



Point de vue

P E M B R O K E

Au service des clients privés et institutionnels

Le 19 avril 2017

RETOUR SUR LE TERRAIN

| | |
|----|------------------------------|
| 1 | Retour sur le terrain |
| 4 | « Tenons-nous-en aux faits » |
| 5 | Aperçu du trimestre |
| 15 | Conclusion |

Pembroke va souvent un peu plus loin dans ses vérifications diligentes et notre travail sur **DHX Media (« DHX »)** en est une bonne illustration. DHX est un grand producteur indépendant d'émissions de télévision pour enfants disposant d'une vaste bibliothèque d'émissions distribuées dans le monde entier par Internet et par des radiodiffuseurs classiques. Nous sommes récemment allés rencontrer son fondateur et président du conseil à Londres. Au siège social de Wildbrain, nous avons pu voir à l'œuvre la division en croissance rapide de diffusion en ligne, principalement sur YouTube.

Au départ, YouTube était destiné à la diffusion de contenu produit par ses utilisateurs. Au fil des ans, une partie croissante du contenu publié par les utilisateurs était du contenu protégé par le droit d'auteur. Cela a créé des difficultés pour les propriétaires de contenu puisque cette diffusion constitue en fait du piratage ! Plutôt que de se lancer dans des batailles juridiques, beaucoup de propriétaires de contenu ont relevé le défi d'apprendre à monétiser ces visionnements par le biais de la publicité. Ils présentent maintenant régulièrement des publicités aux spectateurs de contenu autorisé et, parfois, non autorisé. Au cours de la dernière décennie, YouTube est devenu un site de destination qui détourne un public considérable des diffuseurs classiques. En évoluant, YouTube a créé des « chaînes » qui regroupent et organisent le contenu par thèmes ou groupes d'intérêt. Les tablettes et les téléphones intelligents permettent maintenant aux enfants de devenir de grands consommateurs de contenu sur YouTube. Douze des vingt premières chaînes leur sont destinées.



DHX a créé Wildbrain pour exploiter son propre contenu et, là où c'est recommandable, du contenu de tiers. Wildbrain est un « réseau à chaînes multiples ». Ces réseaux collaborent avec YouTube pour offrir aux propriétaires de contenu et annonceurs publicitaires une plateforme afin de les aider à optimiser leur potentiel de revenu. Par exemple, Wildbrain améliore la qualité du contenu, oriente des spectateurs vers du contenu et mène des campagnes de publicité payantes pour sensibiliser le public. Alors que les jeunes spectateurs passent de plus en plus de la télévision classique à Internet, cet auditoire vaste et en croissance intéresse évidemment les annonceurs qui font des publicités pour des jouets.

Il existe actuellement un décalage entre la taille du public spectateur des chaînes pour enfants et les tarifs publicitaires exigés pour toucher ce groupe démographique convoité. Si ce segment du marché connaît la même évolution que les chaînes de câblodistribution spécialisées il y a 25 ans, les tarifs publicitaires augmenteront pour refléter le nombre de spectateurs. L'avantage de la publicité en ligne est de permettre aux annonceurs de toucher un public ciblé tout en mesurant l'efficacité de leurs messages.



Wildbrain génère un flux de revenu pour la bibliothèque de contenu existante de DHX et à partir du contenu original créé exclusivement pour Wildbrain. Au cours de notre visite, nous avons pu voir l'équipe d'animateurs réaliser du contenu nouveau et constater en temps réel le revenu publicitaire produit par les titres de DHX dans le réseau. Wildbrain partage ce revenu avec YouTube et en conserve 55 %.

Wildbrain offre un environnement de travail dynamique et les employés reconnaissent l'important potentiel de croissance qui les émerge. L'augmentation sous-jacente du nombre de spectateurs et la hausse des tarifs publicitaires suscitent une croissance rapide du chiffre d'affaires. Le chiffre d'affaires de Wildbrain devrait croître de plus de 50 % et dépasser les 30 millions \$ au cours de cet exercice. Le potentiel à plus long terme est important puisque Wildbrain ajoute aussi sélectivement de nouvelles chaînes à son univers en achetant ou en contractant sous licence du contenu. Ce contenu additionnel accroît son auditoire total et le tarif publicitaire qui peut être appliqué. À mesure que les spectateurs migrent de la télévision au visionnement en ligne, ces réseaux siphonneront une part croissante des 70 milliards \$ dépensés actuellement en publicité télévisuelle aux États-Unis.

Les actions de DHX ont languì pendant 18 mois parce que les investisseurs s'inquiétaient du déclin de la radiodiffusion classique et de l'importance du développement de l'unité de production qui consommait du capital. Notre vision à long terme nous inspire de l'optimisme. DHX devrait recommencer à dégager des flux de trésorerie disponibles puisque de nouveaux titres arrivent sur le marché, le secteur de cession sous licence de produits de consommation croît bien et la division Wildbrain est sous-évaluée et a un important potentiel de croissance.

« 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 2017

| 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 |
|-------------------------------|---|---|---|---|---|
| Descartes Systems | 6% | 15% | 22% | 11% | 14% |
| BRP | 10% | 3% | 11% | 4% | 7% |
| DIRTT Environmental Solutions | 11% | 17% | 89% | 16% | 29% |
| DHX Media | -20% | 3% | 39% | 9% | 14% |
| Gildan Activewear | 6% | 8% | 9% | 5% | 7% |
| Moyenne | 3% | 9% | 34% | 9% | 14% |

Les cinq principales positions américaines

31 mars 2017

| 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 |
|---------------------------|---|---|---|---|---|
| HMS Holdings | 12% | 10% | 7% | 11% | 14% |
| Bofl Holding | -8% | 20% | 14% | 16% | 16% |
| j2 Global | 3% | 32% | 17% | 9% | 15% |
| National General Holdings | -5% | 10% | 34% | 10% | 16% |
| Gentherm Incorporated | 16% | 7% | 3% | 7% | 9% |
| Moyenne | 4% | 16% | 15% | 11% | 14% |

Source : Consensus et estimations de Pembroke

APERÇU DU TRIMESTRE

COMMENTAIRE – ACTIONS AMÉRICAINES



Pour réussir dans les placements, nous devons constamment observer et contrôler nos biais comportementaux dans l'évaluation des positions détenues et de nouvelles occasions de placement. Les gestionnaires de portefeuille de Pembroke se donnent mutuellement le même conseil que celui que nous réservons à nos clients. Un de nos principaux leitmotivs est : éviter la quête obsessionnelle de la performance. Que ce soit en raison d'un simple retour à la moyenne ou par simple non-conformisme, les titres les moins performants d'une période peuvent souvent être les gagnants de la suivante. Pourquoi? En partie parce que les actions sont des cibles mouvantes – parfois elles déçoivent ou l'incertitude conduit à une prudence à court terme, mais ces facteurs se reflètent souvent rapidement dans la valorisation. Une valorisation plus basse représente une occasion d'achat intéressante si le potentiel à long terme demeure intact. La quête obsessionnelle de la performance est l'opposé de cette stratégie.

Au cours du quatrième trimestre de 2016, nous avons relevé que le secteur de la santé était le seul secteur de l'indice Russell 2000 à afficher des rendements négatifs sur l'année. Nous avons souligné que les tendances démographiques propices au secteur de la santé aux États-Unis, une myriade de domaines d'innovation et un puissant lien entre la technologie et la réduction des coûts et l'amélioration des soins ne justifiaient pas le pessimisme à l'égard de ce secteur et la chute de ses valorisations. En plus du renforcement de nos positions du secteur américain de la santé dans notre portefeuille à la fin de 2016 et au début de 2017, nous avons effectué des visites à plusieurs entreprises du secteur que nous détenons, dont nous deux ont déjà été présentées dans notre bulletin : **Lifepoint (« LPNT »)** et **HMS Holdings (« HMSY »)**.



Il n'était pas totalement étonnant de voir le secteur de la santé inverser son cours pendant le premier trimestre de 2017 et se classer au premier rang des groupes les plus performants de l'indice Russell 2000. Les faibles valorisations et les caractéristiques fondamentales positives à la fin de l'année 2016 avaient créé un contexte intéressant au début de cette année. L'expérience a été positive pour Pembroke et pour nos actionnaires et a rappelé à quel point il est important de se concentrer

sur les caractéristiques fondamentales qui sont le moteur de la performance future. Au cours du premier trimestre, la stratégie de croissance américaine de Pembroke a été performante en termes à la fois absolus et relatifs par rapport à l'indice de référence Russell 2000. Nous avons été particulièrement heureux de voir que la solide performance de la stratégie était généralisée, émanant d'actions de nombreux secteurs et de positions importantes détenues de longue date dans le portefeuille ainsi que d'une nouvelle pépinière de positions récemment ajoutées au portefeuille.

La stratégie américaine de Pembroke a été avantagée par l'apport important dans le secteur de la santé de titres mis en vedette le trimestre dernier : LPNT et HMSY. HMSY est maintenant la plus importante position du fonds. La société aide les administrations d'État à recouvrer des fonds de Medicaid versés indûment. Après la victoire de Donald Trump, l'action a chuté par crainte de l'amputation du programme Medicaid. Pembroke était d'avis que même dans le pire des cas, les gouvernements des États solliciteraient l'aide de HMSY pour tirer le maximum du financement fédéral.

Mais surtout, la croissance à long terme de la société et son potentiel d'augmentation sont dus à ses initiatives commerciales, qui représentent maintenant plus de 50 % du chiffre d'affaires total de la société et croissent à un rythme de plus de 15 % par an. HMSY a effectué deux acquisitions incontournables au cours de la dernière année et a remporté un contrat fédéral potentiellement important. À mesure que la situation globale du secteur de la santé se décante, Pembroke s'attend à ce que les investisseurs se concentrent sur le potentiel de croissance de HMSY, l'expansion de sa marge et ses robustes flux de trésorerie disponibles. En attendant, nous reconnaissons que le titre peut être volatil sur fond de gesticulations politiques et sommes prêts à profiter des occasions qu'offrira le marché.

 MASONITE.



Le secteur immobilier résidentiel américain a aussi été vigoureux. Les actions se rapportant au secteur du logement et de la construction résidentielle ont été performantes, les mises en chantier résidentielles aux États-Unis ayant poursuivi leur reprise. Le taux de mises en chantier résidentielles privées corrigé des effets saisonniers de 1,29 million d'unités était en hausse de 6,2 % par rapport au même mois l'an dernier. Une des sociétés du portefeuille, **Masonite International Holdings (« DOOR »)**, fabricant de portes résidentielles et commerciales, est particulièrement

bien placée pour rivaliser et gagner des parts sur ce marché et a enregistré d'importants progrès indépendamment du cycle.

La société a déclaré de solides résultats en 2016, les ventes de portes résidentielles en Amérique du Nord étant en hausse de 13 %. En plus de la croissance du volume, elle a vu augmenter le prix unitaire moyen depuis 15 trimestres. Elle continue d'accroître sa marge bénéficiaire et son rendement du capital investi. DOOR a également racheté pour 110 millions \$ de ses propres actions en 2016. Malgré l'effet des taux de change sur ses résultats européens et un ralentissement du marché immobilier résidentiel britannique en raison de l'incertitude causée par le Brexit, Masonite a émis des prévisions internes supérieures aux attentes pour l'exercice en cours, et les estimations de bénéfice qui font consensus ont augmenté. Pour l'avenir, la société prévoit 1,5 million de mises en chantier aux États-Unis d'ici 2019 ainsi qu'une tenue favorable des prix de ses produits. Si les perspectives sont solides, l'action s'est bien comportée (trop bien même) et Pembroke a récemment réduit son exposition pour tenir compte du risque de valorisation accru.



Contrairement à l'élan général de la stratégie au cours du premier trimestre, certaines positions du portefeuille ont marqué une pause. Les actions de **Bofi Holding Inc. (« BOFI »)**, présentées parmi les plus performantes au quatrième trimestre de 2016, ont battu en retraite au premier trimestre de 2017, cédant une partie des gains enregistrés après l'élection de Donald Trump. Les actions financières avaient évolué à la hausse collectivement en prévision d'un allègement potentiel de la réglementation et d'une augmentation des taux d'intérêt, mais les espoirs de progrès des investisseurs sur ces fronts ont été émoisés à mesure que le trimestre avançait. Là encore, nous nous concentrons non pas sur l'évolution passée du cours de l'action, mais sur les progrès fondamentaux et la valeur de l'entreprise. Fondamentalement, BOFI continue de bien tirer son épingle du jeu. Les résultats de la société au quatrième trimestre dénotent une croissance robuste des prêts, une excellente qualité de crédit et des paramètres de coût et de rendement des fonds propres intéressants. En outre, BOFI se négocie à une valorisation attrayante à la fois en termes absolus et relatifs comparativement à ses rivales dans le secteur bancaire.

Les actions de **GTT Communications Inc. (« GTT »)** ont subi une correction au premier trimestre de 2017 après une solide performance en 2016. GTT est un fournisseur de communications avancées à de grandes entreprises



et remporte des parts de marché auprès de grands opérateurs de télécommunications titulaires. À la fin de 2016, la société a réalisé sa plus importante acquisition en ajoutant des actifs de pointe et des clients du meilleur calibre. Les actions étaient en baisse en mars après la publication du rapport sur les résultats du quatrième trimestre. La direction avait indiqué que le taux de croissance endogène pour 2017 va être inférieur à l'objectif de 8 à 10 % pendant que la société réalise l'intégration de sa récente acquisition. Avant cette réduction des prévisions internes, GTT avait exécuté sa stratégie de manière impeccable et son modèle commercial faiblement capitalistique génère des flux de trésorerie disponibles importants.

Pembroke est satisfaite du positionnement du portefeuille américain et du rendement fondamental des sociétés détenues. Dans le cadre de notre pratique continue d'amélioration, nous avons examiné notre processus d'investissement en 2016 et apporté des retouches à la construction du portefeuille et à la gestion des risques. Nous sommes conscients des incertitudes du marché, mais les perspectives des sociétés que nous détenons combinées à ces améliorations nous inspirent confiance dans le rendement potentiel à long terme du portefeuille.

COMMENTAIRE – ACTIONS CANADIENNES

Au premier trimestre les portefeuilles d'actions de sociétés à petite capitalisation canadiennes de Pembroke ont produit des rendements absolus positifs, mais légèrement inférieurs à ceux de l'indice composé TSX. Comme cela s'était déjà produit dans le passé, la sous-pondération du secteur des services financiers dans le fonds a freiné son rendement relatif puisque les actions des banques à grande capitalisation avaient encore le vent en poupe. Cet effet a été partiellement compensé par la sous-pondération du secteur de l'énergie dans le fonds au moment où les prix du pétrole sont descendus sous leurs niveaux du quatrième trimestre.

Des déceptions à court terme concernant plusieurs actions ont miné le rendement. Les actions de **Lumenpulse (« LMP »)**, fournisseur de systèmes à base de DEL pour le secteur de l'éclairage de bâtiments, ont fortement baissé pendant la période, la société ayant déclaré des résultats trimestriels inférieurs aux attentes et réduit ses propres prévisions financières pour l'exercice. La société continue de croître à un rythme soutenu; cependant, la volatilité des ventes aux États-Unis depuis l'élection présidentielle, des problèmes de productivité de la force de

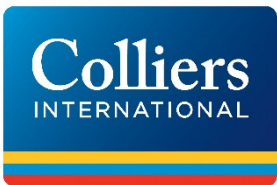


ventes et des retards de produits ont compromis les prévisions. Nous considérons que ces problèmes sont temporaires et continuons de croire que les perspectives de croissance à long terme de LMP sont intéressantes.

Les actions de **DHX Media (« DHX »)**, propriétaire et producteur de produits médiatiques pour enfants, étaient faibles au premier trimestre où les investisseurs ont eu à digérer des prévisions internes réduites par la direction pour le reste de l'exercice et une diminution des flux de trésorerie disponibles dégagés. Des problèmes de calendrier ont influencé les prévisions puisque plusieurs lancements d'émissions ont été remis à des périodes ultérieures. Bien que la révision des prévisions et la correction du cours des actions aient été décevantes, nous croyons que les actifs médias de DHX ont une solide valeur sous-jacente mal appréciée par le marché.



Au cours de ce trimestre, deux actions ont fortement contribué aux rendements. Celles de **Tucows (« TC »)**, société de services Internet et de télécommunications, étaient performantes, les investisseurs ayant réagi positivement à l'acquisition par la société de eNom, un registraire des noms de domaines. La transaction a été réalisée à une valorisation intéressante et devrait immédiatement contribuer aux résultats de Tucows. Pembroke croit que Tucows a d'importantes possibilités d'expansion de ses activités de services mobiles et Internet sous la marque Ting, alors qu'elle déploie parallèlement son capital d'une manière favorable aux actionnaires en rachetant des actions.



Les actions de **Colliers (« CIG »)**, fournisseur d'une vaste gamme de services au secteur immobilier commercial, ont inscrit de solides rendements grâce aux résultats intermédiaires qui ont dépassé les attentes du marché. Les activités internationales de Colliers étaient particulièrement dynamiques pendant la période, compensant une conjoncture plus tiède en Amérique du Nord. En outre, la société a dégagé des niveaux impressionnants de rentabilité. Colliers a des perspectives robustes qui devraient se solder par une poursuite de la croissance endogène pendant les prochains trimestres.

Globalement, nous sommes encouragés par la performance des positions de la stratégie et croyons que les sociétés sont bien placées pour dégager des bénéfices et une croissance de flux de trésorerie continus et créer à la longue de la valeur pour le portefeuille.



COMMENTAIRE – ACTIONS INTERNATIONALES

Le portefeuille d'actions internationales de Pembroke, le **Fonds de croissance international GBC**, a enregistré un rendement positif au premier trimestre et a été légèrement dépassé par son indice de référence, l'indice Morgan Stanley Capital International (MSCI) Tous pays sauf États-Unis de sociétés à petite capitalisation.

Les sociétés à croissance plus faible/faible valorisation de l'univers des entreprises de croissance internationales à petite capitalisation ont dégagé un rendement supérieur au fonds qui privilégie les sociétés à plus forte croissance. Le leadership des sociétés à faible valorisation s'inscrit dans le prolongement de la tendance de 2016. La sélection des titres dans les secteurs de la technologie de l'information (TI) et des matériaux a nuí au rendement mais a été compensée par une sélection positive dans les secteurs de la consommation discrétionnaire, des services financiers et de la santé. Dans le secteur des TI, la société chinoise **Hollysys Automation Technologies** a été handicapée par des pertes de parts de marché et l'assombrissement des perspectives de son secteur d'automatisation industrielle. Dans le secteur des matériaux, le cours des actions de la société japonaise **Nissan Chemical** a baissé après une solide progression en 2016.

Les effets ont été atténués par la société italienne de freins de haute performance **Brembo** qui a fait état d'une poursuite de la croissance rapide de son unité en Chine. Le portefeuille a aussi été bonifié par les positions dans **Yes Bank** et **Indiabulls Housing Finance** d'Inde, qui ont toutes deux rebondi grâce à des bénéfices supérieurs aux prévisions et à la diminution de l'anxiété au sujet du programme de démonétisation du gouvernement.

La sous-pondération de la région Asie émergente dans le fonds combinée à des positions surpondérées au Royaume-Uni et dans la région EMOA (Europe de l'Est, Moyen-Orient et Afrique) a nuí au rendement; cependant, cet effet a été largement compensé par une sélection positive d'actions au Japon, en Asie développée hors Japon et en Asie émergente. L'exclusion du Canada a aussi été positive pendant le trimestre.

Les principaux ajustements sectoriels du trimestre portaient sur une réduction de l'énergie et une augmentation de la santé. Le fonds est resté surpondéré en valeurs financières et industrielles, ce qui a compensé une

poursuite de la sous-pondération de la consommation de base, des matériaux et de l'immobilier. Sur un plan géographique, le fonds a continué de surpondérer l'Europe et le Royaume-Uni et de sous-pondérer l'Asie émergente.

COMMENTAIRE – DIVIDENDES

Le **Fonds de croissance et de revenu GBC** a connu un excellent début d'année 2017. La stratégie a été lucrative sur une base absolue et a même dépassé son indice de référence.

La répartition des actifs est restée largement inchangée, le portefeuille contenant 68 % d'actions. La composante à revenu fixe reste principalement investie dans des titres notés « A+ » qui, en moyenne, ont eu un rendement jusqu'à l'échéance collectif de 2,2 % le portefeuille a une durée corrigée de 4,3 ans.

La partie productrice de revenu de la stratégie est alimentée à la fois par les dividendes et les intérêts. Le rendement brut annualisé atteint actuellement 3,4 %. La composante croissance de la stratégie provient surtout de 41 sociétés versant des dividendes qui sont appelés à s'apprécier avec le temps. Dix-sept de ces positions, qui représentent 40 % de l'exposition aux actions, sont également détenues dans les portefeuilles de croissance standard canadiens de Pembroke. Les positions qui sont exclusives à ce portefeuille ont généralement des modèles d'entreprise moins volatils, qui versent un dividende important, et on s'attend à ce que leurs résultats croissent à un rythme plus modéré. Les sociétés sont choisies en raison de leur dividende durable et bien financé ainsi que de leur potentiel de croissance raisonnable. La qualité de la direction et son alignement sur les intérêts des actionnaires font aussi partie des éléments clés pris en considération. Les actions détenues par le **Fonds de croissance et de revenu GBC** sont les mêmes que celles du **Fonds de dividendes et de croissance Pembroke** et sont passées en revue dans les paragraphes qui suivent.

Le **Fonds de dividendes et de croissance Pembroke** a augmenté au premier trimestre et a distancé son indice de référence. L'objectif global de Pembroke est d'assurer une protection du capital plus grande que celle de nos fonds de croissance traditionnels tout en garantissant un degré de croissance modeste et un revenu courant. Alors que nous investissons dans des modèles d'entreprise offrant généralement une

meilleure visibilité des résultats que les sociétés des fonds de croissance de base de Pembroke, la stratégie productrice de dividendes a encore une forte proportion d'actions qui peuvent être en proie à de la volatilité et le seront probablement. Comme les cours des actions dépendent, en partie, du moral des investisseurs, les valorisations et les ratios que les investisseurs associent aux sociétés cotées peuvent évoluer dans des fourchettes larges, même si la rentabilité et les flux de trésorerie liés aux activités sous-jacentes ne connaissent pas de telles fluctuations. Pembroke est encouragée par la performance à long terme de cette stratégie et a confiance dans son avenir.



Le rendement solide du premier trimestre de 2017 était dû à l'amélioration de la croissance des bénéficiaires et à une contribution positive de nombre de sociétés détenues. Malgré une appréciation du cours des actions, les valorisations du portefeuille ont diminué au cours du trimestre. Les deux titres les plus performants étaient **Collectors Universe (« CLCT »)** et **Chesswood Group (« CHW »)**. Les actions de Collectors Universe, prestataire de services de gradation et d'authentification pour les collectionneurs de pièces de monnaie, de cartes sportives et d'autres souvenirs, ont bien évolué, car les investisseurs ont réagi positivement à ses solides résultats trimestriels. Les initiatives de la société pour bâtir une unité de gradation des pièces pour les marchés asiatiques et pour remporter des parts de marché dans les activités de gradation de masse semblent commencer à porter fruit. En outre, la direction a indiqué que les dépenses qui ont été entreprises pour financer ces initiatives devraient diminuer à l'avenir, permettant une plus forte production de flux de trésorerie pour financer les paiements de dividendes.

Chesswood Group exerce son activité dans le secteur des finances spécialisées offrant des prêts aux petites et moyennes entreprises pour du matériel et le fonds de roulement. Après les élections américaines en novembre, ses actions n'ont pas suivi le mouvement de reprise du secteur. Cela a préparé le terrain pour une action à prix raisonnable qui allait monter au premier trimestre après la publication de résultats encourageants du quatrième trimestre. Les pertes sur créances étaient en hausse, comme on s'y attendait, mais l'ouverture de nouveaux crédits était solide – laissant présager une croissance dans les années subséquentes. Son ratio de valorisation a augmenté après la publication de ces informations, mais reste raisonnable.

MEDIAGRIF

Les deux actions qui ont le plus nu au rendement pendant le premier trimestre étaient Horizon **Sylogist (« SYZ »)** et **Mediagrif Interactive (« MDF »)**. Sylogist, fournisseur de solutions de logiciels pour les marchés municipaux, des organismes sans but lucratif et industriel, a vu son action fléchir au premier trimestre de 2017 quand les investisseurs ont eu à digérer des résultats trimestriels dénotant une baisse du chiffre d'affaires d'une année à l'autre. La société fait passer ses clients de la vente de licences ponctuelles à un modèle de paiement par abonnements générant des revenus récurrents. Ce changement de modèle comprime les résultats à court terme, mais nous gardons confiance dans la vigueur sous-jacente de l'entreprise. La direction a ajouté des fonctionnalités à chaque progiciel et une relation de revendeur avec Microsoft devrait aider la société à gagner de nouveaux clients. Sylogist conserve un bilan sans dette et son dividende reste bien provisionné.

Mediagrif est une société de technologie qui possède plusieurs plateformes web et mobiles apportant aux clients des solutions pour gérer les relations d'entreprise à entreprise. Elle a fait état d'une faible croissance attribuable à ses propriétés au cours de la période la plus récente, ce qui a conduit les investisseurs à remettre en question le potentiel de croissance sous-jacent de l'entreprise et nous avons réduit cette position dans le portefeuille.

Pembroke continue de trouver de nouvelles occasions intéressantes d'investissement pour le **Fonds de croissance et de revenu GBC** et le **Fonds de dividendes et de croissance Pembroke**. Nous avons investi dans trois nouvelles positions au premier trimestre. Ces ajouts provenaient de trois sociétés très différentes dans les secteurs de l'immobilier, des matériaux et de la consommation discrétionnaire.

Nous sommes encouragés par le début de l'année 2017 et nos perspectives restent constructives vu les facteurs fondamentaux sains de la plupart des positions du fonds. Les gestionnaires de portefeuilles sont régulièrement en déplacement pour surveiller les sociétés détenues et trouver de nouveaux placements. Nous continuons d'apporter les changements nécessaires aux titres et aux pondérations des secteurs et avons vendu trois investissements depuis le début de l'année pour en acheter de nouveaux présentant des combinaisons de rendement et de croissance plus intéressantes.

COMMENTAIRE – REVENU FIXE

Le **Fonds d'Obligations Canadien GBC** a produit un rendement positif au cours du trimestre, mais légèrement inférieur à celui de l'indice de référence, l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada. Le **Fonds d'obligations de sociétés Pembroke** a dégagé un rendement positif au cours du trimestre un peu en retrait sur celui de l'indice FTSE TMX Canada des obligations de sociétés de référence.

Les rendements à court terme ont continué de monter, la Réserve fédérale américaine ayant clairement indiqué qu'elle s'attendait à hausser de nouveau le taux des fonds fédéraux cette année. Cependant, les rendements à plus long terme ont chuté vers la fin du trimestre, car les investisseurs commençaient à douter de la croissance économique et de l'inflation. Comme on s'y attendait, la Fed a augmenté le taux directeur d'un quart de point, convaincue que le marché du travail s'était renforcé et que l'inflation continuait de monter lentement. Elle a aussi laissé entrevoir une poursuite du resserrement de sa politique monétaire en 2017. Au Canada, les rendements étaient essentiellement inchangés à court et à long termes, mais ils ont chuté pour les titres à moyen terme. Les obligations de sociétés ont dépassé les obligations gouvernementales, les écarts de taux ayant diminué sur l'ensemble des échéances.

Le **Fonds d'Obligations Canadien GBC** et le **Fonds d'Obligations de Sociétés Pembroke** ont tous deux continué de bénéficier de leurs rendements plus élevés par comparaison aux indices de référence. Le **Fonds d'Obligations Canadien GBC** a été avantagé par l'appréciation des prix de ses positions à plus longue échéance dans TransCanada Pipelines et Highway 407 alors que le **Fonds d'Obligations de Sociétés Pembroke** enregistrait un solide rendement de ses positions dans Bombardier, Sobeys et Ressources Teck. Le rendement positif a été légèrement contrebalancé par une diminution des billets à taux variable moins élevés détenus dans les deux portefeuilles.

À la fin du trimestre, le rendement jusqu'à l'échéance du **Fonds d'Obligations Canadien GBC** se situait à 2,2 % et sa durée était de 4,3 ans alors que le **Fonds d'Obligations de Sociétés Pembroke** avait une durée de 2,2 ans et un rendement à l'échéance de 3,0 %. La durée des deux portefeuilles est nettement plus courte que celle de leurs indices de référence alors que nous nous attendons à ce que les taux augmentent à mesure que les investisseurs exigeront une compensation plus forte de

la hausse de l'inflation. Nous avons aussi graduellement augmenté la qualité du crédit des portefeuilles puisque les écarts de rendement ont baissé. Nous croyons que certaines parties du marché se négocient à des niveaux où elles sont moins chères et les deux fonds sont bien positionnés pour tirer parti des occasions qui pourraient se présenter.

CONCLUSION

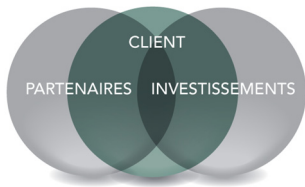
Nous pourrions, bien sûr, lancer un avertissement au sujet d'un effondrement possible du marché ou dresser une longue liste de sujets de préoccupation économiques et politiques. Mais, les peurs du marché sont en général des obstacles temporaires, car l'innovation et les progrès continuent et ouvrent des débouchés aux investisseurs disposés à ignorer le brouhaha ambiant et à se projeter un peu plus loin dans l'avenir.

Par exemple, la politique américaine de la santé depuis l'élection américaine a été difficile à discerner. La loi Obamacare sera-t-elle révoquée et comment cela affectera-t-il les hôpitaux et leurs fournisseurs? Pembroke étudie ces questions et en tient compte, mais l'équipe est plus concentrée sur l'innovation, les tendances démographiques favorables avec le vieillissement de la population et le besoin constant de réduire les coûts. L'implosion de l'Affordable Care Act (Obamacare) ne s'est pas matérialisée et cela a contribué à l'excellent rendement des actions du secteur de la santé ce trimestre. Si la loi avait été révoquée, les efforts pour offrir des soins de qualité supérieure à un coût moindre ou les besoins d'une population vieillissante auraient-ils été nettement altérés? Pembroke pense que non. Que la révocation ait lieu au prochain trimestre ou demeure une éternelle pomme de discorde au sein du parti républicain entre les ultra-conservateurs du « Freedom Caucus » et l'aile plus modérée, cela échappe à nos compétences. On peut en dire autant de la réforme fiscale et bancaire. Quelques décrets présidentiels se rapportant au charbon et à l'environnement ont été édictés, mais le plus important, celui concernant l'immigration, a été bloqué – deux fois !

Ce que Pembroke sait, c'est ceci : des forces systémiques et des facteurs exogènes affecteront les marchés, mais la société ne prédit pas l'ampleur de leur effet (à la hausse ou à la baisse), et on ne peut pas attendre d'elle qu'elle la connaisse. La loi Obamacare sera-t-elle révoquée? Donald Trump réussira-t-il à faire adopter des réductions d'impôt importantes ou à assouplir la réglementation bancaire? Au Canada, le gouvernement augmentera-t-il l'impôt sur les gains en capital dans un avenir prévisible?

Trop de facteurs sont en jeu pour connaître à l'avance la réponse à ces questions. Pembroke recherche des sociétés qui ont devant elles une longue piste de décollage de la croissance ainsi que le bilan ou les flux de trésorerie disponibles nécessaires pour soutenir un niveau raisonnable de croissance, quel que soit l'état du marché. Le développement de nos portefeuilles est un processus continu consistant à rechercher des entreprises comme celles-ci et à déterminer leur juste valeur. Notre patience à l'égard de nos titres dans le secteur de la santé pendant le dernier trimestre de 2016 a été payante au début de 2017. De la même façon, certaines des sociétés que nous détenons depuis longtemps sans que le cours de leurs actions se soit nettement apprécié et bien que leur stratégie ait été bien exécutée au fil des ans ont enfin été reconnues par les marchés. Globalement, Pembroke continue d'investir d'une manière essentiellement en accord avec la philosophie et les principes énoncés à sa création il y a quelque 49 ans. Les marchés rebondiront et trouveront de nouveaux sujets d'inquiétude chaque jour. Pembroke reste concentrée sur les débouchés au niveau des sociétés et sur une évaluation rigoureuse.

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.

Publié le 19 avril 2017