

Perspectives de Pembroke

Stratégies d'actions américaines – Analyse du portefeuille

Le 12 avril 2020

Stratégies de croissance américaine – Analyse du portefeuille au T1

Après un début d'année vigoureux, le marché a enregistré un revers marqué lorsque les investisseurs ont fui les actions en plein cœur de la crise économique causée par la COVID-19. Dans ce contexte, les petites capitalisations moins liquides ont reculé davantage que les plus grandes capitalisations. L'indice Russell 2000 a fléchi (30,6 %) au premier trimestre de 2020 – le pire rendement trimestriel absolu de son histoire – et a obtenu un rendement inférieur de 11 % à celui du S&P 500. En fait, le rendement sur 52 semaines de l'indice Russell 2000 par rapport à celui de l'indice S&P 500 a atteint son plus bas niveau depuis 1999. Selon Pembroke, dans bien des cas, la baisse relativement plus importante des petites capitalisations reflète une plus faible liquidité plutôt qu'un risque plus élevé; phénomène typique lors des récessions. Heureusement, dans le passé, ces petites capitalisations réalisaient des gains supérieurs dès la reprise de l'économie. Jim Furey, le stratège en petites capitalisations, souligne qu'à la suite des vingt pires trimestres de l'histoire du Russell 2000 (avant le premier trimestre de 2020), les rendements de l'année suivante se chiffraient en moyenne à 24 %, étaient positifs à 84 % du temps et surpassaient la performance des grandes capitalisations à 79 %. Nous ne saurons que l'an prochain si cette tendance continue, mais les données historiques appuient notre vision selon laquelle ce ralentissement offrira une occasion aux investisseurs à long terme qui font preuve de patience.

Au premier trimestre de 2020, les portefeuilles d'actions américaines de Pembroke ont surpassé le Russell 2000 mais, en raison de la gravité du repli, les gains relatifs donnaient un goût de victoire à la Pyrrhus. Même si l'accent mis sur la vigueur des bilans et la croissance à long terme a contribué à nos résultats relatifs, les activités sous-jacentes de certaines entreprises de croissance résilientes ont été fortement affectées par le caractère unique de ce ralentissement.

Par exemple, les entreprises qui sous-traitent des activités, dont certaines offrent des flux de trésorerie élevés et des revenus continuels et qui aident même leurs clients à réduire leurs coûts durant les récessions, ont dû déplacer leurs effectifs (se chiffrant à des dizaines de milliers) en mode télétravail, ce qui a eu pour effet d'entraîner d'importantes perturbations à court terme. Ce n'est qu'un exemple pour illustrer le caractère unique de cette crise-. Cependant, lorsque les effectifs commenceront à retourner au travail partout dans le monde et que l'économie s'accélénera, nous nous attendons quand même à ce que les entreprises dotées de positions concurrentielles bien établies, de solides bilans et de grands débouchés commerciaux surpassent les entreprises qui ont entamé ce ralentissement dans une position plus affaiblie. Nous cherchons actuellement à repérer les secteurs vigoureux au sein du portefeuille et à concentrer le capital des clients sur ces occasions. Nous avons récemment décidé d'élargir notre limite sectorielle de 30 % à 35 %, afin d'allouer une plus grande liberté à notre équipe d'investissement pour qu'elle attribue des fonds dans des secteurs comme les technologies de l'information qui offrent les profils de risque-rendement les plus attrayants et répondent à nos normes sur le plan de la solidité et de la croissance du bilan.

Deux titres ont grandement favorisé le rendement durant le trimestre :

L'action du fournisseur de soins de santé à domicile et de soins de fin de vie **Amedysis** (« AMED ») a grimpé au premier trimestre de 2020 lorsque les investisseurs ont ciblé la nature non cyclique de la demande et les avantages de maintenir les patients ailleurs que dans les hôpitaux. L'entreprise bénéficie également de la loi favorable sur l'établissement des prix adoptée par le gouvernement américain en 2019 qui empêche d'exercer une pression sur la rentabilité et qui préoccupait les investisseurs. De plus, la direction d'Amedysis dispose d'une solide feuille de route pour la consolidation des plus petits concurrents, et les complexités de cette loi nouvellement adoptée pourraient forcer plusieurs de ces petits joueurs à envisager leur vente avec des modalités favorables aux plus grandes entreprises, comme Amedysis. Bien sûr, la tragédie de la COVID-19 met en lumière les avantages que procure le maintien des patients à domicile, ce qui devrait stimuler la croissance à long terme sur les marchés finaux d'Amedysis.

L'action du nouveau titre **Five9** (« FIVN ») s'est légèrement appréciée depuis son achat par Pembroke. L'entreprise fournit un logiciel infonuagique de service à la clientèle, qui comprend les rapports en temps réel, l'enregistrement, le contrôle de la qualité, la gestion de l'effectif et la gestion des relations avec la clientèle. Pendant que la COVID-19 ravage l'économie mondiale, les entreprises partout dans le monde investissent dans leurs centres de service à la clientèle pour garder le contact avec leurs clients et protéger leurs marques. Five9 constate dans certains cas une croissance de la demande pour les implémentations accélérées. À plus long terme, l'entreprise s'est positionnée comme un chef de file au point de vue technologique dans ce secteur, reprenant des parts de ses plus grands concurrents. La direction est déterminée à réaliser une croissance rapide de ses revenus et une importante expansion de sa marge bénéficiaire; et, elle a démontré qu'elle pouvait y arriver. L'équipe d'investissement de Pembroke a suivi l'entreprise pendant des années et est de plus en plus impressionnée par le leadership de Five9, ses produits et son exécution.

Deux titres ont grandement nui au rendement durant le trimestre :

Le titre de **Franklin Covey** (« FC »), une société que nous détenons depuis longtemps, a reculé au premier trimestre de 2020 quand les investisseurs se sont inquiétés de la durabilité de la croissance de l'entreprise advenant une grave récession. Le titre n'est pas particulièrement liquide non plus, en raison de la part élevée d'actions détenues par des dirigeants de l'entreprise et une base d'actionnaires stable. L'urgence qu'ont dû ressentir les autres actionnaires pour vendre leurs parts a probablement exercé une pression indue sur le titre. FC offre de la formation et des services de consultation organisationnelle aux hauts dirigeants partout dans le monde. Au cours des dernières années, l'entreprise a déplacé une bonne part de ses revenus dans un modèle d'abonnement récurrent. Les répercussions comptables de cette transition masquaient la véritable rentabilité de l'entreprise, mais FC génère désormais à la fois une croissance, une expansion de sa marge bénéficiaire et des flux de trésorerie disponibles. Les récents résultats de l'entreprise, publiés juste après la fin du trimestre, indiquaient l'atteinte de ses objectifs, avec une croissance de 28 % des revenus d'abonnement depuis l'an dernier. Même si certains de ses clients seront affectés par la pandémie de la COVID-19 et que la croissance des revenus à court terme sera plus faible que prévu, les possibilités à long terme d'obtenir de nouveaux mandats,

de développer les comptes existants et de lancer de nouvelles offres demeurent inchangées. Pembroke a tiré profit des récentes faiblesses du marché pour améliorer sa position.

L'action de **Woodward** (« WWD »), qui vend des systèmes de contrôle d'énergie à l'industrie aérospatiale et des composants de propulsion pour les systèmes motorisés industriels, a fléchi de 50 % au premier trimestre, comparativement à la baisse de 31 % de l'indice Russell 2000. WWD a sous-performé puisque les craintes inspirées par la COVID-19 et la baisse de la demande ont eu des répercussions sur les marchés aériens et aérospatiaux en général. Les faibles résultats de Woodward sont particulièrement attribuables à l'annonce qu'elle avait faite de son intention de fusionner avec Hexcel, une entreprise qui aurait doublé son exposition au secteur aérospatial. Après la fin du premier trimestre, Woodward et Hexcel ont annoncé d'un commun accord la résiliation de cette transaction, ce qui permettra de mieux positionner l'entreprise pour la reprise. Son exposition est maintenant davantage concentrée dans les segments plus sains du marché aérospatial, et les avantages de la diversification au sein de son segment d'activités industrielles sont plus prononcés. Nous maintenons notre position dans cette entreprise compte tenu de son potentiel de croissance à long terme, de ses importantes positions sur le marché, de sa technologie distinctive et de sa valorisation actuelle très favorable. Même si toutes les dettes sont des dettes de trop pour traverser un choc sismique comme celui provoqué par la COVID 19, WWD dispose d'une liquidité abondante, des engagements raisonnables et d'aucune échéance avant 2024.

Durant le premier trimestre terminé le 31 mars 2020, le Fonds concentré Pembroke était toujours un fonds de placement collectif, qui bénéficiait d'une dispense de prospectus et qui était offert uniquement aux investisseurs désignés comme « investisseurs accrédités » au sens des lois sur les valeurs mobilières. Puis, au début d'avril 2020, le Fonds concentré Pembroke a été converti en fonds communs. Ce changement permet désormais aux investisseurs non accrédités d'y avoir accès.

Stratégie de croissance concentrée – Analyse du portefeuille au T1

Le **Fonds concentré Pembroke** a reculé de 20,1 % durant le trimestre, surpassant son indice de référence, le Russell 2000, qui a reculé de 24,2 % au cours de la même période. Compte tenu de la chute marquée de l'indice, le rendement excédentaire de plus de 4 % – avec seulement 17 titres – est une preuve de la discipline stricte de la stratégie du fonds concentré et de son accent mis uniquement sur les entreprises de croissance de qualité supérieure. Depuis sa création, le 31 janvier 2018, le Fonds s'est apprécié de 2,79 %, alors que l'indice Russell 2000 a reculé de 6,1 %, soit un rendement excédentaire de 8,9 %.

La principale source de rendement excédentaire durant le trimestre provenait de la surpondération du Fonds dans les technologies de l'information – soit huit des dix-sept entreprises du Fonds à la fin du trimestre et près de la moitié de la pondération du Fonds. Le Fonds a aussi surpassé l'indice grâce à la performance des soins de santé. Ensemble, les technologies de l'information et les soins de santé représentaient plus de 70 % de la pondération du Fonds à la fin du trimestre. Le reste du Fonds était réparti dans trois entreprises de consommation discrétionnaire et trois autres de produits industriels. L'absence de titres en énergie et dans les matières a aussi contribué au rendement positif relatif. Environ 88 % du Fonds était investi aux États-Unis à la fin du trimestre et 12 %, au Canada.

Deux titres ont grandement favorisé le rendement durant le trimestre :

L'action de **MongoDB Inc** (« MDB US ») a progressé durant le trimestre. L'entreprise, une plateforme de données à usage général comptant des milliers de clients dans plus de 100 pays, a annoncé un quatrième trimestre solide et une croissance de son revenu pour l'ensemble de l'exercice dans ses divisions de services et d'abonnements. L'entreprise est positionnée en vue d'une transition majeure du marché des bases de données vers l'infonuagique au cours des dix prochaines années.

L'action de **Kinaxis** (« KXS CN »), un fournisseur infonuagique de logiciel de planification simultanée de la chaîne d'approvisionnement basé à Ottawa, a grimpé durant le trimestre. Compte tenu de l'éclosion du coronavirus, les investisseurs ont apprécié 1) la valeur qu'offre la plateforme RapidResponse (le produit phare de Kinaxis) à sa clientèle – principalement composée de grandes entreprises mondiales dotées de chaînes d'approvisionnement complexes,

2) sa capacité à continuer de croître de façon rentable grâce à son carnet de commandes bien garni, et 3) son bilan très sain. Au cours des prochains trimestres, il est raisonnable de croire que certains clients retarderont l'installation de leurs solutions KXS pour se pencher d'abord sur les défis plus pressants de leur entreprise, mais la direction estime que la COVID-19 aura eu des résultats nets positifs pour les produits de Kinaxis à plus long terme puisqu'elle aura permis aux entreprises de réaliser l'importance de la planification simultanée pour remédier aux interruptions de la chaîne d'approvisionnement. Par ailleurs, Pembroke peut consentir au ralentissement temporaire du calendrier d'implémentation de Kinaxis, puisque les résultats de l'entreprise en 2020 n'affecteront pas de façon importante sa valeur intrinsèque.

Deux titres ont grandement nui au rendement durant le trimestre :

L'action de **BRP** (« DOO CN »), un fabricant, distributeur et marchand d'équipements de sports motorisés, de véhicules récréatifs et d'embarcations marines à l'échelle mondiale, a fortement reculé au premier trimestre en raison des efforts de confinement qui ont entraîné une hausse du taux de chômage, une chute drastique du revenu disponible et des perspectives affaiblies du côté des dépenses de consommation discrétionnaire. Malgré les résultats prometteurs du quatrième trimestre et la forte demande au premier trimestre avant le début de la crise, les vents contraires à court terme, soufflés par la COVID-19, ont enrayé ces tendances. L'entreprise a entamé rapidement des mesures de préservation du capital en réponse à la crise, y compris la fermeture d'établissements de production, la diminution de coûts fixes, la réduction de dépenses en capital et des prélèvements sur ses facilités de crédit renouvelables. Grâce aux échéances de ses emprunts qui ont été prolongées jusqu'en 2027 et à ses clauses restrictives flexibles, nous prévoyons que BRP pourra faire face au ralentissement et en sortir avec une position concurrentielle plus avantageuse.

L'action d'**Euronet Worldwide** (« EEFT US ») a baissé durant le trimestre. L'entreprise fournit des solutions de transactions financières électroniques sécurisées (transferts électroniques de fonds), dont un réseau mondial de paiements pour du crédit prépayé, une division mondiale de transferts d'argent et un réseau international indépendant de guichets automatiques. Comptant des clients dans près de 170 pays, Euronet Worldwide a annoncé que les mesures mondiales de

restriction des déplacements avaient entraîné une baisse des transactions dans certains secteurs (les transactions internationales de la division des transferts électroniques de fonds) et une hausse dans d'autres secteurs (le segment des transferts d'argent). Les retombées sur les paiements électroniques ont jusqu'à maintenant été combinées avec les effets négatifs des régions dans lesquelles les populations sont soumises aux mesures de confinement et avec les effets positifs de l'utilisation accrue des appareils mobiles, de l'écoute en continu et du jeu. L'entreprise a annoncé prudemment en mars que les résultats du premier trimestre ne pouvaient être estimés raisonnablement, et a retiré ses commentaires du premier trimestre publiés précédemment.

Pour en savoir plus sur la façon dont l'équipe de gestion de portefeuille a traversé cette période turbulente, nous vous invitons à écouter l'enregistrement de notre [cyberlunch portant sur les capitaux nord-américains](#).

Veuillez noter que les noms des fonds d'actions américaines ont changé pour harmoniser les marques Pembroke et GBC. Tous les fonds se terminent désormais par Pembroke, et le mot « collectif » a été ajouté aux fonds de placement collectif destinés aux investisseurs accrédités. Le Fonds de croissance américain GBC se nomme désormais le Fonds de croissance américain Pembroke. Le Fonds de croissance américain Pembroke se nomme désormais le Fonds collectif de dividendes et de croissance Pembroke. Le nom du Fonds concentré Pembroke a aussi été modifié pour en retirer le déterminant « Le », placé au début.

AVIS DE NON-RESPONSABILITÉ

Le bulletin Perspectives de Pembroke vise à fournir un aperçu de notre philosophie de placement, de notre stratégie actuelle et de la gestion de nos portefeuilles. Il n'est pas destiné à fournir des renseignements précis sur la firme et ses activités. Toute valeur mobilière mentionnée dans le présent bulletin est présentée à titre d'information seulement. Les titres peuvent changer à tout moment. Les renseignements factuels sont issus de sources jugées fiables, mais nous ne pouvons garantir leur exactitude, leur exhaustivité ou leur interprétation. Les informations et les opinions exprimées dans le présent bulletin sont celles de Gestion Pembroke Ltée. Ces informations sont à jour uniquement à la date indiquée dans ce document et peuvent changer sans préavis. Ces informations ne constituent pas et ne doivent pas être interprétées comme des conseils ou des recommandations d'investissement en matière de valeurs mobilières. Elles ne constituent pas non plus une offre de valeurs mobilières ou une offre de quelque nature que ce soit.