

Commentaire du gestionnaire

Aman Budhwar, CFA

Faits saillants

- Les titres de Genpact Ltd. (NYSE : G) et Webster Financial Corporation (NYSE : WBS) ont contribué au rendement du Fonds, tandis que ceux de Harmonic Inc. (Nasdaq : HLIT) et de Fluor Corporation (NYSE : FLR) ont nui à sa performance.
- Nous avons créé une nouvelle position dans Tidewater, Inc. (NYSE : TDW).

L'indice S&P MidCap 400 a affiché un rendement total de 3,85 % en janvier 2025, dépassant ainsi son confrère à grande capitalisation, soit l'indice S&P 500, par une marge de 107 pb. À la fin de janvier 2025, l'indice S&P MidCap 400 se négociait en vertu d'un ratio cours/bénéfices prévu de 16,8x, soit un escompte de 5,6x par rapport à l'indice S&P 500, tout en offrant un taux de rendement des flux de trésorerie de 5,2 % par rapport à 3,08 % pour l'indice S&P 500¹.

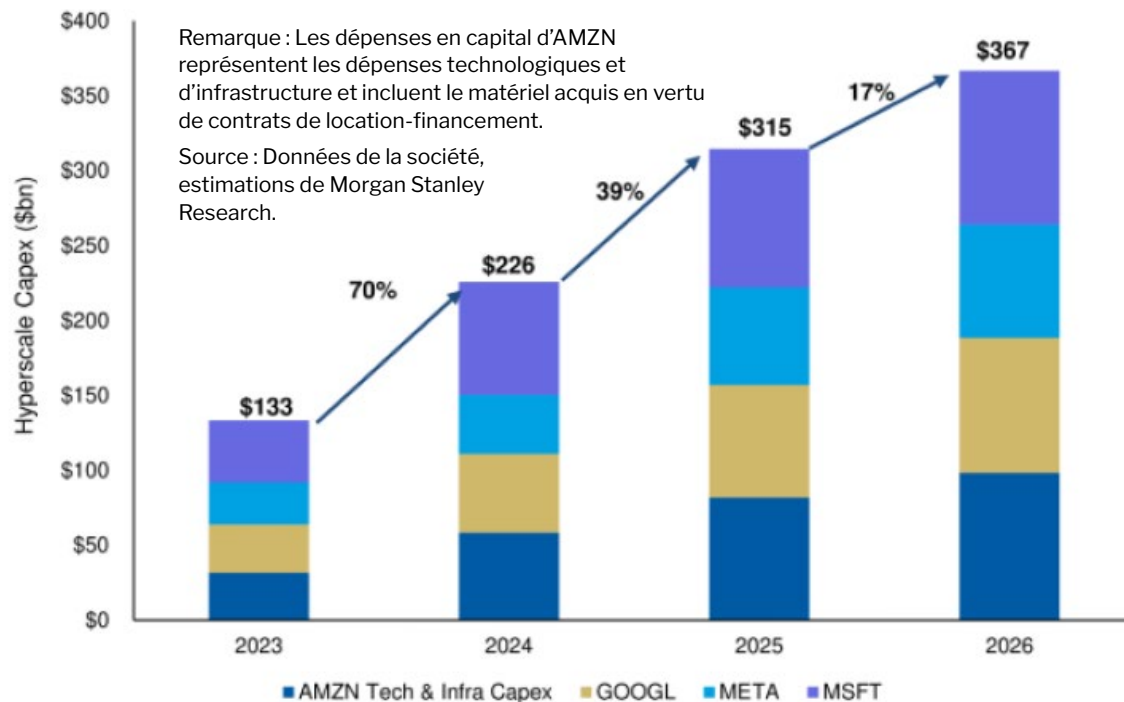
Reprise des dépenses en capital (capex) des fournisseurs de services infonuagiques à très grande échelle (hyperscaler), au profit des PME

L'intelligence artificielle (IA) occupe rapidement une place centrale dans les conversations des entreprises dans le but d'augmenter la productivité et d'établir des processus qui répondent plus adéquatement aux besoins de leurs clients.

Devant la demande croissante, les dépenses en capital planifiées pour 2025 par des sociétés comme Amazon, Google et Meta ont dissipé tout doute sur la nécessité d'augmenter les investissements dans les infrastructures d'IA. Ces doutes étaient survenus après que DeepSeek, société en démarrage chinoise d'IA, a révélé avoir réalisé des percées techniques permettant la formation de modèles d'IA avancés à une fraction des coûts requis par ses concurrents américains.

Cette situation est particulièrement bénéfique pour plusieurs petites et moyennes entreprises (PME) américaines qui servent ce marché en pleine évolution, notamment plusieurs qui se trouvent dans notre portefeuille.

¹ Indice S&P MidCap 400 et indice S&P 500



Développements notables au sein du portefeuille

- Genpact Ltd. (NYSE : G) est une société mondiale de services et de solutions professionnelles qui sert les entreprises de premier plan grâce à son vaste savoir sur l'industrie et les affaires, à ses services d'exploitation numérique et à son expertise dans les données, la technologie et l'IA. La société a affiché de meilleurs résultats que ceux prévus au trimestre terminé en décembre 2024, présentant une croissance à deux chiffres pour son service données-techno-IA qui a connu son quatrième trimestre consécutif de croissance accélérée². Les marges de profit ont également surpassé les attentes. Genpact a offert la première d'une série de solutions agentiques qui exploitent l'IA générative et les modèles d'apprentissage automatique pour automatiser les tâches générant une valeur supérieure pour les clients. Elle a aussi lancé Gigafactory, un accélérateur d'IA unique en son genre, conçu pour aider les entreprises à mettre en place rapidement les solutions d'IA (du stade pilote à une production à grande échelle). L'équipe de direction estime que l'IA générative élargit de beaucoup son marché cible total et que la société est conséquemment bien placée pour tirer parti de cette opportunité.
- Webster Financial Corporation (NYSE : WBS) propose une gamme de services financiers aux particuliers, aux familles et aux entreprises des États-Unis. Les résultats du trimestre de décembre 2024 ont été meilleurs que ceux attendus, avec des marges attrayantes, un revenu solide issu des frais et un bon contrôle des dépenses. Le revenu d'intérêt net sur une base d'équivalence a affiché un gain annuel de 7,4 %, appuyé par une croissance des prêts de l'ordre de 3,5 %. Le revenu non productif d'intérêt a augmenté de 36 % annuellement et le rendement moyen annualisé des actions ordinaires tangibles s'élevait à 17,7 %³. Nous estimons que Webster est bien placée pour produire une croissance de ses bénéfices à deux chiffres grâce à sa base

² Conférence téléphonique sur les résultats du T4 de Genpact Ltd. (G), 6 février 2025.

³ Conférence téléphonique sur les résultats du T4 de 2025, 17 janvier 2025.

diversifiée de dépôts et ses niveaux de capitaux élevés, lesquels devraient lui permettre d'augmenter son bilan tout en conservant ses marges nettes d'intérêt.

- Harmonic Inc. (Nasdaq : HLIT) est un chef de file mondial dans les solutions de diffusion haut débit et vidéo, permettant aux entreprises médiatiques et aux fournisseurs de services d'offrir des services de diffusion en continu et vidéo de très haute qualité. Cependant, la société accuse des retards dans la mise à niveau des réseaux pour ses clients, ce qui a exercé une pression à la baisse sur ses actions. De plus, la concentration de sa clientèle, où deux de ses plus importants clients représentant près de 70 % des ventes, constitue un risque pour l'entreprise. Nous avons donc réduit notre participation à ses actions avant la publication de ses résultats de fin d'année et en sommes à réévaluer notre thèse de placement dans cette entreprise.
- Fluor Corporation (NYSE : FLR) fournit des services d'ingénierie, d'approvisionnement et de construction, d'opérations et d'entretien, d'intégrité des actifs et de gestion des projets à l'échelle mondiale. L'état s'est resserré sur son action après que la société a divulgué, au début de novembre, des résultats décevants pour le troisième trimestre en raison de l'annulation/du report de la comptabilisation du revenu de certains projets. Toutefois, nous estimons que le contexte dans lequel œuvre la compagnie demeure favorable. Les projets touchant les centres de données, le milieu pharmaceutique, le secteur nucléaire/environnemental et l'industrie minière, entre autres, seront des moteurs de croissance au cours des quelques prochaines années. L'équipe de direction a supprimé les risques liés à l'entreprise en doublant la part de contrats remboursables dans le carnet de commandes, passant de 40 % en 2020 à 80 % en 2024⁴. Nous nous attendons à ce que les marges de profit s'améliorent, suivant les marges plus élevées dans le carnet de commandes obtenues au cours des dernières années.

Nouvelle position

Nous avons créé une position dans Tidewater, Inc. (NYSE : TDW) pendant le mois. Fondée en 1956, Tidewater possède actuellement la flotte de navires de ravitaillement offshore (OSV) la plus grande et la plus performante du secteur, soutenant les activités extraterritoriales d'exploration et de production d'énergie dans le monde entier. Les perspectives à long terme pour le marché extraterritorial demeurent solides, sachant que plus de 90 % des investissements en capitaux offshore engagés, totalisant 245 milliards de dollars au cours des deux prochaines années, ont un prix d'équilibre inférieur à 60 \$/milliard (par rapport à la courbe prévisionnelle actuelle du Brent > 70 \$/milliard).

Le marché a été privé de nouveaux OSV, car les tarifs journaliers moyens au cours de la période 2018-2021 n'étaient pas favorables à l'investissement dans des capacités supplémentaires. Après avoir touché un creux en 2021, les tarifs journaliers moyens de Tidewater ont plus que doublé pour atteindre un sommet de 22 275 USD/jour en septembre 2024 et nous pensons qu'il y a encore plus de potentiel de hausse, car les tarifs journaliers de pointe pour les nouveaux contrats sont près de 30 % plus élevés que les tarifs journaliers moyens actuels. En outre, la direction estime qu'à la lumière des conditions économiques pour les nouveaux navires, il faut actuellement un tarif journalier moyen tout au long du cycle de 44 000 \$ pour atteindre une VAN nette nulle sur la base d'une durée de vie utile de 20 ans⁵.

⁴ <https://fluorenterprisesinc2023rbrq4web.com/news/news-details/2024/Fluor-Reports-Third-Quarter-2024-Results/default.aspx>

⁵ *Présentation aux investisseurs par Tidewater de novembre 2024.*



En ce qui a trait aux entreprises cycliques axées sur les matières premières, nous cherchons à investir à un moment où les capitaux ont quitté le marché et où la dynamique de l'offre et de la demande est favorable, de sorte que les acteurs restants soient en mesure d'obtenir un rendement économique positif sur le capital investi.

Perspectives

Les dernières manchettes sur les droits de douane et les immigrants sans papier ont causé une grande anxiété sur les marchés. Selon un sondage auprès des consommateurs mené par l'Université du Michigan, l'humeur des consommateurs américains a touché un creux en sept mois. Le sondage mesurait également les attentes des consommateurs envers l'inflation de 2025, laquelle a augmenté d'un plein point de pourcentage le mois dernier, passant de 3,3 % à 4,3 %. Compte tenu de cette conjoncture, nous adoptons une approche prudente et mettons la volatilité à court terme qui règne sur les marchés à profit pour investir dans des sociétés de grande qualité qui sont en mesure de composer leurs résultats et qui se négocient à bon prix.

Aman Budhwar, CFA

14 février 2025

