

2

La tournée des placements

5 « Tenons-nous-en aux faits »

6

Aperçu du trimestre

19

Dans la communauté

PEMBROKE À 50 ANS

L'année 2018 est marquée par la célébration d'un anniversaire important pour Pembroke. L'entreprise ayant été fondée en 1968, nous fêtons notre 50e anniversaire.

Depuis 50 ans, nous investissons dans des entreprises en croissance et répondons aux besoins en matière d'investissement de nos clients. L'année 2018 est l'occasion de réaffirmer et de célébrer, au-delà du simple passage du temps, nos valeurs fondamentales, la stabilité de notre philosophie de placement et, surtout, tout ce que nous avons accompli pour nos clients.

En tant que société, nous accordons beaucoup d'importance à l'intégrité, l'excellence, l'humilité, la responsabilité et la concordance des intérêts, et nous croyons que la priorité que nous donnons à l'innovation, à la connaissance et à la croissance a été la clé de notre réussite.

Nous avons été témoins d'énormes changements au cours des cinquante dernières années et nous avons investi dans de nombreuses entreprises formidables qui ont créé une grande richesse pour leurs actionnaires. Nous avons également tiré de dures leçons en cours de route. La sagesse acquise chaque année nous a aidés à nous concentrer sur ce qui compte : créer de la richesse pour nos clients à long terme.

Nous tenons à remercier tous nos clients pour votre confiance en Pembroke. Nous avons hâte de célébrer avec vous notre 50e anniversaire tout en poursuivant notre parcours.

À noter à votre agenda! Nous organisons des célébrations spéciales pour notre 50e anniversaire le **27 septembre** à Montréal, le **18 octobre** à Toronto et le **8 novembre** à Vancouver. Vous recevrez des invitations avec tous les détails sous peu.

LA TOURNÉE DES PLACEMENTS

Avez-vous déjà conduit sur une autoroute à côté d'un dix-huit roues? Vous dépassez le camion à une vitesse raisonnable, et, tout à coup, vous vous rendez compte que le camion se dirige vers votre voie. Vous devez décider rapidement s'il faut ralentir ou accélérer pour vous mettre hors de danger. Le chauffeur du camion ne vous voit-il pas? La réponse, en un mot, est non.

En juin, deux des gestionnaires de portefeuille de Pembroke ont passé une journée à Detroit pour rencontrer les membres de la direction de **Stoneridge Inc.** (« SRI »), un fournisseur de pièces d'automobiles et de camions. Les deux heures que nous avons passées avec le chef de la direction et le directeur financier ont été suivies d'un essai routier dans un gros camion de classe 8, afin de faire l'expérience des avantages de la technologie de caméra récemment lancée par l'entreprise.



**Andrew Garschagen et
Matthew Beckerleg, Gestionnaires de portefeuille**

Fondée en 1965, l'entreprise Stoneridge est un concepteur et fabricant mondial de composants et de systèmes hautement sophistiqués pour les marchés des véhicules commerciaux, automobiles, hors-route et agricoles. Les produits de l'entreprise sont des éléments essentiels à la gestion des systèmes mécaniques et électriques qui permettent d'améliorer le rendement global des véhicules, la convivialité et la surveillance dans les domaines du contrôle des émissions, de l'efficacité énergétique, de la sûreté et de la sécurité. Bien que l'entreprise dispose d'une gamme impressionnante de produits, ce sont les possibilités offertes par les caméras pour camions commerciaux qui ont retenu notre attention chez Pembroke.

Leur nouvelle technologie de caméra offre trois avantages essentiels. Le premier, et le plus important, est le renforcement de la sécurité des conducteurs de camions et des autres conducteurs. Les caméras permettent d'avoir une vue claire et en temps réel de tout obstacle ou véhicule situé dans ce qui serait, autrement, un angle mort très important. Deuxièmement, les caméras permettent au conducteur de manœuvrer le véhicule avec une plus grande facilité pour faire marche arrière ou des virages serrés. Combien de fois vous êtes-vous retrouvé bloqué dans une rue parce qu'un gros camion tentait de

s'engager dans une ruelle à reculons? En outre, les caméras rendent superflus les grands rétroviseurs extérieurs, qui produisent une résistance importante, augmentant ainsi la consommation de carburant. Utiliser la caméra de Stoneridge réduit la consommation de carburant des camions d'environ 2,5 %. Les clients peuvent donc affirmer que le coût de ces appareils s'amortit avec le temps.

Cette année, Stoneridge a conquis son premier gros client équipementier. Les conducteurs de camions et les équipementiers en apprennent davantage sur l'offre de caméras, et l'intérêt des autres clients potentiels ne cesse de croître. Pembroke s'attend à ce que le marché des caméras génère, à long terme, un bénéfice par action annuel de 1 \$ à 2 \$ pour Stoneridge, ce qui est significatif lorsqu'on considère le bénéfice par action actuel, qui est de 2 \$. L'entreprise a une avance technologique considérable sur la concurrence – ses caméras sont



durables, ne présentent aucune latence et fonctionnent efficacement de jour comme de nuit. Nous remarquons également que, sur le marché des véhicules commerciaux, les clients ont tendance à prendre des décisions à long terme en ce qui concerne les fournisseurs de pièces, car les changements de modèle ne sont pas aussi fréquents que pour les voitures et les camions destinés aux particuliers. Par conséquent, les clients que SRI gagne aujourd'hui représentent des possibilités de revenus et de profits à long terme. Nous nous attendons à ce que de nouveaux contrats entraînent une accélération de la croissance des revenus et des bénéfices, ainsi qu'un intérêt accru des investisseurs pour Stoneridge.

Sur le plan de l'investissement, Stoneridge répond aux critères de qualité, de croissance et de convergence de Pembroke. Notre entrevue avec le chef de la direction et le directeur financier nous a convaincus que ces derniers consacrent autant de temps à évaluer l'affectation des capitaux qu'à inciter leurs équipes d'ingénieurs à mettre au point des produits novateurs et emballants. La société est résolument en mode croissance,

et pourrait croître à un taux de deux à trois fois supérieur à celui du marché au moins pendant les prochaines années. Ses revenus nouvellement obtenus sont plus élevés que les revenus antérieurs; par conséquent, nous nous attendons à ce que ses marges d'exploitation augmentent d'environ 100 points de base par an. La société est bien capitalisée, génère des flux de trésorerie disponibles importants et détient une gamme de produits diversifiés. Enfin, la société Stoneridge conserve une valeur très raisonnable au chapitre des paramètres conventionnels. La société a connu un ralentissement de croissance sous la direction antérieure et n'a pas attiré l'attention des analystes, ni celle de la communauté financière. Cette situation est en train de changer et Pembroke a fait de Stoneridge un placement important, ce qui témoigne de nos convictions quant à son profil risque-rémunération à long terme.

« 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

30 juin 2018

Société	Variation du cours au T2 (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	5%	24%	5%	19%	103%
Badger Daylighting	17%	14%	39%	12%	19%
The Descartes Systems	20%	18%	30%	10%	15%
Tamarack Valley Energy	61%	43%	45%	9%	12%
Canadian Western Bank	-12%	19%	15%	10%	10%
Moyenne	18%	24%	27%	12%	32%

Les cinq principales positions américaines

30 juin 2018

Société	Variation du cours au T2 (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
Carbonite	39%	28%	70%	12%	15%
HMS Holdings	28%	10%	7%	7%	8%
Pure Storage	51%	33%	s.o.	26%	71%
Stoneridge	54%	6%	19%	4%	7%
National General Holdings	34%	0%	108%	12%	14%
Moyenne	41%	16%	51%	12%	23%

Source : Consensus et estimations de Pembroke

APERÇU DU TRIMESTRE

INTRODUCTION

Les marchés des actions nord-américains ont grimpé au deuxième trimestre de 2018. Grâce à la réforme fiscale et à la déréglementation aux États-Unis, les conditions commerciales demeurent favorables et la croissance économique est robuste. Les taux de chômage tendent vers des niveaux historiquement bas, ce qui se traduit par des niveaux élevés de confiance chez les consommateurs. En tant que gestionnaires de portefeuille, nous constatons que la confiance des consommateurs se manifeste dans les résultats des entreprises – en particulier sous la forme d’achats importants, par exemple de véhicules récréatifs et d’automobiles. La confiance des entreprises est attestée par un fort dynamisme dans les dépenses et les embauches dans le secteur des technologies, qui se traduit par une forte croissance pour de nombreux titres de Pembroke.

Sur un plan général, nous constatons que les petites entreprises profitent davantage que les grandes multinationales de la nouvelle loi fiscale américaine et de la vigueur du dollar américain. Bon nombre des placements canadiens de notre firme tirent d’importants revenus des États-Unis, ce qui fait grimper leur rentabilité et le cours des actions. Dans cette conjoncture, Pembroke trouve de nouvelles occasions d’investissement, bénéficiant de puissants leviers de croissance favorables dans des secteurs comme les soins de santé, l’automobile et les logiciels.

Les craintes concernant l’évaluation s’accroissent, mais les investisseurs doivent se rappeler qu’il s’agit d’un « marché des titres », ce qui signifie que les indices boursiers peuvent augmenter en raison de quelques secteurs ou d’acteurs importants sans que cela n’entraîne pour autant une surévaluation de toutes les entreprises ou de tous les secteurs. L’équipe des placements repère les entreprises en croissance qui sont sous-estimées dans des domaines allant de l’aérospatial aux services financiers. L’examen rigoureux que fait Pembroke de l’évaluation de la solidité du bilan et de la qualité des bénéfices demeure néanmoins primordial en cette neuvième année d’expansion économique.

Dans l’ensemble, nous sommes optimistes, mais nous ne perdons pas de vue les risques. La menace croissante d’une guerre commerciale mondiale, par exemple, est une préoccupation importante. La hausse des taux d’intérêt, et son effet éventuel sur la croissance mondiale et les

évaluations des actions, est également un facteur important à considérer. Et comment Pembroke compose-t-elle avec ces risques? La réponse réside dans une gestion de portefeuille disciplinée. Pour ce qui est des risques associés à une guerre commerciale, les portefeuilles de Pembroke se composent généralement de sociétés visant les marchés finaux nord-américains plutôt que la croissance mondiale.



Néanmoins, il est vrai que certains risques apparaissent. Par exemple, le secteur de l'automobile est confronté à la possibilité que l'administration Trump prenne des mesures concernant l'augmentation des tarifs douaniers. Les mandats canadiens de Pembroke ne sont pas directement exposés au secteur de l'automobile. La société détenait trois placements dans ce secteur, aux États-Unis. Bien qu'ils aient tous les trois contribué positivement à notre rendement en 2018, lorsque l'équipe des placements a décidé d'accroître sa participation dans l'un

de ces titres, elle a financé cet achat en vendant sa participation dans l'un des autres fournisseurs automobiles. Les gestionnaires de portefeuille ont décidé de se prémunir contre une exposition excessive à un secteur confronté à d'importantes incertitudes. Les deux autres fournisseurs automobiles dans les portefeuilles de Pembroke sont bien capitalisés, sont raisonnablement évalués et bénéficient de vigoureux cycles de produits.

Qu'en est-il de la hausse des taux d'intérêt dans le contexte d'une économie forte? La première façon pour nous de bien gérer les risques est de veiller à ce que notre portefeuille soit bien financé. Pour les entreprises endettées, la hausse des taux d'intérêt peut entraîner une hausse du coût du capital, ce qui peut nuire à leur capacité de réaliser leurs plans de croissance et réduire le rendement du capital investi. L'équipe examine constamment chaque position comportant une dette importante et surveille de près l'exposition de chaque portefeuille à la hausse des taux d'intérêt. Par exemple, les portefeuilles d'actions américaines de Pembroke ont un ratio dette nette médiane/BAIIA de 0,8, et seulement 2,9 % du portefeuille sont détenus dans des sociétés ayant un ratio dette/BAIIA supérieur à 3.

L'autre risque lié à la hausse des taux d'intérêt a trait à la compression des évaluations. Au fur et à mesure que les taux augmentent, les investisseurs seront-ils moins disposés à payer pour les rendements qu'offrent les actions? Traditionnellement, au niveau du marché, la réponse est affirmative, bien que certains titres de croissance aient maintenu des évaluations supérieures au niveau du marché au cours des cycles passés. Pembroke aborde ce risque en faisant preuve de la même discipline que pour le risque associé au bilan. L'équipe des placements s'assure que la plupart de ses placements sont actuellement rentables et que le cadre d'évaluation utilisé pour étayer le potentiel de hausse est raisonnable. Dans les rares cas où la firme détient des sociétés non rentables (il s'agit généralement de sociétés qui investissent massivement dans des initiatives de croissance), elle recherche une croissance robuste et durable, des perspectives de rentabilité évidentes, d'importantes possibilités commerciales et un bilan solide. En général, la pondération des participations dans des sociétés présentant ces caractéristiques est maintenue à un niveau inférieur à la moyenne.

Pembroke demeure optimiste. Ses portefeuilles de sociétés de croissance bien capitalisées et orientées vers les actionnaires sont en bonne position pour tirer profit du climat économique actuel. Néanmoins, l'équipe est parfaitement consciente qu'un cycle économique est inévitable et surveille de près les évaluations, les risques de ralentissements cycliques ainsi que les bilans. Comme toujours, Pembroke a une vision à long terme de ses investissements et recommande à ses clients de maintenir un portefeuille de placements diversifié dans les régions géographiques et les catégories d'actif.

COMMENTAIRE – ACTIONS AMÉRICAINES



Les portefeuilles d'actions américains de Pembroke ont connu une hausse importante au deuxième trimestre de 2018 après un premier trimestre tout aussi encourageant. Les fonds de la société ont enregistré un rendement en phase avec l'indice Russell 2000, mais toujours nettement supérieur à l'indice de référence pour l'ensemble de 2018. Au cours des trois derniers mois, les titres dans le secteur de la santé ont été les plus importants facteurs de rendement, suivis par les titres technologiques, qui ont maintenu un solide rendement après un premier trimestre robuste. Les pondérations faibles de la société dans les secteurs de l'énergie, des matériaux et des télécommunications ont chacune légèrement nu au rendement. L'équipe des placements est satisfaite des résultats de la

plupart des participations en 2018 ainsi que des perspectives de croissance qui les accompagnent.

En ce qui concerne les titres qui ont le plus contribué au rendement au deuxième trimestre, deux d'entre eux se sont démarqués.

BioTelemetry (« BEAT »), qui propose des dispositifs et des services de surveillance cardiaque, a généré des revenus et une rentabilité solides au premier trimestre de 2018. L'équipe de direction continue d'intégrer l'acquisition de LifeWatch, en dégagant des synergies de coûts supérieures à nos attentes. De plus, la trajectoire de croissance de BEAT s'est accélérée lorsque la combinaison des équipes de vente des deux sociétés a été complétée. Le lancement de nouveaux produits issus non seulement du segment cardiaque principal de BEAT, mais aussi de sa récente incursion dans le domaine de la surveillance de la glycémie, augure bien pour la croissance à long terme. La société est raisonnablement évaluée compte tenu de sa position de chef de file dans un marché en croissance, de la croissance solide des revenus et de la croissance des marges bénéficiaires.

Après avoir fait l'objet d'une évaluation faible, les actions de **HMS Holdings** (« HMSY »), la troisième position en importance à la fin du deuxième trimestre, ont grimpé après la publication de résultats plus solides que prévu pour les trois premiers mois de 2018. Bien que la direction ait maintenu des prévisions prudentes pour l'année, HMSY est en bonne position pour aider les assureurs commerciaux et les gouvernements étatiques à réduire les coûts des soins de santé. HMSY lance un nouveau service prometteur destiné aux gouvernements étatiques en combinant sa technologie et ses services de base avec ceux de deux acquisitions récentes. La direction s'engage à prouver que son portefeuille de produits actuel peut accélérer la croissance avant de procéder à de nouvelles acquisitions. De plus, après deux ans d'investissement dans sa plateforme technologique et ses initiatives de vente, HMSY est en bonne position pour augmenter ses marges bénéficiaires.

Les actions de **GTT Communications** (« GTT »), une société offrant des services de télécommunications à de grandes multinationales, ont décliné après l'annonce par la société d'une acquisition importante et



attractive en Europe. Pour financer cette transaction, GTT a pré-négocié un placement en actions auprès de deux sociétés de capital-investissement privées. Le placement en actions a été réalisé avant que les actions de GTT n'atteignent des sommets historiques au premier trimestre de 2018. Selon Pembroke, et bien que certains investisseurs aient été manifestement déçus que GTT ait réuni des fonds à un taux inférieur au prix du marché actuel, la direction de GTT s'est comportée de façon responsable et dans l'intérêt des actionnaires compte tenu de la taille de l'acquisition. GTT a de solides antécédents en matière d'acquisition d'entreprises et de réalisation de synergies importantes. Il est certes décevant de voir que les gains du premier trimestre de 2018 ont été sacrifiés, mais GTT est une société bien gérée, a été un titre ayant procuré un excellent rendement à Pembroke et se négocie maintenant selon une évaluation très intéressante.

Ferroglobe PLC (« GSM »), le plus grand producteur mondial de silicium-métal, de ferrosilicium et de ferromanganèse, a affiché des résultats impressionnants au premier trimestre. Les revenus ont augmenté de plus de 40 % d'un exercice à l'autre et le BAIIA a connu une hausse de plus de 200 %. Les produits de la société bénéficient de nombreux vents arrière favorables : la croissance enregistrée par les matériaux légers que sont l'acier au carbone, l'acier inoxydable et l'aluminium; la prolifération des semi-conducteurs et des panneaux solaires; la demande de produits de consommation tels que le dentifrice et les lotions, qui est en pleine croissance, à mesure que le niveau de richesse augmente à l'échelle mondiale. Comme pour les titres axés sur les produits de base, cependant, le marché se soucie souvent davantage de l'évolution à court terme des

produits de base sous-jacents et, à cet égard, GSM a connu des difficultés. A la fin du mois de mars, le ministère américain du Commerce a décidé de ne pas appliquer de tarifs supplémentaires sur le silicium-métal, ce qui a entraîné une baisse du prix du produit de base et de l'action GSM. Étant donné que la demande de silicium-métal croît plus rapidement que l'offre et que l'entreprise obtient de bons résultats, nous croyons que le pessimisme actuel est injustifié : nous avons accru notre participation.

COMMENTAIRE – ACTIONS CANADIENNES

Les marchés boursiers canadiens ont connu une hausse au deuxième trimestre de 2018, après un début d'année difficile. Les gains ont été généralisés, la plupart des grands groupes industriels se trouvant en territoire favorable pour la période, et les actions des secteurs de l'énergie, des technologies de l'information et de l'industrie affichant de la vigueur. Les portefeuilles d'actions canadiennes de Pembroke ont participé à cette remontée, enregistrant des rendements absolus positifs, qui ont légèrement dépassé l'indice composé S&P/TSX.

En ce qui concerne les titres qui ont le plus contribué au rendement au deuxième trimestre, deux d'entre eux se sont démarqués.

Les actions de **Tamarack Valley Energy** (« TVE »), une société d'exploration et de production de pétrole et de gaz dont les actifs reposent sur les formations de Cardium et de Viking, en Alberta et en Saskatchewan, ont connu un gain marqué au cours de la période. Tandis que la hausse des prix du pétrole stimulait le secteur canadien de l'énergie, les actions de Tamarack ont surpassé celles de ses pairs, les résultats de production encourageants ayant mis en évidence la productivité et la rentabilité des actifs de l'entreprise. L'équipe de direction de Tamarack a réussi à rassembler des lots de terrain intéressants pendant le ralentissement de l'industrie de l'énergie. Ces efforts sont maintenant récompensés par de solides résultats d'exploitation et par la reconnaissance des investisseurs.

Les actions de **Points International** (« PTS »), un fournisseur de services de commerce électronique et de services technologiques destinés aux exploitants de programmes de fidélisation à l'échelle internationale, ont affiché un bon rendement au deuxième trimestre. La société a enregistré des résultats trimestriels supérieurs aux attentes et a fourni des prévisions pour 2018 qui allaient au-delà des estimations des analystes. Points affiche



une bonne trajectoire de croissance grâce à l'ajout de nouveaux partenaires et de nouveaux programmes, et fait des progrès significatifs vers l'atteinte de ses objectifs de rentabilité à long terme. La société a un bilan impeccable et a orienté une partie de son capital vers le rachat d'actions.



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

Les actions de **DHX Media** (« DHX »), un important propriétaire et producteur de contenu média destiné aux enfants, ont eu une incidence négative sur le rendement au cours du trimestre. La société est parvenue à monétiser avec succès une participation importante dans la franchise Peanuts, réduisant ainsi le niveau d'endettement de son bilan. De plus, la société évalue actuellement d'autres avenues stratégiques pour faire ressortir la valeur de son portefeuille de marques. Toutefois, la croissance organique réduite de l'activité de création de contenus de la société et le manque de conseils en matière de planification financière pour l'exercice 2018 ont exercé une pression sur les actions.

Les actions de **ZCL Composites** (« ZCL »), le plus important fabricant et fournisseur de réservoirs de stockage souterrains renforcés de fibre de verre en Amérique du Nord, ont été faibles au deuxième trimestre. La société a fait face à une accalmie de la demande des stations-services clientes qui a eu des répercussions sur les résultats trimestriels; toutefois, les perspectives à long terme demeurent les mêmes en raison de la dynamique du cycle de remplacement obligatoire. La société demeure bien financée grâce à un bilan libre de dettes, génère d'importants flux de trésorerie disponibles et continue de rembourser le capital aux actionnaires sous forme de dividendes réguliers et spéciaux.

COMMENTAIRE – ACTIONS INTERNATIONALES



Le **Fonds de croissance international GBC** a surclassé l'indice MSCI Monde tous pays excluant les États-Unis petite capitalisation au cours de la période de six mois se terminant le 30 juin. La sélection de titres en Europe et au Japon a été le principal contributeur au rendement relatif; celle-ci a neutralisé les effets négatifs de la sélection de titres sur les marchés émergents. En Europe, la sélection de titres des secteurs des technologies de l'information et de la consommation de base a été la principale source de rendement supérieur. La société danoise de boissons **Royal Unibrew** (« RBREW DC ») a apporté une contribution notable, grâce à un rendement opérationnel solide résultant des initiatives de la société et d'un calendrier d'événements sportifs favorable. L'amélioration de la gamme de prix de Royal Unibrew, les économies d'échelle et l'intégration en douceur de sa récente acquisition italienne ont été des facteurs positifs.

Dans les marchés émergents, la sélection de titres du secteur de la consommation discrétionnaire a été limitée au cours de la période de six mois. Le titre de **Motherson Sumi Systems** (« MSS IN »), une société indienne de pièces automobiles, a nuï au rendement, sur fond de faiblesse générale du marché indien et en raison des craintes suscitées par les pressions exercées sur les marges, attribuables à la hausse des coûts des matériaux bruts et aux coûts de démarrage des usines.

Les affectations du Fonds aux soins de santé, aux technologies de l'information et aux biens de consommation de base ont été augmentées au cours de la période de six mois; celles-ci ont été contrebalancées par des réductions dans les secteurs financier, industriel, des matériaux et des services publics. D'un point de vue géographique, les expositions en Europe et au Royaume-Uni ont augmenté, tandis que les pondérations du Japon et de l'Amérique latine ont été réduites.

Les perturbations commerciales causées par les États-Unis sont devenues un risque significatif à court terme. Au milieu des hostilités croissantes de ces dernières semaines, la Chine et les États-Unis n'ont pas été en mesure d'éviter cette première série de tarifs douaniers qui a commencé le 6 juillet. Si nous regardons vers l'avenir, nous croyons que la Chine s'efforcera de maintenir une réciprocité dans ses négociations. L'administration Trump est très peu susceptible de reculer, à moins qu'il n'y ait une opposition significative de la part des entreprises américaines ou

de ses principaux partisans. Les États-charnières de la « Rust Belt » qui ont aidé Trump à obtenir son mandat en 2016 sont très exposés aux exportations agricoles et énergétiques. La Chine semble avoir élaboré sa réponse initiale aux tarifs douaniers pour punir spécifiquement les États qui sont portés à voter à droite, en ciblant les produits agricoles dans ses tarifs entrés en vigueur le 6 juillet. La Chine a également la capacité de frapper les importations d'énergie si la deuxième vague de tarifs est mise en œuvre plus tard cet été.

Trump semble croire que les tarifs douaniers sont un outil précieux et productif en matière de politique économique, et il est susceptible de continuer à adopter un comportement agressif pour protéger les intérêts de ceux qui l'appuient. La cote de confiance globale de Trump est à son plus haut niveau depuis son entrée en fonction, et ses cotes de confiance parmi les électeurs républicains sont très élevées. Avec un tel niveau de soutien, les républicains du Congrès devraient rester discrets jusqu'aux élections de mi-mandat, en novembre.

Deuxièmement, l'extension des tarifs à l'électronique touche directement les chaînes d'approvisionnement des entreprises américaines (surtout celles d'Apple). À court terme, cela perturbera Apple et d'autres entreprises qui s'approvisionnent auprès d'assembleurs chinois, mais pourrait être bénéfique pour les concurrents coréens, taiwanais et japonais, car ce vide devra être comblé. Cette politique aura pour effet d'inciter la Chine à développer ses propres industries de semi-conducteurs et les industries connexes beaucoup plus rapidement, à moyen terme.

Enfin, l'arbitrage entre la croissance et l'inflation deviendra probablement moins favorable. Il est possible que cela ne soit pas significatif pour l'ensemble de l'économie américaine, mais cela le sera pour les entreprises individuelles. Soit les entreprises répercuteront les prix plus élevés des produits finis sur les consommateurs (ce qui constituerait une taxe à la consommation, en somme), soit elles chercheront à absorber elles-mêmes l'augmentation des prix en réduisant leurs marges bénéficiaires; il est fort probable qu'elles combineront les deux mesures.

COMMENTAIRE – PORTEFEUILLE ÉQUILIBRÉ ET DE DIVIDENDES

Le **Fonds de dividendes et de croissance de Pembroke** a affiché un rendement stationnaire au deuxième trimestre de 2018, à la traîne de

l'indice composé S&P/TSX et de l'indice S&P/TSX Dividend Aristocrats. Bien que les marchés boursiers canadiens se soient redressés au cours du trimestre, le portefeuille ne s'est pas joint au mouvement en raison de son manque d'exposition aux producteurs de pétrole et de gaz et de la baisse du rendement des investissements dans les secteurs de la consommation discrétionnaire et des technologies de l'information. Sur une note positive, les titres financiers du Fonds se sont bien comportés, en termes absolus et relatifs.

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

Les actions de **ZCL Composites** (« ZCL »), le chef de file des fabricants et fournisseurs de réservoirs de stockage souterrains renforcés de fibre de verre en Amérique du Nord, ont décliné au deuxième trimestre. La société a fait face à un ralentissement de ses activités auprès des stations-services clientes, mais les tendances de la demande de remplacement à long terme demeurent intactes. La société demeure bien financée grâce à un bilan libre de dettes; elle génère d'importants flux de trésorerie disponibles et continue de rembourser le capital aux actionnaires sous forme de dividendes réguliers et spéciaux.



Les actions de **Stingray Digital** (« RAY.A »), un fournisseur de produits et services musicaux offerts sur de nombreuses plateformes médiatiques, ont fléchi au deuxième trimestre à la suite de l'annonce d'une acquisition importante d'actifs radiophoniques terrestres de Newfoundland Capital. L'opération renforce considérablement

la capacité de création de flux de trésorerie disponibles de Stingray et diversifie les activités de la société. Toutefois, l'acquisition se traduira par un effet de levier supplémentaire sur le bilan et pourrait ralentir le taux de croissance global de l'entreprise. Pembroke pense que l'acquisition est judicieuse tant sur le plan stratégique que financier, et que l'équipe de direction de Stingray, actionnaire important de la société, répartit le capital d'une manière favorable aux actionnaires.

Au deuxième trimestre, deux actions en particulier ont contribué de façon positive aux rendements des mandats de dividendes de Pembroke.

Les actions de **Richards Packaging** (« RPI.UN »), un important distributeur nord-américain de contenants en plastique et en verre auprès de petites et moyennes entreprises, se sont bien comportées au cours du deuxième trimestre grâce à un rendement opérationnel stable et à la reconnaissance croissante des investisseurs à l'égard des résultats d'exploitation et des perspectives de la société. Richards continue de récolter les fruits d'une acquisition réalisée en 2015, qui lui a permis de se développer sur le marché de l'emballage et des systèmes distributeurs dans le domaine de la santé. La société génère des flux de trésorerie disponibles importants; le dividende est financé de façon prudente et la direction est en train de se doter d'une capacité financière qui lui permettra de tirer parti d'autres occasions d'acquisition dans l'avenir.

Les actions de **Transcontinental** (« TCL.A »), un fabricant de produits d'emballage souples et un fournisseur de services d'impression commerciale, ont été robustes au deuxième trimestre grâce à de solides résultats d'exploitation et à l'annonce de l'acquisition de Coveris, un joueur de taille dans l'industrie nord-américaine de l'emballage souple. La direction a réduit efficacement l'exposition de la société aux activités d'impression, qui sont certes hautement rentables, mais en déclin, en réinvestissant dans le secteur de l'emballage, dont la croissance est plus forte. L'achat de Coveris, qui accélérera cet effort, a été salué par les investisseurs.

Le portefeuille équilibré de Pembroke, le **Fonds de croissance et de revenu GBC**, a affiché des rendements stables au deuxième trimestre de 2018. Le volet revenu fixe du Fonds, représenté par le **Fonds d'obligations canadien GBC**, a dégagé un rendement modeste pendant la période, dans un contexte défavorable aux investisseurs en titres à revenu fixe. Pendant ce temps, le volet actions du portefeuille, représenté par les avoirs du **Fonds de dividendes et de croissance de Pembroke**, a produit des rendements absolus essentiellement stables.

Le revenu de ce fonds équilibré provient de dividendes et d'intérêts. Le volet actions affiche actuellement un rendement brut annualisé de 3,7 %, alors que le volet revenu fixe est essentiellement investi dans des titres cotés A+ qui, en moyenne, offrent un rendement collectif à l'échéance de 2,9 % et une durée du portefeuille corrigée de 4,5 ans. La composition de l'actif des mandats équilibrés de Pembroke n'a pas beaucoup changé au cours de l'année, environ 29 % des titres en portefeuille ayant été investis dans des titres à revenu fixe au 30 juin 2018.

COMMENTAIRE – REVENU FIXE



La trajectoire ascendante des rendements s'est inversée en juin lorsque le Canada, l'Union européenne et le Mexique ont riposté contre les tarifs américains sur l'acier et l'aluminium imposés par l'administration Trump. Les marchés craignaient une guerre commerciale mondiale, les droits de douane américains sur les marchandises chinoises (et réciproquement) devant commencer en juillet; les États-Unis envisagent d'étendre leurs politiques protectionnistes en y incluant des taxes sur les véhicules importés, et peut-être d'autres articles. La Banque du Canada n'a pas réagi, tandis que la Réserve fédérale continuait de faire grimper les taux administrés aux États-Unis. On s'attend à ce que la banque centrale du Canada hausse les taux administrés au pays, mais à un rythme plus lent qu'aux États-Unis, compte tenu de l'incertitude économique qui prévaut au Canada. Dans un tel contexte, les obligations d'État à long terme ont affiché un rendement supérieur aux attentes et celles des provinces ont été en tête des grands indices obligataires canadiens en termes de rendement. Les écarts de crédit se sont légèrement élargis, mais le rendement accru des sociétés leur a permis d'égaliser le rendement de l'indice canadien. Les augmentations de rendement se sont produites plus souvent sur de courtes durées, de sorte que les indices financiers et AA/AAA, de plus courte durée, ont enregistré des rendements inférieurs. L'indice BBB, dont le rendement est plus élevé, a suivi le rendement global du marché.

Commentaire sur le Fonds d'obligations canadien GBC

Pendant la première moitié de l'année, le **Fonds d'obligations canadien GBC** a dégagé un rendement positif, déclassant légèrement son indice de référence, l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada. La durée plus courte que celle de l'indice de référence est demeurée inutile puisque les obligations à long terme affichaient un rendement supérieur aux attentes; en revanche, les billets à taux variable continuent de surclasser les billets à court terme à taux fixe depuis le début de l'année. Comme d'habitude, la sélection des titres a été le principal facteur déterminant du résultat obtenu. Parmi les principaux contributeurs, mentionnons la Neder Waterschapsbank, Nova Gas, KFW et Enbridge Gas, dont les échéances sont de moyennes à longues.

À la fin juin, le rendement à l'échéance du portefeuille était de 2,9 %. À la fin du mois de juin, le Fonds était investi à près de 27 % dans des billets

à taux variable, et le **Fonds d'obligations canadien GBC** restera 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 durée auquel les exposent les taux de rendement des obligations canadiennes à long terme à 2,2 %.

Commentaire sur le Fonds d'obligations de sociétés Pembroke

Au cumulatif annuel, le **Fonds d'obligations de sociétés Pembroke** a généré un rendement positif, marquant une avance confortable par rapport au rendement de l'indice obligataire universel toutes les sociétés FTSE TMX Canada. La durée plus courte que celle de l'indice a peu nui au rendement puisque les obligations à long terme affichaient un rendement supérieur aux attentes; en revanche, les obligations à taux variable continuent de surclasser les obligations à court terme à taux fixe depuis le début de l'année. Comme d'habitude, la sélection des titres a été le principal facteur déterminant du résultat obtenu. Certains titres à haut rendement se sont très bien comportés. Mentionnons entre autres Sobey's et Yellow Media.

Les obligations à taux variable en portefeuille continuent d'avoir un impact favorable sur le rendement et ont généralement obtenu un rendement supérieur aux titres à taux fixe à court terme. À la fin du trimestre, le portefeuille affichait un rendement à l'échéance de 2,8 % et une durée très courte de 1,3 an, soit 5 années de moins que celle de l'indice obligataire universel de sociétés FTSE TMX Canada. Comme plus de 60 % du Fonds était investi dans des billets à taux variable à la fin du mois de juin, le **Fonds d'obligations de sociétés Pembroke** reste en bonne position pour tirer parti de l'éventuelle remontée des taux tout au long de 2018. Selon Canso Investment Counsel, cette position est prudente parce que les investisseurs ne sont pas adéquatement rémunérés pour le risque de durée lié aux taux de rendement des obligations canadiennes à long terme à 2,2 %. De plus, Canso estime que le marché des obligations à rendement élevé est cher et que le Fonds est bien positionné pour saisir de bonnes occasions.

DANS LA COMMUNAUTÉ

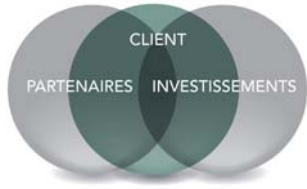


Crédit photographique: Sgt Johanie Maheu, Rideau Hall © OSGG, 2018

Plus tôt ce mois-ci, Ian Aitken, président et chef de la direction de Pembroke Management, a reçu la **Croix du service méritoire** de la Gouverneure générale du Canada, Son Excellence la très honorable Julie Payette, à la Citadelle de Québec. Depuis plus de 30 ans, Ian Aitken, qui a également fondé un organisme de bienfaisance canadien appelé Enactus Canada, a inspiré de jeunes Canadiens et Canadiennes à devenir des entrepreneurs innovateurs, responsables socialement et à s'attaquer à des problèmes concrets comme la salubrité alimentaire et le développement durable. Son leadership a permis à des milliers d'étudiants universitaires de traduire leurs idées en gestes concrets et de réseauter avec des éducateurs, des gens d'affaires et des pairs, au Canada et dans le monde entier. En tant que société investissant dans des entreprises en croissance, Pembroke reconnaît le rôle vital joué par les entrepreneurs et l'importance d'encourager la prochaine génération.

Pembroke est le commanditaire principal des **Jeux écossais de Montréal**, qui auront lieu sur le terrain de l'Hôpital Douglas, à Verdun, le dimanche 5 août. Les jeux mettront en vedette des orchestres de cornemuse, des danseurs des Highlands et de l'athlétisme « lourd » – notamment le lancer de la pierre et le lancer du tronc. Les Jeux écossais de Montréal sont devenus l'un des plus importants événements sur le circuit des jeux écossais d'Amérique du Nord. Il s'agit d'une grande célébration du patrimoine écossais, convenant à toute la famille et accessible à tous. Si vous souhaitez assister aux jeux en tant qu'invité de Pembroke, veuillez communiquer avec votre représentant.

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 admissibles.

Le 31 juillet 2018