

Commentaire du gestionnaire

Aman Budhwar, CFA

Faits saillants

- Brookfield Business Partners (NYSE : BBU) et Fidelity National Financial, Inc. (NYSE : FNF) figurent parmi les titres gagnants du mois, tandis que Fluor Corporation (NYSE : FLR) a, encore une fois, retranché une partie des gains réalisés par le Fonds.
- Nous avons créé de nouvelles positions dans Euronet Worldwide, Inc. (NYSE : EEFN) et Monolithic Power Systems, Inc. (NYSE : MPWR).

L'indice S&P MidCap 400 a affiché un rendement global de -4,35 % en février 2025, prenant ainsi du recul sur son confrère à grande capitalisation, soit l'indice S&P 500, par une marge de 305 pb. Les sociétés de taille moyenne davantage axées sur le marché intérieur ont subi les conséquences de l'affaiblissement des mesures économiques, y compris l'incertitude qui plane sur le marché de l'emploi (tant au public qu'au privé) et sur le retour potentiel de l'inflation (en raison des droits de douane).

En quelques semaines seulement, on a assisté à un changement d'humeur important sur les marchés, comme en témoignent les prévisions GDPNow de l'Atlanta Fed publiées le 3 mars qui anticipent un déclin de 2,8 % du PIB au premier trimestre. Or, aussi récemment que le 19 février dernier, GDPNow prévoyait une croissance de 2,3 %. GDPNow n'est pas l'outil officiel pour émettre les prévisions de l'Atlanta Fed; il s'agit d'une mesure qui tient compte des données économiques disponibles jusqu'à présent ce trimestre. Ce dernier déclin illustre les données du Census Bureau et de l'Institute for Supply Management, lesquelles révélaient une réduction dans les dépenses de construction et une activité plus faible que prévu du côté de la fabrication. Selon les estimations, la croissance des dépenses de consommation personnelles devrait être nulle, alors qu'on l'avait antérieurement évaluée à 1,3 %, et la croissance du taux réel d'investissement privé en capital fixe serait passée de 3,5 % à 0,1 %.

Le PDG d'une entreprise régionale de services financiers (qui figure à notre portefeuille) a récemment affirmé dans le cadre d'une conférence sur le placement qu'il subsiste un optimisme parmi les emprunteurs, mais celui-ci ne s'est pas encore matérialisé en placements concrets en raison des politiques gouvernementales, des droits de douane et de la situation géopolitique. Il soulignait que, comme bien souvent, le T1 a été la scène d'un début d'année au ralenti, mais qu'il demeurerait confiant dans les objectifs de la société qui consistent à dégager une croissance des prêts de 4 à 5 % pour 2025.

Développements notables au sein du portefeuille

Brookfield Business Partners, détenue à 65,9 % par Brookfield Corporation, est une société mondiale industrielle et de services d'affaires qui cherche à posséder et exploiter des fournisseurs de premier plan de produits et services essentiels. Les récents progrès réalisés dans la mobilisation de fonds pour l'une des sociétés en portefeuille de BBU, soit Clarios, ont mené à l'obtention d'un produit de distribution de 1,2 milliard \$, ce qui a cristallisé un multiple de 1,5x sur son investissement en actions, même si BBU continue de détenir la totalité de sa participation dans la société. Depuis qu'elle est entrée en Bourse en 2016, BBU a dégagé un produit de plus de 6 milliards \$ issu de la vente de

plus de 20 entreprises, réalisant un multiple de 3x le capital investi et un TRI d'environ 30 %¹. Nous croyons en la viabilité de ses rendements du capital investi, car la plupart proviennent de l'achat de bonnes entreprises à des prix raisonnables, de l'exécution d'un plan d'amélioration opérationnelle pour augmenter les flux de trésorerie et du recyclage du capital pour optimiser les rendements.

Fidelity National Financial, l'une des plus grandes compagnies d'assurance titres des États-Unis, établit sa part du marché américain de l'assurance titres à 32 %. Le marché américain de l'assurance titres est hautement concentré, les quatre principaux joueurs représentant 80 % des primes souscrites nettes, tandis que 38 sociétés indépendantes se partagent le solde de 20 %. La plupart des transactions immobilières aux États-Unis exigent le recours à l'assurance titres par une institution financière avant que la transaction ne soit réalisée. Bien que le chiffre de vente de maisons en 2024 ait été le plus faible depuis 1995, l'ajout de 70 millions de personnes à la population américaine au cours des trois dernières décennies alimente les perspectives haussières à long terme du secteur de l'assurance titres. De plus, la réduction récente des taux hypothécaires a mis le vent dans les voiles aux activités de refinancement. Par l'entremise de son enjeu de 85 %, FNF contrôle la compagnie F&G Annuities and Life, un fournisseur de premier plan de solutions d'assurance qui possède un actif sous gestion de plus de 40 milliards \$ et qui sert les clients institutionnels ainsi que les clients au détail en quête d'assurance vie et de rentes. F&G exploite les vents favorables sur le plan démographique pour assurer sa croissance en répondant à la demande d'assurance vie ainsi qu'à la possibilité de faire migrer les clients des certificats de dépôts vers les rentes fixes².

Fluor Corporation 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'étau s'est resserré sur son action après que la société a divulgué, au début de novembre, des résultats décevants pour le T3 de 2024 en raison de l'annulation ou du report de 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 réduit 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 2024³. 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.

La publication des bénéfices et de la lettre aux actionnaires de Berkshire Hathaway Inc. (BRK) pour 2024 à la fin de février nous a donné l'occasion de réfléchir encore une fois sur le fait que la société continue de dégager une excellente valeur pour ses actionnaires à long terme. Au cours des 20 dernières années, Berkshire Hathaway a réussi à composer sa valeur comptable à un TCAC de 11 %. **The Markel Group**, un avoir du Fonds, est une entreprise similaire qui comprend des exploitations d'assurance sous-jacentes générant un flottant investi dans des titres publics ainsi que des participations majoritaires dans des entreprises détenues au sein de Markel Ventures. Markel assure également la composition de sa valeur comptable à un TCAC de 11 % sur 20 ans. À la lumière de sa plus petite taille (capitalisation boursière de 24 milliards \$US p/r à 1 billion \$US pour BRK), nous estimons que Markel a encore beaucoup d'espace pour croître à l'avenir. Selon nous, son action est

¹ [Brookfield Q4 2024 Letter to Unitholders \(lettre aux porteurs de parts T4 2024\)](#)

² [Fidelity National Financial, Inc.](#)

³ [Fluor Corporation - Fluor Reports Third Quarter 2024 Results \(résultats du T3 2024\)](#)



bon marché, car elle n'a pas gardé le pas avec la croissance de la valeur intrinsèque de l'entreprise au cours des cinq dernières années. Un investisseur activiste a aussi remarqué cet escompte et en a profité pour augmenter son enjeu et offrir des recommandations stratégiques pour combler cet écart. Tandis que le conseil examine ses opérations pour simplifier la structure d'entreprise, optimiser la répartition du capital et améliorer la publication des renseignements, il a également annoncé la mise en place d'un nouveau programme de rachats des actions de 2 milliards \$ qui sera bénéfique pour ses titres en bourse⁴.

Nouvelles positions

Nous avons créé une position dans **Euronet Worldwide**, un chef de file dans l'offre de solutions de transactions financières électroniques sécuritaires. L'entreprise exploite un des réseaux de guichets automatiques bancaires (GAB) les plus importants en Europe et représente le plus grand réseau de paiements au monde pour les recharges mobiles prépayées et la deuxième plus grande société mondiale de transferts d'argent. Depuis sa création il y a 30 ans, EEFT a enregistré un BPA ajusté composé en vertu d'un TCAC de 15 %. Nous prévoyons que l'entreprise continuera d'augmenter ses bénéfices ajustés au moyen d'un TCAC d'environ 15 %, le tout alimenté par la reprise soutenue du secteur des voyages en Europe, l'expansion des GAB sur de nouveaux marchés comme le Mexique, l'augmentation du nombre d'agences de transferts d'argent et le développement de partenariats Epay (distribue du contenu tel que des films, de la musique, des crédits et des jeux de grandes marques mondiales aux consommateurs via son réseau de détaillants physiques et numériques/partenaires de portefeuille)⁵.

Nous avons également établi une position dans **Monolithic Power Systems**, un fournisseur mondial de solutions électroniques basé sur les semiconducteurs haute performance. Fondée en 1997, la société s'appuie sur son expertise en conception de semiconducteurs, sur sa connaissance approfondie des systèmes et sur ses technologies innovantes d'intégration de systèmes et de processus de semiconducteurs pour fournir à ses clients des solutions monolithiques compactes et fiables qui offrent des produits hautement rentables et économes en énergie. MPWR tire parti d'un modèle d'affaires diversifié et d'un historique sur plus de 20 ans de revenu (TCAC) de plus de 20 % alimenté par les données d'entreprises et les marchés finaux de l'automobile (ensemble, environ 50 % des ventes). Son modèle d'affaires sans usine lui permet de vouer ses ressources en ingénierie et design à créer des technologies et processus exclusifs moyennant des coûts fixes et des dépenses en capital moins élevés⁶.

Perspectives

Nous nous montrons prudents et avons conservé une encaisse plus élevée qu'à l'habitude tandis que nous recherchons des occasions attrayantes à long terme dans lesquelles investir. Nous avons confiance en notre processus éprouvé de placement – les sociétés que nous détenons présentent généralement de bons bilans financiers, un profil de flux de trésorerie attrayant, une équipe de direction chevronnée et un secteur assorti d'une croissance à long terme qui leur permet d'assurer la composition des bénéfices au fil du temps.

Aman Budhwar, CFA

⁴ [Markel Group 2024 Shareholder Letter \(lettre aux actionnaires de 2024\)](#)

⁵ [Euronet - Fourth Quarter and Full Year 2024 Financial Results \(résultats pour le T4 et l'exercice financier de 2024\)](#)

⁶ [Monolithic Power Systems - Full Year 2024 and Q4'24 Earnings Commentary \(commentaire sur les bénéfices du T4 et de l'exercice financier de 2024\)](#)



12 mars 2025



Les données standards sur le rendement des fonds d'actions Pender sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fr/fonds-actions/>

Ce commentaire comporte un Avis de non-responsabilité, que vous pouvez consulter ici : <https://www.penderfund.com/fr/avis-de-non-responsabilite/>

© Copyright Gestion de capital PenderFund Itée. Tous droits réservés, mars 2025.