

Commentaire du gestionnaire

Aman Budhwar

Contexte macroéconomique

En septembre, les manchettes macroéconomiques ont dominé les marchés des États-Unis. La fermeture du gouvernement est entrée dans sa première semaine en raison d'un blocage partisan. Cependant, en coulisses, une entente semble se dessiner autour du prolongement et de l'augmentation des subventions accordées à l'Affordable Care Act (ACA) dont dépendent les programmes d'assurance maladie. Pendant ce temps, l'indice des directeurs d'achats du secteur des services de l'Institute for Supply Management est retombé à 50, un chiffre qui indique la stagnation — les commandes ayant diminué, l'activité commerciale s'étant affaiblie et l'emploi s'étant contracté pour un quatrième mois de suite. En conséquence, les marchés misent désormais sur une réduction de taux par la Fed à la fin d'octobre et sur le fait qu'il y a huit chances sur dix qu'une autre aura lieu en décembre dans le but de soutenir le marché du travail.

Rendement

L'indice S&P MidCap 400 s'est majoré de 0,46 % en septembre 2025, une hausse modeste qui met en évidence la faible performance des sociétés à moyenne capitalisation par rapport au S&P 500 qui, lui, a progressé de 3,65 % — son meilleur mois de septembre depuis plus de 15 ans. Depuis le début de l'année, les moyennes entreprises se sont relevées de 5,76 %, gain qui est largement devancé par celui de 14,83 % du S&P 500. Cette différence a élargi les écarts de valeur et ouvert un point d'entrée intéressant dans la sphère des moyennes entreprises. Le S&P 400 se négocie à un ratio cours/bénéfices prévisionnel de 16,5x, ce qui représente un escompte de 6,4 par rapport aux sociétés à forte capitalisation, avec un taux des flux de trésorerie d'exploitation de 5 % contre 3 % pour le S&P 500. Pour les investisseurs à long terme qui, comme nous, tiennent compte des données fondamentales, cet écart grandissant donne une occasion encore meilleure d'investir dans d'excellentes entreprises en pleine croissance dont le prix est attrayant.

Mise à jour sur le Fonds

La performance du Fonds d'actions américaines à petite/moyenne capitalisation Pender a pu compter sur la vigueur des matières premières et des produits industriels. Toutefois, les actifs touchant à la consommation discrétionnaire ont légèrement pesé sur les rendements relatifs.

Ero Copper Corp. (ERO) a figuré parmi les gagnants en septembre. En effet, le prix du cuivre a atteint environ 10 500 \$ la tonne, sa remontée la plus marquante depuis avril. Cette hausse a été alimentée par des perturbations dans l'approvisionnement, un dollar américain plus faible, une demande supérieure de la part des centres de données et l'un des principaux axes d'investissement de Pender, soit la transition énergétique. Nous reviendrons sur Ero plus loin.

Rambus Inc. (RMBS) a également bien fait ce mois-ci. Il a été soutenu par l'accélération des investissements en IA (un autre axe d'investissement de Pender) et dans les infrastructures pour les centres de données. Les récentes communications d'Oracle, de Nvidia et d'OpenAI annoncent le début d'un cycle de dépenses d'investissement pluriannuelles destinées à élargir et à rendre encore plus performantes les capacités infonuagiques et informatiques. En tant que chef de file dans les technologies en matière de mémoire et d'interface, deux composantes

essentielles pour répondre à la croissance exponentielle des besoins en utilisation et traitement de données, Rambus est bien placé pour tirer avantage de la demande grandissante pour les semiconducteurs. Selon nous, Rambus est un moyen peu risqué de se tailler une place dans l'industrie de la mémoire que le marché sous-estime.

En septembre, parce que la concurrence s'est intensifiée, les titres touchant à la consommation discrétionnaire ont été à la traîne. **Dollar Tree Inc. (DLTR)** s'est retrouvée sous pression quand Amazon a élargi la livraison de ses produits d'épicerie. Pour sa part, **Deckers Outdoor Corporation (DECK)** a perdu ses gains récents lorsque des erreurs d'exécution commises ce printemps sont venues ranimer les doutes quant à la qualité de ses produits phares. Nous sommes bien conscients que l'environnement gouvernant le fonctionnement des entreprises est en constante évolution. Cependant, en tant qu'investisseurs patients et à contre-courant, au lieu de nous laisser influencer par la volatilité à court terme du marché, nous préférons conserver nos participations dans des franchises de grande qualité susceptibles, à notre avis, d'assurer l'augmentation des bénéfices et du flux de trésorerie au fil du temps.

Profil d'un avoir - Ero Copper Corp.

Ero est une société canadienne dont les opérations se déroulent surtout au Brésil. Elle produit principalement du cuivre, mais aussi, en sous-produit, une quantité non négligeable d'or. L'entreprise s'appuie sur une production de cuivre en forte croissance, un fonctionnement peu coûteux et des actifs durables, de même que sur une expansion considérable déjà présente.

Notre thèse concernant Ero est fondée sur les perspectives structurelles de la demande en cuivre. En tant que matériau indispensable à l'électrification, à l'énergie renouvelable et aux infrastructures des centres de données, le cuivre joue un rôle prépondérant dans la transition énergétique mondiale. Depuis le début de l'année, le prix du cuivre a augmenté de près de 20 %, soutenu par une offre limitée, la faiblesse du dollar américain et l'optimisme quant à la demande à long terme. Les problèmes d'approvisionnement ont également joué leur rôle. Par exemple, la catastrophe naturelle ayant frappé la gigantesque mine indonésienne Grasberg de Freeport-McMoRan, est un cas de force majeure¹ qui a ajouté de la pression sur l'inventaire mondial déjà serré. Comme nous l'avons mentionné plus haut, le prix du cuivre ayant atteint environ 10 500 \$ la tonne en septembre 2025 — sa remontée la plus marquante depuis avril —, Ero s'est rangée parmi les meilleurs actifs du Fonds.

Selon nous, Ero devrait connaître une croissance importante. La société est en train d'aménager, en coentreprise avec Vale Base Metals, une nouvelle mine à grande échelle dans le but d'augmenter son rayonnement, de prolonger la durée de vie de la mine et de consolider son statut à titre de l'un des producteurs de cuivre les moins coûteux du monde. De plus, on anticipe que des projets en cours — tels que l'accélération de la Tucumã Operation, dont les marges sont élevées, ainsi que l'optimisation et l'expansion constantes de son fleuron, Caraíba — assureront une production record de cuivre et une croissance continue pendant les prochaines années.

Avec son bilan solide et sa gestion disciplinée du capital, nous croyons que l'entreprise a tout pour produire un flux de trésorerie disponible à travers les cycles.

¹ Un événement imprévisible qui empêche une personne ou une entreprise d'honorer ses engagements contractuels.

À nos yeux, Ero est un actif à haute conviction qui correspond parfaitement à la philosophie d'investissement de Pender, et nous croyons qu'elle est en train de devenir une plateforme durable et capable de générer des liquidités dans une industrie critique. Avantagée par l'électrification et les facteurs de croissance qui lui sont propres, Ero devrait, selon nous, accroître la valeur du portefeuille concentré à haute conviction du Fonds.

Positionnement et perspectives

Chez Pender, nous cherchons à détenir des entreprises et non à négocier des actions. Nous voulons obtenir une valeur supérieure à notre prix d'achat, et notre stratégie indépendante à haute conviction vise à nous positionner de manière à tirer avantage des inefficacités présentes dans l'arène des sociétés à petite et moyenne capitalisation. L'écart de valeur grandissant entre les petites et moyennes entreprises, ajouté à la volatilité d'origine macroéconomique, nous conforte dans notre attitude d'opportunistes patients et, à l'occasion, d'investisseurs à contre-courant.

Nous persistons à gérer le risque idiosyncratique et à centrer notre portefeuille sur des entreprises durables et rentables susceptibles d'assurer la composition de la valeur au fil du temps. Les grands titres continueront sans doute à faire du bruit, mais nous croyons que les conditions actuelles promettent un bel avenir aux petites et moyennes entreprises des États-Unis.

Aman Budhwar
16 octobre 2025