Point de vue

PEMBROKE

Mai 2018

PEMBROKE À 50 ANS

2
La tournée des placements

4 « Tenons-nous-en aux faits »

5
Aperçu du trimestre

15
Déjeuner-causerie avec James Furey, stratège, petites capitalisations aux États-Unis

18
Nouvelles de la firme

Cette année marque la célébration d'un important anniversaire pour Pembroke. La société a été créée en 1968, nous fêtons donc notre 50e anniversaire.

Pendant 50 ans, nous avons investi dans des entreprises en pleine croissance et servi les besoins d'investissement de nos clients. Plus qu'un simple jalon dans notre histoire, 2018 est une occasion de réaffirmer et de célébrer nos valeurs fondamentales, notre philosophie d'investissement cohérente et, surtout, ce que nous avons accompli pour nos clients.

Au cours de ce demi-siècle, nous avons été témoins de formidables changements et innovations et nous avons investi dans de nombreuses excellentes sociétés qui ont créé une richesse considérable pour leurs actionnaires. En cours de chemin, nous avons aussi appris quelques dures leçons. La sagesse acquise d'année en année nous a aidés à nous concentrer sur ce qui compte : créer de la richesse pour nos clients à long terme.

Nous sommes reconnaissants à tous nos clients de la confiance qu'ils placent en Pembroke et nous nous réjouissions tous de célébrer notre 50e anniversaire avec vous alors que notre aventure continue.

LA TOURNÉE DES PLACEMENTS

Pure Storage Inc. (« PSTG » ou « Pure ») est un placement relativement nouveau pour Pembroke puisqu'il a été ajouté au portefeuille en octobre 2017. PSTG est le principal fournisseur de produits de stockage de données entièrement flash pour les entreprises, les administrations publiques et les établissements d'enseignement. L'expression « entièrement Flash » se réfère au support de stockage utilisé dans les systèmes de PSTG; les disques durs, qui ont dominé le stockage de l'information au cours des 30 dernières années, sont aujourd'hui remplacés par des lecteurs flash à circuits intégrés (des « minidisques durs », ou « clés USB ») qui offrent un accès plus rapide et plus efficient aux données.

On ne rendrait pas justice à la solution offerte par PSTG en disant que cette société remplace simplement les disques durs par une mémoire flash. Pure perturbe le secteur du stockage classique des données en proposant un modèle exclusif de mise à niveau du matériel informatique et des capacités logicielles exclusives. Historiquement, des fournisseurs de produits de stockage comme EMC et NetApp ont réalisé des gains en vendant des systèmes qui nécessitaient d'importantes mises à niveau tous les trois ou quatre ans et des programmes d'entretien annuels coûteux. Les systèmes de PSTG ont une durée de vie supérieure à dix ans, ne nécessitent aucun contrat d'entretien annuel et tirent parti d'une pile logicielle conçue pour le nuage. Par conséquent, le coût total de propriété des produits de Pure est considérablement inférieur à celui des anciens systèmes, ce qui a permis à PSTG de remporter une part dominante du marché des produits entièrement flash.

En tant qu'investisseur actif dans le secteur de la technologie, Pembroke estime qu'il est primordial de se rendre dans Silicon Valley, la région la plus dynamique du monde de la technologie, et de nouer des contacts sur le terrain. En effet, nous avons généralement des horaires chargés et

rencontrons une dizaine de dirigeants de sociétés, voire davantage, en trois ou quatre jours. Nous nous sommes rendus au siège social de PSTG à Palo Alto à deux reprises au cours des six derniers mois, notre dernière visite remontant à mars. Nous avons rencontré le président, le chef des ventes, le chef des finances, l'ingénieur en chef des produits d'intelligence artificielle et l'équipe des relations avec les investisseurs de Pure.

Nos entretiens ont confirmé les atouts concurrentiels de cette société dans le secteur de la technologie, en particulier son expertise dans les marchés de l'intelligence artificielle (IA) et de l'apprentissage machine. La nouvelle gamme de produits PureBlade et la plateforme d'intelligence artificielle prête à l'emploi AIRI de PSTG sont optimisées de manière à répondre aux impératifs en matière de vitesse, de puissance et de masse de données, qui sont inhérents aux charges de travail de l'IA. Pure devient *de facto* la norme en matière de solutions de stockage de données dans le domaine de la conduite automobile autonome, qui est peut-être l'application actuellement la plus importante de l'IA. PSTG ne divulgue pas la répartition de ses ventes par produit, mais nous estimons qu'il s'agit de la société de technologie à faible capitalisation la plus dynamique dans le domaine de l'IA parmi celles dont nous suivons les activités.

Nos séjours dans Silicon Valley nous ont également permis de connaître des concurrents de PSTG dans le marché du stockage de données. Notre tournée nous a menés chez NetApp, Nutanix, Cisco, VMWare et plusieurs fournisseurs privés de produits de stockage de données et sociétés de capital de risque; nos entretiens nous ont permis de mieux comprendre ce segment du marché et ont renforcé notre confiance dans la technologie exclusive de Pure.

Même si notre placement initial s'est apprécié de près de 30 %, nous continuons de croire en son potentiel de gains. En fait, nous estimons que l'action de Pure a de toute évidence le potentiel de jouer sur deux tableaux parce qu'elle peut tirer parti à la fois de la croissance des bénéfices et de l'augmentation de leur multiple d'évaluation. Le potentiel de croissance à long terme de ce placement est réel : les perspectives de ce marché de 35 milliards de dollars sont énormes, les taux de croissance sectoriels sont supérieurs à dix pour cent, Pure jouit d'une position concurrentielle viable et son levier d'exploitation est sous-évalué dans le modèle.

« TENONS-NOUS-EN AUX FAITS »

Avant d'aborder les commentaires qualitatifs sur le trimestre, nous vous présentons de l'information quantitative sur nos cinq principales positions au Canada et aux États-Unis.

Les cinq principales positions canadiennes

31 mars 2018

Société	Variation du cours au T1 (CAD)	Croissance estimée des revenus Exercice en cours	Croissance estimée du BAIIA Exercice en cours	Croissance estimée des revenus Prochain exercice	Croissance estimée du BAIIA Prochain exercice
Solium Capital	2%	21%	21%	18%	88%
Colliers International	18%	15%	21%	8%	10%
The Descartes Systems	3%	21%	29%	10%	15%
Canadian Western Bank	-15%	20%	17%	10%	10%
Badger Daylighting	-5%	12%	16%	11%	13%
Moyenne	**1%**	**18%**	**21%**	**12%**	**27%**

Les cinq principales positions américaines

31 mars 2018

Société	Variation du cours au T1 (USD)	Croissance estimée des revenus Exercice en cours	Croissance estimée du BAIIA Exercice en cours	Croissance estimée des revenus Prochain exercice	Croissance estimée du BAIIA Prochain exercice
Bofl Holding	36%	18%	21%	13%	26%
Carbonite	15%	28%	485%	12%	15%
National General Holdings	24%	1%	144%	13%	18%
HMS Holdings	-1%	8%	35%	7%	9%
WNS Holdings	13%	20%	37%	10%	3%
Moyenne	**17%**	**15%**	**144%**	**11%**	**14%**

Source : Consensus et estimations de Pembroke

APERÇU DU TRIMESTRE

INTRODUCTION

Nous sommes à une intéressante croisée des chemins de ce marché haussier mal aimé. La volatilité récente des marchés au début de février, puis à la fin du trimestre, a mis en lumière leur vulnérabilité à un changement d'humeur. Compte tenu du regain d'intérêt général que suscitent les actions et des évaluations élevées, la situation se prête à merveille à un mouvement modeste de liquidation. Le calme qui a régné dans les marchés en 2017 a été troublé en février par le spectre d'une inflation plus forte, qui a provoqué la fuite de nombreux investisseurs. À la fin de mars, les craintes d'une guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine ont déclenché une autre vague de ventes. Il n'est pas déraisonnable de présumer que les récents mouvements boursiers ont été amplifiés par les investisseurs qui suivent les tendances et les négociateurs à haute fréquence, mais le changement d'humeur a été saisissant.

Le comportement des investisseurs en titres à revenu fixe et en actions porte l'empreinte de 30 ans de repli des taux d'intérêt. La faiblesse des taux et la surabondance des liquidités alimentent l'inflation des actifs à de nombreux égards, par delà la simple augmentation des cours des actions, à savoir :

- La chute des taux de capitalisation des biens immobiliers
- La hausse des multiples de prise de capital dans le segment du capital-investissement
- L'appréciation des prix de l'immobilier dans les grands centres urbains
- La croissance des prix des pièces de collection
- Le marché haussier des obligations à long terme

L'aspect positif de toute cette relance, qui est renforcée par les réductions d'impôt favorables aux entreprises et la déréglementation aux États-Unis, est que nous sommes en situation d'expansion économique autogène. Nous prévoyons une lente normalisation des taux d'intérêt, mais un léger resserrement des politiques monétaires n'est pas

préoccupant s'il fait écho à une amélioration des conditions économiques et commerciales.

Si cette normalisation est graduelle, le marché boursier devrait traverser la transition et les sociétés à faible capitalisation qui génèrent des taux élevés de croissance des bénéfices devraient pouvoir aller de l'avant en dépit de l'effet modérateur du relèvement des taux d'intérêt. Il est cependant clair que si ce scénario se matérialise, certains acteurs souffriront du changement de la donne, notamment :

- Les émetteurs de prêts hypothécaires
- Les constructeurs domiciliaires
- Les obligations à long terme
- Les actions dont la durée est élevée
- Les FPI et les actions versant des dividendes dont la croissance est nulle
- Les sociétés lourdement endettées
- Les consommateurs endettés

Dans ces conditions, comment Pembroke réagira-t-elle à ces facteurs? D'une manière générale, notre équipe fait preuve de prudence dans :

1. L'évaluation de la part de nos gains tirée de l'augmentation des évaluations

2. La détermination des sociétés dont les modèles d'affaires ont été stimulés par des gains rapides et la saine gestion de leurs pondérations dans le portefeuille

3. La gestion de notre exposition aux sociétés vulnérables à une augmentation du coût du capital
   - ✓ Les secteurs d'activité sensibles aux taux d'intérêt
   - ✓ Les bilans présentant un lourd endettement
   - ✓ Les actions fortement évaluées de sociétés qui ne génèrent pas de bénéfices à court terme

4. L'examen de toutes les participations et la confirmation des caractéristiques suivantes :
   - ✓ De longues trajectoires de croissance
   - ✓ De solides bilans
   - ✓ Des rendements des capitaux investis attrayants
   - ✓ Des modèles d'affaires qui s'autofinancent

À court et à moyen terme, Pembroke reste optimiste. Les bénéfices du quatrième trimestre publiés par les sociétés comprises dans le portefeuille ont été très forts, et leurs équipes de direction ont généralement rendu compte de perspectives très prometteuses pour 2018. La réforme de la fiscalité aux États-Unis sera favorable aux bénéfices déclarés et stimulera les dépenses d'investissement. Vu la baisse des taux d'imposition, les évaluations ne sont pas déraisonnables par rapport à celles des 20 dernières années; nous continuons de penser que le climat est propice aux investissements en actions.

Les investisseurs seront appelés à modifier leur comportement en raison du relèvement des taux d'intérêt, et les gestionnaires de portefeuilles devront gérer en conséquence les pondérations sectorielles. L'univers des titres de croissance à faible capitalisation devrait être attrayant, car l'augmentation sous-jacente des bénéfices devrait contrebalancer la contraction possible des évaluations causée par la hausse des taux. Il est clair que les conditions du marché ne pointent pas vers un marché baissier cyclique. Néanmoins, les turbulences du dernier mois nous incitent à la vigilance, c'est-à-dire à réagir lorsque le marché nous offre l'occasion d'étoffer nos placements préférés et à ajouter de nouvelles participations qui répondent à nos critères de qualité et de croissance.

Commentaire – Actions américaines

Les portefeuilles d'actions américaines de Pembroke ont démarré 2018 en position de force, en chiffres tant absolus que relatifs. Même si les rendements du premier trimestre sont revenus sur terre en raison des épisodes de volatilité en février et mars, le fonds a inscrit des rendements positifs pour les trois premiers mois de l'année et a surpassé tant l'indice Russell 2000 que l'indice S&P 500. En ce qui concerne les secteurs, les titres de la finance, de la consommation de base et de la technologie ont dominé, alors que le seul placement en portefeuille dans le secteur des matériaux s'est replié à court terme.

BOFI Holdings (« BOFI »), une banque en ligne, a connu un autre trimestre de croissance robuste des prêts et de rendement soutenu du crédit, ce qui atteste une discipline rigoureuse et le recours à des données complexes dans la conduite de ses activités ou l'octroi de prêts hypothécaires. De plus, l'équipe de direction de BOFI continue de diversifier et de renforcer ses sources de financement. Le titre de BOFI s'est sensiblement apprécié, mais reste attrayant vu sa qualité par rapport aux actions de banques concurrentes. Fait important, BOFI dégage un

rendement des capitaux investis supérieur à celui d'un grand nombre de ses concurrents parce que son modèle d'affaires ne nécessite pas un investissement important dans des succursales bancaires traditionnelles. Pembroke estime que BOFI est à l'avant-garde des services bancaires de demain, caractérisés par un système dépourvu de succursales, dont la compétitivité repose sur les taux d'intérêt des dépôts, les services et la facilité d'utilisation en ligne.

Le placement de Pembroke dans **Paycom Software** (« PAYC ») a continué de produire un bon rendement en raison de l'accroissement rapide de ses ventes et des marges bénéficiaires élevées de cette société. Au quatrième trimestre de 2017, PAYC a fait état d'une croissance de son chiffre d'affaires de 30 %, reflet d'une exécution énergique et d'un vaste marché potentiel. PAYC accroît sa part du marché des logiciels de paie, supplantant en général des fournisseurs traditionnels tels que ADP. Le logiciel de PAYC est en nuage et facile à installer, et offre un éventail de produits entièrement intégrés qui fonctionnent sans rupture les uns avec les autres. La stratégie de croissance éprouvée de PAYC (l'ouverture mûrement réfléchie de bureaux régionaux dirigés par un personnel de vente interne chevronné), l'excellence de son produit et l'envergure de son marché nous incitent à penser que la société peut maintenir un taux de croissance élevé à tout le moins dans un avenir prévisible.

En mars dernier, la société **CommerceHub** (« CHUBA »), dans laquelle Pembroke détient une participation depuis novembre 2016, a annoncé que son acquisition était en cours. Cette entreprise de production de logiciels, qui dispose de marges élevées, résulte de la scission de Liberty Media. Pembroke a repéré l'occasion offerte par CHUBA avant que la société soit couverte par des analystes du côté vendeur ou comprise par de nombreux investisseurs du côté acheteur. CHUBA aidait de grands détaillants à soutenir la concurrence d'entreprises comme Amazon et comptait dans sa clientèle des noms prestigieux tels que Home Depot et, récemment, Macy's. Compte tenu de la forte compétitivité, des marges bénéficiaires élevées et du solide bilan de la société, le prix d'achat a, selon Pembroke, été décevant. L'investissement dans CHUBA a néanmoins généré des rendements positifs pour les investisseurs; Pembroke avait commencé à acquérir le titre à moins de 16 $ par action et la société a été acquise à 22,50 $ par action.

Installed Building Products (« IBP »), une société spécialisée dans l'installation de matériaux isolants et d'autres matériaux pour la

construction résidentielle et commerciale, a subi un recul de son action de 7,3 % pendant le trimestre. Malgré une croissance sur 12 mois de ses revenus de près de 30 %, et une augmentation sur 12 mois de ses bénéfices de presque 20 %, le rendement des marges d'IBP n'a pas répondu aux attentes des investisseurs. L'inflation des salaires et des avantages sociaux des employés a dépassé la capacité de la société de transférer ces coûts à ses clients. IBP est résolue à transférer la totalité de l'inflation de ses coûts, et davantage, à sa clientèle pendant l'année en cours. Entre-temps, le marché de base de la société – la construction de maisons unifamiliales aux États-Unis – reste inférieur aux niveaux normalisés de la demande et est en bonne position pour contribuer à une croissance de son chiffre d'affaires supérieure à dix pour cent et à une hausse d'environ 40 % de ses bénéfices en 2018. Nous estimons que le ratio risque-rémunération de l'action d'IBP est très convaincant et avons confiance en cette société, qui figure parmi nos dix participations dominantes aux États-Unis.

Ferroglobe (« GSM »), un producteur intégré verticalement de silicium métallique, de ferrosilicium et de silicomanganèse, a cédé 17 % au quatrième trimestre, essentiellement pendant la dernière semaine du trimestre. L'action a dégringolé lorsque l'International Trade Commission des États-Unis est revenue sur sa décision préliminaire de percevoir des droits douaniers sur le silicium métallique provenant de quatre pays. En dépit de cette nouvelle décevante, GSM conserve notre confiance; nous avons profité de la baisse de son action pour étoffer notre placement. La demande de silicium métallique reste forte en raison des perspectives remarquables de la croissance à long terme. De plus, aucune autre source d'approvisionnement ne devrait faire son apparition sur le marché et la prééminence de GSM aux États-Unis et en Europe de l'Ouest ne se dément pas. L'action se vend à rabais et offre un rendement élevé des flux de trésorerie disponibles et un multiple d'évaluation très modeste.

COMMENTAIRE – ACTIONS CANADIENNES

Les marchés boursiers canadiens ont fléchi au premier trimestre de 2018 et la plupart des groupes sectoriels ont été en territoire négatif pendant cette période. Les portefeuilles d'actions canadiennes de Pembroke ne sont pas à l'abri des reculs, et leurs rendements ont été à la remorque de celui de l'indice composé S&P/TSX au cours du trimestre. Les secteurs les plus défavorables au rendement du fonds ont été l'industrie, la finance, les matériaux, la consommation discrétionnaire et l'énergie. Par rapport à

l'indice composé S&P/TSX, les placements du portefeuille dans les secteurs de l'industrie, de la finance et des matériaux ont enregistré des rendements décevants.

Deux titres en particulier ont accusé des baisses prononcées qui ont plombé le rendement.

L'action de **DIRTT Environmental Solutions** (« DRT »), un fabricant d'agencements intérieurs sur mesure dont la production fait appel à la technologie, a perdu du terrain au premier trimestre, car le marché a réagi aux changements imprévus dans la haute direction de la société. DIRTT continue d'offrir une gamme de produits innovateurs, qui est appelée à perturber le secteur de la construction et de la rénovation de bureaux, mais les investisseurs redoublent de prudence à l'égard des changements intervenus dans la haute direction et des pratiques de gouvernance.

L'action de **Westport Fuel Systems** (« WPRT »), une société spécialisée dans la mise au point de moteurs au gaz naturel peu polluants destinés à remplacer les moteurs à essence conventionnels, a régressé au premier trimestre, après avoir généré des rendements élevés en 2017, qui ont cependant été inférieurs aux prévisions. WPRT a réalisé de remarquables progrès dans la commercialisation de sa technologie exclusive : ses moteurs équipent les voitures Volvo en Europe et les projets ciblant le marché chinois commencent à porter ses fruits. Le remplacement des moteurs diesel dynamise considérablement le marché, et Westport est en bonne position pour tirer parti de cet élan.

En ce qui concerne les titres qui ont le plus contribué individuellement au rendement au premier trimestre, deux placements se sont démarqués.

L'action de **Colliers International** (« CIGI »), une société immobilière mondiale qui offre un large éventail de services aux occupants et aux propriétaires d'immeubles commerciaux de même qu'aux investisseurs présents sur ce marché, a affiché une bonne tenue au premier trimestre, car CIGI a publié des résultats d'exploitation robustes, nettement supérieurs aux prévisions du marché. Colliers renforce sa croissance interne vigoureuse par des acquisitions opportunistes tout en générant des flux de trésorerie disponibles et des rendements des capitaux investis substantiels. À notre avis, les perspectives de croissance de Colliers sont attrayantes et s'appuient sur la poursuite de l'augmentation de sa part de marché et la consolidation de ce secteur fragmenté.

L'action d'**Avigilon** (« AVO »), une société de conception et de fabrication de logiciels et d'équipement de vidéosurveillance, a enregistré de solides rendements au premier trimestre, la société ayant annoncé son acquisition par Motorola Solutions à une excellente évaluation. Avigilon a obtenu du succès dans la conquête du marché et le perfectionnement de ses capacités d'analytique vidéo, ce qui en faisait une cible intéressante pour de gros joueurs.

COMMENTAIRE – ACTIONS INTERNATIONALES

Le Fonds de croissance international GBC a tiré parti de facteurs favorables au cours du trimestre, car les sociétés de premier ordre, axées sur la croissance, ont obtenu un rendement supérieur à celui de l'indice. Par rapport à l'indice MSCI Monde tous pays hors États-Unis petite capitalisation, la sélection des titres du secteur de l'industrie a notablement contribué au rendement. Le cours de l'action de **Localiza's** (« RENT3 BZ »), une agence de location de voitures du Brésil, a été propulsé par la publication du bénéfice trimestriel largement supérieur aux prévisions générales en raison de l'augmentation du nombre de jours de location et de la vente de voitures. La sélection des titres du secteur de la consommation de base a également contribué au rendement; la solidité des paramètres fondamentaux des sociétés de cosmétiques japonaises **Kose** (« 4922 ») et **Pola Orbis** (« 4927 ») a été favorable à ces résultats. **Fevertree Drinks** (« FEVR LN »), un fabricant de boissons gazeuses servant à la préparation de cocktails du Royaume-Uni, a contribué notablement au rendement. Ses résultats ont été portés par la vigueur de l'activité des points de vente existants et par les gains réalisés dans la distribution, les détaillants ayant augmenté la surface de rayonnage des produits de première qualité aux marges élevées.

L'apport de ces titres a été partiellement contrebalancé par la sélection des actions du secteur de la consommation discrétionnaire et la sous-pondération du secteur immobilier. Dans le secteur de la consommation discrétionnaire, la société suédoise **Evolution Gaming** (« EVO SS ») a particulièrement nui au rendement au cours du trimestre. Evolution est un important fournisseur interentreprises de solutions de casino en ligne qui compte plus de 100 clients, notamment la majorité des exploitants européens de casinos en ligne de catégorie 1. Le cours de l'action a été entravé par la déception des investisseurs causée par la modeste augmentation de 2 % des bénéfices pendant le trimestre, bien que les paramètres fondamentaux soient forts, soit une croissance des revenus de

48 % et une marge du BAIIA de 45 %. Le titre de **Motherson Sumi Systems** (« MSS IN »), une société indienne de pièces automobiles, a également été défavorable au rendement, sur fond de faiblesse générale du marché indien et en raison des craintes suscitées par les pressions exercées sur les marges à court terme, attribuables aux coûts de démarrage des usines.

En ce qui concerne la répartition géographique, le rendement relatif a bénéficié de la surpondération de l'Amérique latine et du Japon, et de la sous-pondération des marchés asiatiques développés hors Japon et du Canada. Les facteurs positifs ont été partiellement neutralisés par la faiblesse de la sélection des titres des marchés asiatiques émergents.

La pondération du secteur de la santé a été étoffée par l'acquisition de nouvelles participations et le relèvement de la pondération des titres en portefeuille. La pondération du secteur de la consommation discrétionnaire du fonds a également été relevée pendant le trimestre. Ces gains ont été contrebalancés pour l'essentiel par des pertes dans les secteurs de la finance et des matériaux. Le positionnement géographique a été essentiellement inchangé au cours de cette période. Les surpondérations de l'Europe et du Royaume-Uni ont été maintenues, tout comme les sous-pondérations des marchés asiatiques développés hors Japon et des marchés asiatiques émergents.

COMMENTAIRE – PORTEFEUILLE ÉQUILIBRÉ ET DE DIVIDENDES

Le Fonds de croissance et de revenu GBC, un fonds équilibré de Pembroke, a obtenu des rendements négatifs au premier trimestre de 2018; ces résultats ont été attribuables aux baisses du volet actions du portefeuille, qui détient les mêmes participations que celles du Fonds de dividendes et de croissance de Pembroke. Le volet revenu fixe du fonds, représenté par le Fonds d'obligations canadien GBC, a dégagé un rendement légèrement positif au premier trimestre, dans un contexte défavorable aux investisseurs en titres à revenu fixe.

Deux titres en particulier ont nui au rendement au premier trimestre de 2018.

L'action de **Collectors Universe** (« CLCT »), un fournisseur de premier plan de services d'authentification et d'expertise par des tiers de pièces de

collection de grande valeur telles que des pièces de monnaie et des cartes à échanger, a chuté en janvier. CLCT a publié des résultats trimestriels décevants, attribuables aux faibles volumes d'expertise numismatique qui ont nui à la rentabilité générale et à la génération des flux de trésorerie, et a mené à la diminution du ratio de distribution des dividendes par la direction de la société. Comme CLCT n'a pas de dette nette et dégage des rendements des capitaux investis et des flux de trésorerie disponibles substantiels, l'affectation actuelle des fonds propres aux dividendes est prudente.

L'action de **Lucara Diamond** (« LUC »), propriétaire et exploitant de la mine de diamants Karowe au Botswana, a été faible au premier trimestre, LUC ayant annoncé la nomination d'un nouveau chef de la direction et un investissement dans une entreprise spécialisée dans la technologie des chaînes d'approvisionnement afin de rationaliser et de numériser le processus de vente de diamants bruts. Bien que Lucara présente un bilan exemplaire, génère des flux de trésorerie robustes et dispose d'une feuille de route stable en matière de versement des dividendes périodiques et exceptionnels, les changements au sein de la haute direction et l'incursion de LUC dans une nouvelle gamme suscitent la prudence des marchés.

Au premier trimestre, deux actions en particulier ont contribué au rendement du mandat de dividendes de Pembroke.

L'action de **Pollard Banknote** (« PBL »), un fournisseur de services de billetterie instantanée et de services connexes dans le domaine des loteries, a dégagé un rendement soutenu au premier trimestre, propulsée par des gains de part de marché et des opérations de fusion et d'acquisition opportunistes. La société récolte les fruits des investissements qu'elle a effectués dans le passé pour stimuler sa capacité de production, et augmente ses marges au fur et à mesure de la mise en service des nouvelles installations. Une récente émission d'actions permettra à Pollard de saisir d'autres occasions d'acquisition.

L'action de **Morneau Shepell** (« MSI »), un fournisseur de services de consultation et d'impartition dans le domaine des ressources humaines, a

inscrit un bon rendement au premier trimestre. Les activités de Morneau sont récurrentes et nécessitent peu de capital, de sorte que la direction a la latitude d'affecter des ressources à des stratégies de croissance interne et par voie d'acquisitions et, parallèlement, de verser des dividendes substantiels. Cet élan récent a été impulsé par des initiatives visant l'expansion de la société sur le marché américain; ces initiatives portent maintenant ses fruits et stimulent une remarquable croissance des revenus.

Le revenu de ce fonds équilibré provient de dividendes et d'intérêts. Le volet actions présente actuellement un rendement brut annualisé de 3,5 %, alors que le volet revenu fixe est essentiellement investi dans des titres notés A+ qui, en moyenne, offrent un rendement collectif à l'échéance de 2,8 % et une duration en portefeuille corrigée de 4,7 ans. La composition de l'actif des mandats équilibrés de Pembroke n'a pas beaucoup changé au cours de l'année, environ 30 % des titres en portefeuille ayant été investis dans des titres à revenu fixe au 31 mars 2018.

COMMENTAIRE – REVENU FIXE

Au cours du trimestre, les marchés obligataires se sont ressentis de la hausse des taux d'intérêt, des inquiétudes provoquées par les droits douaniers et de la vente massive d'actions du secteur de la technologie, déclenchée par Facebook. La Réserve fédérale des États-Unis a de nouveau haussé ses taux d'intérêt, invoquant la fermeté du marché du travail et la croissance économique modérée. La Réserve fédérale veut de toute évidence relever les taux compte tenu, notamment, de la forte

stimulation des baisses d'impôt aux États-Unis. La Banque du Canada a emboîté le pas à son homologue américain en relevant les taux en janvier, mais semble maintenant plus prudente quant à d'autres relèvements. Les rendements des marchés obligataires ont, par conséquent, été négatifs au début du trimestre, mais se sont quelque peu stabilisés en mars, de sorte que l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada a inscrit un rendement légèrement positif. Les obligations d'État ont modérément surclassé les obligations de sociétés en raison de l'élargissement des écarts de taux, en particulier des émissions de titres de qualité. Des émissions d'obligations de sociétés très importantes ont contribué à l'augmentation des écarts de taux observée pendant le trimestre. Les nouvelles émissions ont totalisé plus de 15 milliards de dollars en mars, ce qui en fait le troisième mois le plus actif dans les annales. Les émetteurs d'obligations de sociétés tentent manifestement de verrouiller les faibles taux de rendement.

Le Fonds d'obligations canadien GBC a dégagé un rendement positif au cours du trimestre, déclassant son indice de référence, l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada. À la fin du trimestre, près d'un quart du Fonds était investi dans des billets à taux flottant, et le Fonds d'obligations canadien GBC reste en position favorable si les taux continuent d'augmenter en 2018. Canso Investment Counsel estime encore que cette position est prudente, car les investisseurs ne sont pas adéquatement rémunérés pour le risque de duration auquel les exposent les taux de rendement des obligations d'État à long terme, dont le niveau s'établit à 2,3 %.

Déjeuner-causerie avec James Furey, stratège, petites capitalisations aux États-Unis

Stratège de renom spécialisé dans les sociétés à faible capitalisation, Jim Furey a pris part à un déjeuner-causerie organisé par Pembroke le mois dernier pour parler du marché des sociétés américaines à faible capitalisation. Jim Furey analyse, entre autres tendances, la manière dont les décideurs réagissent aux défis économiques : leurs politiques sont-elles haussières ou baissières du point de vue des actifs financiers? Furey soutient qu'elles ont une incidence baissière depuis dix ans et que cette tendance se poursuit. Voici un résumé de ses propos.

James Furey s'attend à une tendance haussière des actions américaines à faible capitalisation. Quatre facteurs dictent sa ligne de conduite.

Les politiques de l'administration Trump visent à promouvoir la croissance économique. Comme les décideurs accordent la priorité aux emplois, à la déréglementation et à l'économie, la demande refoulée des consommateurs est libérée et fera croître les bénéfices. L'administration américaine a adopté une réforme de la fiscalité à grande échelle qui devrait se traduire par un bond de 15 % des bénéfices des sociétés. Le taux de participation au marché du travail est encore bas de sorte que le potentiel de création d'emplois est bon.

La politique budgétaire et la politique monétaire appuieront une forte croissance économique. Le maintien de la politique monétaire souple s'accompagne maintenant d'une politique budgétaire conciliante. Les dirigeants des banques centrales gèrent le dollar américain à la baisse, les États-Unis étant en mode de normalisation des taux; en Chine, l'évolution du renminbi est liée à celle du dollar. L'affaiblissement du dollar et la hausse graduelle des taux d'intérêt créent un climat de prise de risques à l'échelle mondiale. L'injection d'environ 300 milliards de dollars sous forme de mesures de relance est planifiée et, compte tenu de ces mesures de stimulation additionnelles, l'économie devrait continuer de connaître une croissance énergique. Le facteur économique le plus important à suivre est le taux d'inflation (qui se situe actuellement entre 1 et 3 %). L'inflation est appelée à augmenter et les décideurs ne peuvent pas brider les prestations sociales et les dépenses. Malgré leur trajectoire et leur tendance, les taux d'inflation actuels ne font que se rapprocher des fourchettes cibles, dont l'atteinte devrait passer par des relèvements des taux d'intérêt constants et progressifs, plutôt que par des hausses soudaines ou brutales.

Les actions à faible capitalisation affichent historiquement une bonne tenue dans des conditions économiques saines, caractérisées par des hausses de taux, comme celles que nous connaissons aujourd'hui. Certains des meilleurs rendements des titres à faible capitalisation ont été enregistrés en période de hausse des taux (entre 1949 et 1979). La remontée des taux d'intérêt pourrait cependant créer un marché obligataire baissier et, dans la conjoncture qui se profile, une gestion active et les titres à faible capitalisation sont appelés à être gagnants. Dans ce contexte de hausse des taux d'intérêt, les conditions devraient rester favorables aux actions jusqu'à ce que les taux atteignent la barre de 4 à 4,5 %. Jim Furey estime que le taux réel peut encore augmenter sensiblement avant de commencer à avoir une incidence négative sur l'économie.

Les évaluations semblent élevées, mais elles deviendront modérées en raison de l'accélération de la forte croissance des bénéfices. Les conditions sont propices à une accélération rapide des bénéfices. Les marges bénéficiaires nettes des sociétés rentables, prises collectivement, avoisinent des sommets sans précédent, mais cette réalité est quelque peu dénaturée par la prise en considération des banques et des autres institutions financières. Abstraction faite de ces deux composantes, les marges bénéficiaires nettes se situent encore proches des niveaux enregistrés en période de récession. Les bénéfices des sociétés ont été essentiellement stationnaires au fil des années, car les dépenses d'investissement ont été faibles et ont freiné la productivité. En plus d'être sous-évalué, le dénominateur du ratio cours/bénéfice de l'indice est faussé par la prise en compte de nombreuses sociétés déficitaires (environ 32 % des sociétés comprises dans l'indice le sont). Selon Jim Furey, l'accélération de la croissance des bénéfices rendra l'indice abordable aux yeux des investisseurs.

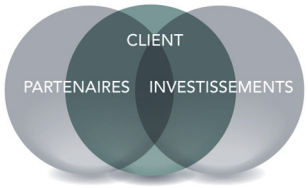
Que nous soyons dans la neuvième année d'un marché haussier qui a commencé en 2009 ou à une étape plus précoce d'un marché haussier dont le début a été plus tardif, un portefeuille de premier ordre représente une protection très efficace contre la faiblesse des marchés. Pour en savoir plus au sujet des possibilités de placement ou pour discuter de la répartition de votre actif, n'hésitez pas à communiquer avec votre représentant de Pembroke.

-- James Furey est associé directeur et stratège en chef des placements chez Furey Research Partners.

Nouvelles de la Firme : Pembroke grandit – Faites connaissance avec Dominic Costantini

Lorsqu'ils parlent de Dominic Costantini, ses anciens clients et collègues font l'éloge de son écoute, c'est-à-dire de sa capacité de capter à la fois ce qui est dit et le non-dit. C'est peut-être la raison pour laquelle ses 20 ans de carrière dans la finance et les placements, auprès de gestionnaires de patrimoine, de caisses de retraite et de fondations, ont été aussi gratifiants. Dominic met son approche au service de l'équipe de Pembroke dans son nouveau poste de premier vice-président – développement des affaires, qu'il occupe depuis le 12 mars 2018. Dominic est titulaire d'une maîtrise en administration des affaires de l'Université Western, est diplômé de l'Université McGill à Montréal et est membre du conseil d'administration de la Fondation de l'Hôpital général de Montréal, dont il préside le comité des placements.

La firme



Alignement des intérêts

Gestion Pembroke ltée a été fondée en 1968 et est établie à Montréal. La philosophie d'affaires et d'investissement de Pembroke se fonde sur le concept de propriété. Les propriétaires font ce qui est dans l'intérêt à long terme de leurs clients et parties prenantes afin de maximiser leur propre patrimoine. C'est pourquoi Pembroke soutient le plus souvent des équipes de direction qui détiennent des participations importantes dans les sociétés qu'elles gèrent ou qui représentent une partie importante de leur patrimoine individuel. De plus, Pembroke s'efforce de ne pas prendre de risques inutiles dans ses portefeuilles parce que ses associés sont d'importants investisseurs dans les fonds de la firme. Cette approche donne lieu à une formidable concordance d'intérêts.

Pembroke est inscrite au registre des conseillers en placement au Québec, en Ontario, en Colombie-Britannique, en Alberta, au Manitoba, aux États-Unis, au Danemark et en Irlande. La firme gère des portefeuilles distincts pour des clients institutionnels et des particuliers fortunés. Gestion privée de placement Pembroke est une filiale de Gestion Pembroke active dans la gestion et le courtage de fonds communs pour la famille de fonds communs GBC et la famille de fonds de placement collectif Pembroke.

CONTACT - GESTION PRIVÉE PEMBROKE

Pour de plus amples renseignements sur Gestion privée de placement Pembroke, communiquez avec nous par téléphone à Montréal au numéro 514 848-0716 ou 800 667-0716, ou à Toronto au numéro 416 366-2550 ou 800 668-7383, ou consultez notre site Web à l'adresse **www.pml.ca**.

MISE EN GARDE

Le but du document *Point de vue* de Pembroke est d'offrir une compréhension éclairée de notre philosophie d'investissement, de notre stratégie en cours et de la façon dont nous gérons nos portefeuilles. *Point de vue* de Pembroke ne vise pas à donner des informations spécifiques sur notre firme et sur ses activités. Les valeurs mobilières individuelles dans ce rapport ne sont mentionnées qu'à titre d'information. Les positions détenues peuvent changer à tout moment. Les informations factuelles proviennent de sources que nous croyons fiables, mais leur exactitude, leur intégralité ou leur interprétation ne peuvent être garanties. Les informations et opinions exprimées sont celles de Gestion Pembroke. Les informations sont à jour à la date qui paraît sur ce document et sujettes à changement sans préavis. Cette information ne constitue pas un conseil en placement ni une recommandation concernant les titres mentionnés et ne doit pas être interprétée comme telle ni ne constitue une offre de valeurs mobilières ni une offre de quelque nature que ce soit. Cette version de *Point de vue* Pembroke a été préparée à l'intention des investisseurs non admissibles.

Mai 2018