

Octobre 2017

**RETOUR SUR LE TERRAIN**

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

Chez Pembroke, nous restons à l'affut de l'actualité des sociétés dans lesquelles nous pouvons investir. Nos décisions de placement sont dynamiques; un titre qui ne mérite pas qu'on y investisse un jour peut devenir intéressant après une amélioration de ses caractéristiques fondamentales ou une correction de son cours. De ce fait, nous croyons en la nécessité d'une discipline qui passe par la surveillance constante de ces titres potentiels et la remise en question de nos thèses.

Notre récent investissement dans **Ballard Power Systems** (« BLDP ») est un bon exemple de la valeur et de l'importance d'une réévaluation proactive de nos idées de placement. Ballard est une entreprise de Vancouver (Colombie-Britannique) centrée sur la conception, le développement, la fabrication et la vente de piles à combustible. Celles-ci utilisent l'hydrogène pour produire de l'électricité par une réaction électrochimique avec l'oxygène dont il ne reste ensuite que de l'eau. La société a été fondée par Goeffrey Ballard en 1979 et a été introduite en bourse en 1993.

L'intérêt de la technologie des piles à combustible n'est plus à démontrer : pas d'émission de gaz à effet de serre, une plus grande efficacité que les moteurs à diesel ou à essence, une grande autonomie et une maintenance plus simple grâce au nombre réduit de pièces mobiles d'un système. Par le passé, les investisseurs ont jeté leur dévolu sur le potentiel transformationnel des piles à combustible et l'action de Ballard a grimpé à 192 \$, pour une capitalisation boursière de plus de 17 milliards \$ CA en mars 2000. Des relations prometteuses ont été nouées avec d'importants partenaires dans l'automobile et l'industrie et les perspectives de commercialisation de la technologie ont suscité beaucoup d'optimisme.

Mais l'engouement initial pour les piles à combustible s'est révélé prématuré. La commercialisation a été un processus lent et laborieux et la société voyait baisser sa trésorerie. Tandis que l'enthousiasme du marché pour les piles à combustible diminuait, il ne restait aux investisseurs de Ballard que pertes et désillusions.

Les antécédents de Ballard et ses défis n'avaient pas de mystères pour l'équipe de Pembroke. C'est donc avec un scepticisme naturel que nous avons rencontré l'équipe de direction au cours du printemps 2017. Celle-ci, cependant, a su retenir notre intérêt et cette première rencontre a été suivie de deux visites du siège social de Ballard et de son usine de fabrication à Vancouver, d'une rencontre avec l'équipe de direction à Montréal et d'une participation à la journée des investisseurs de la société à New York. Ces échanges nous ont permis de faire connaissance avec les cadres de l'entreprise, son conseil d'administration, l'équipe de recherche et d'ingénierie, directeur d'un des clients clés de Ballard et ses partenaires en co-entreprises.

Nos vérifications diligentes nous ont convaincus d'un décalage entre la perception de Ballard sur les marchés boursiers canadiens et la réalité. Alors que le marché percevait Ballard comme une entreprise de recherche et de développement sous-capitalisée, grande consommatrice de capitaux et dont la principale technologie avait été dépassée par les batteries lithium-ion, nous voyions une société avec un bilan solide, sur le point de devenir rentable, avec des partenaires crédibles dans le secteur, une équipe de direction renouvelée et motivée ainsi qu'un énorme marché cible. Ballard n'est suivie par aucun analyste institutionnel au Canada et seule une poignée d'analystes s'y intéressent aux États-Unis. Nous pensons donc que le processus de redécouverte n'en est qu'à ses débuts. La discipline qui consiste à revoir les titres potentiels découverts puis abandonnés par le passé est importante, car elle fait surgir des occasions de placement négligées par d'autres sur le marché.

## « 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 septembre 2017

Société	Variation du cours au T3 (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
Gildan Activewear Inc.	-2%	0%	4%	6%	7%
DHX Media Ltd.	-9%	54%	95%	6%	12%
Stella-Jones Inc.	9%	1%	-5%	3%	15%
Solium Capital Inc.	5%	6%	-4%	18%	39%
Canadian Western Bank	24%	24%	22%	7%	10%
<b>Moyenne</b>	<b>5%</b>	<b>17%</b>	<b>22%</b>	<b>8%</b>	<b>17%</b>

### Les cinq principales positions américaines

30 septembre 2017

Société	Variation du cours au T3 (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	7%	14%	9%	13%	16%
Bofl	20%	18%	16%	14%	14%
Carbonite	1%	18%	28%	10%	33%
J2 Global	-13%	31%	29%	8%	12%
GTT Communications	0%	55%	104%	27%	25%
<b>Moyenne</b>	<b>3%</b>	<b>27%</b>	<b>37%</b>	<b>14%</b>	<b>20%</b>

Source : Consensus et estimations de Pembroke

## APERÇU DU TRIMESTRE

### INTRODUCTION

Les indices boursiers mondiaux étaient en hausse au troisième trimestre de 2017. Même au Canada, qui souffre de la faiblesse des prix de l'énergie, le principal indice de référence a augmenté ces trois derniers mois. Les banques centrales ont commencé à s'apprêter à resserrer leurs politiques



monétaires, mais leurs premières hausses de taux d'intérêt et leur ton plus ferme ont été éclipsés par de solides statistiques économiques, de l'emploi à la fabrication. Les inquiétudes suscitées par la montée des tensions avec la Corée du Nord ont été largement ignorées par les investisseurs, qui considéraient toute baisse comme une occasion d'achat. Le dollar US s'est également déprécié par rapport à de nombreuses monnaies mondiales, ce qui devrait soutenir la croissance des bénéfices des sociétés américaines s'il devait rester aux niveaux actuels ou continuer de baisser. Au Canada, c'est l'inverse qui se produit, et Pembroke a prudemment ajusté ses prévisions pour ses titres en tenant compte de l'appréciation de 7 % du CAD depuis le début de l'année.

Pembroke est encouragée par plusieurs facteurs potentiels favorables à son portefeuille, de l'espoir d'une reprise de plusieurs années de la construction de maisons individuelles aux États-Unis à l'innovation dans le secteur automobile. Les ouragans dévastateurs qui ont frappé les États-Unis en septembre profiteront à plusieurs titres de Pembroke dans les secteurs des produits industriels et de la consommation, à mesure que les particuliers et le gouvernement s'engageront financièrement dans le processus de reconstruction. La santé est un autre domaine prometteur, où la technologie permet encore d'améliorer les soins et de réduire les frais liés aux prestations de santé. L'abrogation de l'Obamacare a échoué pour le moment, et Pembroke espère que le *statu quo* dégagera suffisamment les horizons des hôpitaux pour qu'ils puissent acheter de nouveaux systèmes de technologie de l'information et des équipements médicaux. Notre équipe d'investissement pense que ces achats sont inévitables et que la levée des inquiétudes liées à la réglementation pourrait réaccélérer leurs décisions.

Alors que le contexte économique est vigoureux et que le rythme d'innovation est impressionnant, Pembroke garde un œil vigilant sur les valorisations et les bilans. Les gestionnaires de portefeuilles ont réduit les positions sur les titres qui ont augmenté trop et trop vite et redéplient les capitaux là où la combinaison de croissance et de valorisation est plus intéressante. Si une correction boursière faisait naître une occasion, certaines positions pourraient être renforcées. Les titres potentiels ne manquent pas et l'équipe d'investissement continue de voyager sans relâche (récemment à Vancouver, en Oklahoma, à Philadelphie, à San Francisco, au Massachusetts, au New Hampshire, en Indiana et à Londres, en Angleterre) pour rendre visite aux sociétés dont nous détenons les titres et découvrir d'éventuelles nouvelles occasions de placement.

### COMMENTAIRE – ACTIONS AMÉRICAINES



Les portefeuilles de croissance américains de Pembroke ont dégagé de solides rendements absolus au troisième trimestre de 2017. Si les résultats étaient légèrement inférieurs à ceux du Russell 2000 ces trois derniers mois, sur les trois premiers trimestres ils restent nettement supérieurs à ceux de l'indice de référence.

D'un point de vue sectoriel, les titres du secteur de la consommation discrétionnaire ont le plus contribué au rendement, et notamment les sociétés exposées au secteur automobile, à la construction résidentielle et aux véhicules récréatifs. Le seul secteur qui a apporté une contribution négative ces trois derniers mois était celui de la santé, qui a effacé en partie ses gains après un premier semestre solide. En particulier, la dernière tentative d'abroger et de remplacer l'*Obamacare* a échoué à la fin de septembre, ce qui devrait dissiper d'importantes incertitudes qui menacent certains titres du secteur de la santé détenus par Pembroke.

L'équipe d'investissement gère les risques du portefeuille et a réduit la pondération de plusieurs titres qui ont fortement augmenté. Ces titres continuent de présenter un potentiel de hausse à long terme, mais l'expansion de la valorisation sous-jacente limite la possibilité de réaliser des gains importants à court terme. En même temps, le produit de ces ventes a été réinjecté dans des positions existantes ayant plus de potentiel de hausse et dans plusieurs nouveaux titres de différents secteurs. Fait important, l'équipe d'investissement pense que les dix premiers titres du portefeuille américain présentent toujours un important potentiel de hausse au cours de la prochaine année ainsi qu'à long terme.




Au cours du troisième trimestre de 2017, l'action de **Boingo Wireless** (« WIFI ») a bondi après que la société a publié des résultats financiers exceptionnels et présenté des prévisions solides. Son chiffre d'affaires a augmenté de 256 % et ses marges de BAIIA ajusté sont passées de 24 % à 33 %. WIFI profite de l'augmentation de la consommation de données sur les appareils mobiles. Alors que les téléphones intelligents prolifèrent et que les consommateurs les utilisent de plus en plus pour se connecter aux réseaux sociaux, regarder des vidéos, communiquer par FaceTime avec des amis, publier ou envoyer des photos, les vitesses de réseaux des sociétés de télécommunications ralentissent. La diminution des vitesses de téléchargement provoque l'insatisfaction des consommateurs et la hausse des pertes de clients. Dans des zones très achalandées telles que des stades de sport ou des gares ferroviaires, les sociétés de télécommunications se tournent vers WIFI pour monter des réseaux qui peuvent traiter d'importants volumes de données. Le succès de la société entraîne la multiplication des relations avec ces sociétés et des possibilités de « densifier » les réseaux dans des zones très fréquentées.



L'action de **BOFI Holding** (« BOFI »), banque sans succursale qui a connu une croissance impressionnante de son offre de prêts hypothécaires et de ses nouveaux secteurs d'activité, a quitté un creux et entamé une hausse pendant le trimestre. La société a passé plus de deux ans à se défendre contre des attaques infondées d'investisseurs qui avaient vendu le titre à découvert. De récentes informations ont mis fin à la controverse et positionné l'action de BOFI pour évoluer en accord avec ses caractéristiques fondamentales plutôt qu'au gré de rumeurs sans fondement. En effet, les conditions strictes de prêt de la société ont entraîné une amélioration des taux de prêts improductifs, déjà parmi les meilleurs du secteur. L'équipe de Pembroke croit que les résultats constants de BOFI et son modèle sans succursale, qui permet à la société d'investir dans l'analyse de données et de nouveaux services plutôt que dans des succursales passées de mode, présentent un potentiel de hausse important. À court terme, il suffirait que BOFI comble l'écart de valorisation avec ses pairs pour que le cours de l'action monte beaucoup.

Le portefeuille a réalisé un faible gain suite à l'acquisition d'**Actua** (« ACTA »), titre détenu depuis longtemps. ACTA avait trois grands secteurs d'exploitation, dont la société a annoncé la vente dans trois transactions différentes. Chaque secteur présentait un important potentiel, mais deux

avaient eu du mal à s'imposer comme petites sociétés de logiciels, étant tiraillées entre les impératifs de croissance et de réalisation d'un bénéfice à court terme. Détenant plus de 11 % de son capital, l'équipe de direction et le conseil d'administration étaient bien alignés sur les intérêts des actionnaires et ont décidé qu'une vente était le meilleur moyen de réaliser la valeur d'ACTA plutôt que de poursuivre les activités en tant que société ouverte avec trois branches d'activité intéressantes, mais très hétéroclites.

The logo for Teligent features the word "Teligent" in a dark blue, sans-serif font. Above the letter "i" is a stylized graphic consisting of several thin, orange lines radiating from a central point, resembling a starburst or a network diagram.

L'action de **Teligent** (« TLGT »), qui produit des médicaments génériques, a baissé au cours du troisième trimestre de 2017, car les investisseurs se sont lassés devant la lenteur du processus d'homologation des nouveaux médicaments. TLGT a de nombreux nouveaux produits à l'étude et a promis aux investisseurs dix nouvelles homologations avant la fin de 2017. Depuis ces prévisions, seuls trois médicaments ont été homologués. Pembroke s'intéresse aux perspectives sur plusieurs années, car ces processus d'homologation déboucheront probablement sur une issue favorable et l'équipe de direction a de bons antécédents en matière d'exécution de sa stratégie. Que ces homologations interviennent dans trois, six ou neuf mois a peu d'importance pour les perspectives à long terme de Teligent et l'expansion de son chiffre d'affaires et de sa rentabilité. Plusieurs des homologations attendues dans un avenir prévisible s'adressent à un vaste marché et entraîneraient une forte croissance du chiffre d'affaires en 2018. Si cela se produit, le marché devrait se réveiller en constatant la croissance de Teligent et la valeur de son portefeuille de médicaments génériques en expansion et en préparation.

L'action de **j2 Global** (« JCOM ») a baissé suite à la publication des résultats du deuxième trimestre de 2017. L'équipe d'investissement de Pembroke a été surprise de la réaction négative du marché et a renforcé sa position dans JCOM à un cours plus bas. En 2016, JCOM a annoncé l'acquisition d'**EverydayHealth** (« EVDY »), fournisseur en ligne d'informations sur la santé destinées aux consommateurs et aux médecins jouissant d'une position de chef de file. L'équipe d'investissement de Pembroke a récemment rencontré la direction d'EVDY et était d'accord avec l'analyse que fait JCOM de l'entreprise, à savoir qu'EVDY pourrait être gérée de façon plus rentable et que deux des cinq divisions de la société n'ont pas une importance stratégique et devraient être vendues. JCOM optimise ses résultats en mettant fin aux contrats non rentables et a vendu une des deux divisions non essentielles. Les effets ne se font pas

encore sentir sur les résultats financiers de JCOM, qui engage des frais pour rationaliser les coûts trop élevés d'EVDY. À mesure que nous avançons dans le deuxième semestre de 2017, le potentiel de marge bénéficiaire d'EVDY devrait devenir plus évident, et l'année 2018 devrait marquer le retour à la croissance de l'entreprise, mais à un niveau de rentabilité beaucoup plus élevé. Par le passé, JCOM a déjà acquis des sociétés telles qu'EVDY, qu'elle a su restructurer pour en faire des entreprises rentables productrices de flux de trésorerie. EVDY ne devrait pas faire exception. L'action se négocie à une valorisation raisonnable et présente un potentiel de hausse intéressant pour les investisseurs capables de se projeter au-delà de cette période d'intégration et de compression des coûts.

### COMMENTAIRE – ACTIONS CANADIENNES



Les marchés boursiers canadiens étaient en hausse au troisième trimestre de 2017, largement soutenus par la vigueur des actions des services financiers et par un rebond du secteur de l'énergie. Pendant la période, les portefeuilles d'actions canadiennes de Pembroke ont inscrit des rendements absolus positifs inférieurs à ceux de l'indice composé S&P/TSX. Sur une base absolue, le fonds a profité des gains de ses titres dans les secteurs de l'énergie, de la technologie de l'information et de l'industrie, tandis que ceux des secteurs de l'immobilier et de la santé ont nuí au rendement. Par rapport à l'indice composé S&P/TSX, les secteurs de la consommation discrétionnaire, de l'immobilier et des services financiers ont le plus pénalisé le fonds. Plusieurs actions ont fortement baissé et pesé sur le rendement.

L'action de **DIRTT Environmental Solutions** (« DRT »), concepteur d'intérieurs de bâtiments sur mesure orienté vers la technologie, s'est repliée au troisième trimestre après avoir enregistré des résultats provisoires faibles pour cette saison et en réaction à un changement de chef des finances. Malgré ces difficultés à court terme, nous pensons que les perspectives de DIRTT restent encourageantes. La société jouit d'une dynamique des ventes qui améliorera les marges et le bénéfice au cours des prochains trimestres et années.

L'action de **Colliers International Group** (« CIGI »), société immobilière internationale offrant une gamme complète de services aux locataires, propriétaires et investisseurs, était en repli au troisième trimestre après un bon début d'année. Malgré tout, les résultats trimestriels étaient supérieurs



aux attentes et les perspectives de la société restent solides. Comme le secteur de l'immobilier mondial demeure fragmenté, Colliers a encore beaucoup de latitude pour faire croître ses activités, aussi bien de façon endogène que par des acquisitions.

Deux actions remarquables ont contribué positivement au rendement du troisième trimestre. L'action de **Canadian Western Bank** (« CWB »), une institution financière qui sert des clients commerciaux et particuliers, s'est bien tenue pendant la période, car les investisseurs ont réagi positivement aux résultats intermédiaires et ont considéré que la société profitait du contexte actuel de hausse des taux d'intérêt. CWB avait souffert ces deux dernières années du ralentissement de l'économie dans l'Ouest canadien dû à la baisse des prix de l'énergie. Les récents résultats montrent cependant que la qualité du crédit s'améliore et qu'une accélération de la croissance des prêts est amorcée.



L'action de **Westport Fuel Systems** (« WPRT »), développeur de moteurs au gaz naturel à faible émission pour remplacer les moteurs traditionnels à essence, s'est bien tenue pendant la période, car les investisseurs ont reconnu que la commercialisation d'une des technologies clés de la société était imminente. La société a investi beaucoup de temps et d'argent dans le développement de cette technologie, si bien que la commercialisation sera une étape importante. Elle devrait profiter de la transition des moteurs diesel à fortes émissions vers des solutions moins polluantes.

### COMMENTAIRE – ACTIONS INTERNATIONALES

Le fonds a profité de ce que les sociétés de grande qualité, orientées vers la croissance et présentant une dynamique positive de leur bénéfice et du cours de leur action ont dépassé l'indice de référence MSCI Monde TP, sauf petites capitalisations des États-Unis. La sélection des titres dans le secteur industriel a particulièrement bonifié le rendement supérieur du fonds. **Daifuku**, société japonaise d'automatisation industrielle, était la société la plus performante du secteur grâce à ses résultats financiers trimestriels supérieurs au consensus soutenus par une accélération de la demande de la part de ses clients dans les domaines de l'électronique et du commerce en ligne. Les actions du secteur de la consommation discrétionnaire ont également contribué au rendement grâce aux tendances commerciales fondamentales solides de l'opérateur hôtelier **China Lodging Group**. Dans le secteur de la consommation de base, la société **Fever-Tree Drinks** du Royaume-Uni était un autre contributeur





remarquable, soutenu par des tendances de ventes positives sur les comptes existants en plus de gains dans la distribution grâce à l'espace gagné dans les rayons des détaillants pour les cocktails de prestige à plus fortes marges.

Cependant, la sélection dans les secteurs des matériaux et de la technologie de l'information a annulé en partie ces effets positifs. Dans le secteur des matériaux, la société japonaise **Hitachi Chemicals** a nuí au rendement relatif malgré des tendances opérationnelles solides dues à la hausse de la demande de matériel consommable pour les semi-conducteurs et de matériaux pour la production de batteries de véhicules électroniques. Dans le secteur de la technologie de l'information, la société suédoise de logiciels de jeux et de casino en ligne **NetEnt** a vu le cours de son action baisser en septembre, les investisseurs craignant un éventuel ralentissement de la croissance au deuxième semestre de l'année.

Géographiquement parlant, la sélection de titre au Japon a le plus contribué au rendement au deuxième trimestre, suivie de celle en Europe (hors Royaume-Uni), tandis que la sélection au Royaume-Uni et en Amérique latine a nuí au fonds.

D'un point de vue sectoriel, la pondération du secteur des services financiers a été accrue grâce au renforcement de certaines positions de titres de sociétés financières diversifiées et à l'ajout de nouvelles positions dans des sociétés des marchés de capitaux d'Europe et du Royaume-Uni. L'exposition au secteur de la technologie de l'information a également été relevée pendant le trimestre. Ces hausses ont été principalement compensées par une réduction de l'exposition aux secteurs de la consommation discrétionnaire et des matériaux. Le positionnement géographique est resté pour ainsi dire inchangé pendant la période. Le fonds a maintenu une surpondération de l'Europe et du Royaume-Uni et une sous-pondération des pays développés d'Asie (hors Japon) et des régions émergentes d'Asie.

## COMMENTAIRE – PORTEFEUILLE ÉQUILIBRÉ ET DE DIVIDENDES

Le portefeuille équilibré de Pembroke, le **Fonds de croissance et de revenu GBC**, a enregistré de modestes gains au troisième trimestre de 2017. Ce résultat s'ajoutait, en termes absolus et relatifs, au solide rendement déjà enregistré au cours du premier semestre de l'année. Il

était le fait de quelques actions dont les contributions ont été solides, d'un grand nombre de titres qui ont contribué au rendement dans une moindre mesure et de l'absence de titres ayant nuí fortement au rendement. Bien que le fonds ait été légèrement devancé par son indice de référence pendant le trimestre, ses rendements restent positifs et nettement supérieurs à ceux de l'indice de référence depuis le début de l'année.

La répartition des actifs n'a pas changé fortement pendant la période, avec environ 29 % du portefeuille investi dans des titres à revenu fixe à la fin de septembre 2017. Cette composante est principalement investie dans des titres cotés A+, dont le rendement collectif moyen jusqu'à l'échéance atteint 2,1 %, pour une durée ajustée du portefeuille de 4,8 ans.

Le revenu généré par le portefeuille provient d'une combinaison de dividendes et d'intérêts. Le rendement brut annualisé du portefeuille atteint actuellement 3,3 %. La partie croissance du portefeuille représente essentiellement 45 actions versant des dividendes dont les cours devraient s'apprécier. Dix-huit d'entre elles, qui représentent 41 % de l'exposition aux actions, sont également détenues dans les portefeuilles de croissance de Pembroke. Les positions qui sont exclusives à ce portefeuille devraient être moins volatiles puisqu'elles versent un dividende important et que leurs bénéfices devraient croître à un rythme plus modéré, mais stable. Les sociétés incluses dans le fonds sont choisies en raison de leur dividende durable et bien financé ainsi que de leur potentiel de croissance raisonnable. La qualité des équipes de direction et leur alignement sur les intérêts des actionnaires font aussi partie des éléments clés pris en considération dans l'investissement. Les actions détenues dans le **Fonds de croissance et de revenu GBC** sont les mêmes que celles du **Fonds de dividendes et de croissance Pembroke**.

Le **Fonds de dividendes et de croissance Pembroke** a dépassé l'indice aristocrates de dividendes S&P/TSX, mais a été devancé par l'indice composé S&P/TSX pendant le trimestre, et garde une avance confortable sur les deux indices depuis le début de l'année.

Au troisième trimestre de 2017, le rendement a été soutenu par plusieurs actions qui y ont solidement contribué. Cela n'a rien de surprenant pour une période aussi courte que trois mois. Sur une période assez longue, l'objectif de gestion de ce portefeuille est d'avoir une proportion beaucoup plus grande de titres qui contribuent fortement au rendement.



D'un point de vue relatif, les deux titres qui ont le plus bonifié le rendement ont rapporté bien plus que les deux qui l'ont le plus pénalisé. En tête des titres qui ont contribué au résultat figuraient **Pollard Banknote** (« PBL ») et **Canadian Western Bank** (« CWB »). Pollard Banknote, société de Winnipeg, est l'un des plus grands fournisseurs au monde de billets de loterie instantanée à gratter et le premier fournisseur de produits de loterie au Canada. En début de trimestre, l'action a augmenté suite à l'acquisition par la société d'Innova Gaming, fournisseur de distributeurs de billets de loterie instantanée et d'autres produits de jeux en Amérique du Nord. Nous pensons que cette transaction est hautement stratégique et financièrement intéressante vu le prix payé pour cet actif. De plus, les résultats du deuxième trimestre étaient nettement supérieurs aux attentes en raison d'un plus grand choix de billets à gratter à plus fortes marges et de gains d'efficacité de la fabrication grâce à la nouvelle presse de la société. Pollard Banknote est une importante position du portefeuille en raison des perspectives de croissance à long terme de la société, aussi bien endogène que par de nouvelles acquisitions.

L'action de Canadian Western Bank a augmenté au troisième trimestre après que la banque a déclaré des résultats financiers bien accueillis par les marchés boursiers. Les investisseurs ont salué la croissance des prêts et l'amélioration des tendances du crédit pendant le trimestre. De plus, la banque devrait profiter de la hausse des taux d'intérêt qui soutiendra ses marges nettes d'intérêts. Après plusieurs années difficiles où l'économie était sensible aux aléas du secteur de l'énergie, le contexte dans lequel évolue Canadian Western Bank lui est désormais plus favorable.

Les deux actions qui ont le plus pénalisé le rendement étaient celles de **Tricon Capital Group** (« TCN ») et de **Sleep Country Canada** (« ZZZ »). Tricon Capital Group est un gestionnaire de biens immobiliers et investisseur dans le secteur immobilier résidentiel d'Amérique du Nord. Ses résultats opérationnels étaient solides et sans surprise, mais l'action s'est rétractée pendant le trimestre suite à deux problèmes d'ordre macroéconomique qui n'étaient pas propres à la société en particulier. D'abord, l'appréciation du dollar canadien a nui aux bénéfices réalisés par la société en dollars US. Ensuite, les contrôles réglementaires sur les pratiques d'évaluation d'un cabinet d'expertise auquel Tricon et d'autres sociétés ont recours ont nui à l'image du secteur. Pour autant, notre opinion sur les perspectives fondamentales de la société ne change pas.

Sleep Country Canada est un détaillant de matelas qui vend ses produits sous ce nom dans l'ensemble du pays (sauf au Québec où l'entreprise est connue sous le nom de « Dormez-vous »). Ce titre a déjà été évoqué dans le rapport du trimestre dernier en raison de sa solide contribution au rendement du portefeuille. Au cours des trois derniers mois, l'action a légèrement reculé en raison des inquiétudes des investisseurs liées au taux de croissance des ventes d'accessoires et aux marchés de l'immobilier résidentiel de Toronto et de Vancouver. Les investisseurs s'attendaient à une hausse progressive des marges grâce à une meilleure répartition des ventes d'accessoires. Cette tendance a été remise en question au cours du dernier trimestre, quand la croissance des ventes d'accessoires a ralenti. La direction a exprimé sa confiance, jugeant que ce ralentissement trimestriel n'était qu'une anomalie et que le pic de ventes douze mois auparavant rendait la comparaison difficile. Nous avons ajusté la pondération de ce titre, mais continuons de croire que cette société présente un potentiel durable de croissance à long terme.

Bien que le fonds se soit laissé distancer par son indice de référence au troisième trimestre, il a produit un rendement absolu solide et devance confortablement ses indices de référence depuis le début de l'année. Nous avons augmenté le nombre de positions du portefeuille, alors que nous continuons d'étudier plusieurs occasions prometteuses dans différents secteurs.

## COMMENTAIRE – REVENU FIXE

### Fonds d'obligations canadien GBC

Même si le **Fonds d'obligations canadien GBC** a produit un rendement négatif au cours du trimestre, il a réussi à dépasser légèrement son indice de référence, l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada.

Après avoir essentiellement pré-annoncé les hausses de taux d'intérêt du deuxième trimestre, la Banque du Canada a associé le geste à la parole au troisième trimestre. Elle a relevé son taux de financement à un jour cible à 0,75 % le 12 juillet et à 1 % le 6 septembre, pour annuler les réductions de taux à titre d'assurance de 2015 en réaction à la chute des prix du pétrole. La banque a justifié sa décision en invoquant les récentes statistiques économiques, mais les responsables semblent aussi un peu déroutés par le fait que l'inflation n'a pas elle aussi augmenté.

La hausse des taux s'est traduite par des rendements généralement négatifs sur les marchés obligataires au cours des trois et douze derniers mois. Les taux à court terme ont augmenté plus que ceux à long terme, et les taux des obligations du gouvernement ont plus progressé que ceux des obligations de sociétés. Par conséquent, la courbe des taux s'est aplatie et le rendement du dernier trimestre des indices du marché en général était négatif. Les obligations provinciales à plus longue échéance se sont moins bien tenues, tandis que la contraction des écarts de crédit et la hausse des taux a limité les dégâts pour les obligations de sociétés. Celles-ci, bien qu'ayant produit un rendement négatif pendant le trimestre, ont tout de même dépassé le marché dans son ensemble. L'indice des obligations du Canada a dégagé un rendement de -1,8 % au cours de la période.

Comme plus de 23 % du fonds étaient investis dans des billets à taux variables à la fin du trimestre, le **Fonds d'obligations canadien GBC** est bien positionné en cas de poursuite de la hausse des taux d'intérêt. La position en obligations à taux variable avait déjà profité au fonds, car les taux à court terme ont augmenté pendant le trimestre. Beaucoup d'obligations à court terme telles que celles d'Ontrea Inc. (Centre RBC) et l'obligation Eurofima arrivant à échéance en 2019 ont également dépassé le marché. Canso Investment Counsel continue de croire que les investisseurs ne sont pas adéquatement rétribués pour les risques qu'ils prennent en détenant plusieurs obligations à longue échéance.

#### Fonds d'obligations de sociétés Pembroke

Le **Fonds d'obligations de sociétés Pembroke** a produit un rendement positif pendant le trimestre et a dépassé son indice de référence, l'indice FTSE TMX Canada toutes obligations de sociétés.

La hausse des taux s'est traduite par des rendements généralement négatifs sur les marchés obligataires au cours des trois et douze derniers mois. L'indice des obligations du Canada a rapporté -1,8 % pendant le trimestre. Parmi les obligations de sociétés, les écarts de crédit ont en fait diminué dans la plupart des cas, de sorte que les obligations de sociétés ont dépassé le marché dans son ensemble pour les échéances à court, à moyen et à long terme. Bien que l'indice des obligations de sociétés ait produit un rendement négatif au cours du trimestre, il est parvenu à dépasser le marché dans son ensemble grâce à sa pondération moins

importante des obligations à long terme. Le rendement de -1,3 % de l'indice des obligations de sociétés était attribuable à la pondération du secteur des infrastructures à long terme et à l'indice des obligations de durée plus longue cotées A, qui ont rapporté -2,9 % et -1,7 %, respectivement.

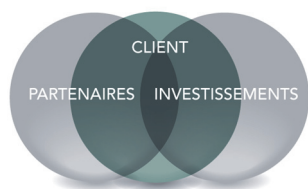
Le **Fonds d'obligations de sociétés Pembroke** a affiché rendement positif de 0,4 % au cours du trimestre, ce qui était nettement supérieur à son indice de référence, l'indice FTSE TMX Canada toutes obligations de sociétés. La sensibilité du fonds aux effets négatifs de la hausse des taux d'intérêt est relativement faible par rapport au marché dans son ensemble, principalement à cause de la pondération de plus de 30 % des obligations à taux variable du fonds. Comme leurs paiements de coupons augmentent avec les taux d'intérêt, elles profitent de la conjoncture actuelle. Les obligations de Bombardier ont reculé d'environ 5 %, mais l'effet négatif a été largement compensé par les gains de Postmedia, Pages Jaunes et Black Press. Canso Investment Counsel continue de croire que les rendements potentiels des obligations aux taux les plus élevés sont très faibles par rapport à leur risque inhérent. Il continue donc de positionner le portefeuille dans des titres de plus grande qualité.

## CONCLUSION

Les clients de Pembroke savent que nous passons plus de temps à analyser nos titres actuels, nos investissements potentiels et les occasions qu'ils présentent qu'à faire des pronostics sur le marché et l'économie. Le marché boursier peut se montrer capricieux, l'économie mondiale est imprévisible et peu de sociétés exécutent leur plan à la lettre. Pembroke soutient depuis longtemps que les sociétés de croissance dirigées par des équipes qui prennent de bonnes décisions d'investissement avec le capital et qui travaillent pour les actionnaires feront croître suffisamment leur bénéfice par action à long terme pour compenser les fluctuations des valorisations globales des marchés. La patience fait la différence. Nous continuons de découvrir de nouvelles occasions d'investissement aux États-Unis et au Canada, que nous jugeons mal valorisées par le marché. De plus, nous sommes optimistes quant au potentiel de chacune des dix premières positions des portefeuilles et la justesse de notre jugement sera un élément clé des résultats futurs. Nous recherchons un équilibre entre les perspectives optimistes pour nos titres et la conjoncture économique solide et les risques d'une correction du marché boursier en surveillant

étroitement les valorisations et les bilans. Nous n'anticipons pas de correction, mais nous apprécierions de pouvoir acheter des titres intéressants à des prix plus bas. En attendant, nous constituons des portefeuilles en équilibrant de façon responsable croissance et valorisation.

## LA FIRME



*Alignement des intérêts*

Gestion Pembroke Itée 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](http://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.

Octobre 2017