

## Introduction

Les lecteurs assidus de notre bulletin Point de vue Pembroke savent que nous présentons généralement les titres actuellement en portefeuille dans notre rubrique « La tournée des placements ». Celle-ci met en relief les visites d'entreprise et les vérifications diligentes associées à nos analyses et recherches sur les placements. Dans ce numéro de Point de vue Pembroke, notre article sur Solium Capital s'éloigne des pratiques normales de deux façons : 1) nous parlons d'une société qui a été liquidée du portefeuille à la suite d'une offre publique d'achat intéressante, et 2) nous prenons une approche rétrospective en profondeur qui ne se contente pas de décrire nos recherches sur place, mais qui examine les aspects du placement qui en ont fait un succès.

Le placement est une profession qui donne des leçons d'humilité. Nous avons des victoires et des défaites, et d'aucune façon cet article ne cherche à faire croire qu'un résultat comme celui de Solium constitue la norme. Mais nous savons tirer des leçons de nos succès et de nos échecs, et nous vous présentons ici ce que nous avons appris de notre histoire avec Solium.

**02**

La tournée des placements

**05**

Tenons-nous-en aux faits

**06**

Aperçu de trimestre

**14**

Nouvelles de la firme

**16**

Dans la communauté

## La tournée des placements

### Rétrospective sur Solium Capital

Solium offre des logiciels et des services de soutien aux activités de gestion des régimes d'actionariat autant pour les sociétés ouvertes que fermées. Les régimes incitatifs à base d'actions constituent pour les entreprises des outils importants pour l'acquisition et la fidélisation des talents. Solium propose à cet effet une plateforme efficace et conviviale pour les employés et les administrateurs de régime.

Notre entrevue initiale avec l'équipe de direction a eu lieu en février 2013. Par la suite, nous avons visité le siège social et les installations de Solium à Calgary à quatre reprises dans les six années qui ont suivi. Ces visites sur place nous ont permis de constater pleinement l'ampleur de la proposition de valeur de Solium envers ses clients : ses investissements en technologie; son expertise mondiale concernant les normes comptables, de conformité et réglementaires; sa spécialisation dans le segment des régimes incitatifs à base d'actions; et ses protocoles de service à la clientèle. À notre avis, ces caractéristiques étaient des facteurs de différenciation clés par rapport aux concurrents.

---

**Nous avons acheté le titre de la société pour la première fois le 8 mai 2015 au prix de 7,24 \$ l'action. Au cours de la période de détention, notre prix d'achat moyen s'est établi à 7,96 \$ l'action. À la suite de l'annonce par Morgan Stanley d'une entente visant l'acquisition de Solium le 11 février 2019, nous avons liquidé en totalité notre placement dans la société à un cours légèrement inférieur au prix offert de 19,15 \$ l'action. Juste avant l'acquisition, Solium représentait la plus importante position dans nos mandats de croissance canadiens, avec une pondération d'environ 5,6 %.**

---

#### Les bons coups de Solium :

- **Investissements dans sa propre plateforme technologique.** Solium a reconnu qu'elle pourrait se démarquer de ses concurrents en offrant une plateforme technologique supérieure. Comme ses concurrents ne se concentraient pas particulièrement sur l'administration des régimes d'actionariat, ils n'ont pas accordé une priorité à l'investissement dans leur plateforme. Solium a finalement été reconnue comme la société offrant la meilleure technologie dans ce segment.
- **Expansion de son empreinte mondiale.** Solium a développé une fonctionnalité pour servir des clients multinationaux et a investi pour sa distribution dans des marchés à l'extérieur de l'Amérique du Nord. Il y avait des frais initiaux associés à cette initiative, mais celle-ci a permis d'élargir nettement le marché potentiel de la société.

- **Expansion sur la scène des sociétés fermées.** La direction a reconnu que les sociétés fermées avaient des besoins énormes en matière de gestion des régimes d'actionariat. En établissant une relation d'affaires lorsque la société était fermée, il était plus facile d'en devenir le fournisseur de solution lorsqu'elle décidait d'entrer en bourse.
- **Acquisitions très astucieuses.** La place de Solium dans le secteur a été galvanisée en 2010 par l'acquisition des activités nord-américaines d'administration et de tenue de livres pour les options sur actions de Computershare. Son intrusion dans le service aux sociétés fermées a été survoltée par ses acquisitions de Capshare et de Advanced-HR en 2017 et en 2018.
- **Relation prestigieuse aux États-Unis.** La société a obtenu des mandats importants auprès de Morgan Stanley et de UBS en raison de la puissance de sa plateforme technologique. De plus, l'intégration de ces clients importants, qui est toujours en cours, s'est très bien déroulée.
- **Affectation du capital selon une vision à long terme.** La plupart des principales décisions stratégiques de Solium (investissement en technologie, croissance internationale, acquisitions afin d'investir le marché des sociétés fermées, augmentation des dépenses afin d'intégrer d'importantes relations institutionnelles) se sont avérées judicieuses à long terme pour les actionnaires, bien qu'elles aient déprimé les bénéficiaires à court terme. L'équipe de direction bien concertée de Solium a constamment pris des décisions en ayant à l'esprit une perspective à long terme.

### Les bons coups de Pembroke :

- **Suivi de la société alors qu'elle n'était une action à micro capitalisation.** Notre première entrevue avec l'équipe de direction a eu lieu en février 2013, lorsque le cours de Solium était inférieur à 4 \$ et que sa capitalisation boursière était de 160 millions de dollars. Si, à l'époque, Solium était trop petite et peu liquide pour justifier un placement, nous avons suivi l'entreprise et surveillé comment l'équipe de direction parvenait à bien exécuter son plan. Lorsque, plus de deux ans plus tard, nous avons effectué notre premier placement dans Solium, nous connaissions déjà bien l'entreprise et son équipe, ayant acquis dès le départ une connaissance de l'entreprise.
- **Diligence raisonnable approfondie et exclusive.** Les gestionnaires de portefeuille de Pembroke ont visité à maintes reprises le siège social de Solium à Calgary pour mieux comprendre les activités de la société. De plus, nous avons sollicité une rétroaction directe sur la plateforme Shareworks de Solium auprès des chefs des services financiers de sociétés ouvertes qui connaissaient la technologie et l'offre de la concurrence. Et enfin, nous avons contacté un réseau d'experts pour recueillir d'autres points de vue de tiers concernant la position concurrentielle de Solium et ses perspectives de croissance.
- **Fidèles à nos principes de placement.** Solium possède toutes les marques d'une action de croissance convenant au style de Pembroke : une équipe de direction entrepreneuriale ayant

des intérêts alignés avec ceux de ses actionnaires minoritaires étant eux-mêmes investisseurs dans la société, une longue trajectoire de croissance, un bilan bien capitalisé et une entreprise qui peut générer des rendements sur les capitaux investis élevés pour ses actionnaires.

- **Mise à profit de notre expertise des sociétés de technologie américaines.** Si Solium est une entreprise à succès canadienne, notre expérience de diligence raisonnable dans des sociétés de technologie aux États-Unis a joué un rôle important pour nous aider à comprendre le pouvoir et la valeur de la plateforme de Solium. Si l'action de Solium pouvait sembler coûteuse dans le contexte du marché canadien, nos perspectives du marché américain nous ont permis de conclure que les investisseurs canadiens sous-estimaient la croissance, la rentabilité et la résilience sous-jacentes au modèle d'affaires de Solium.
- **Maintien d'une vision à long terme.** Le marché boursier a accordé plusieurs occasions à Pembroke d'étoffer son placement dans Solium jusqu'à ce que la société occupe une grande place dans ses portefeuilles. Les réactions défavorables du marché boursier aux niveaux élevés de dépenses engagées pour acquérir des clients importants et accélérer la croissance internationale manquaient particulièrement de vision. Nos recherches échelonnées sur plusieurs années dans Solium nous ont convaincus de tirer profit de ces occasions en y accroissant notre participation.

Clairement, ce ne sont pas tous les placements qui procurent des résultats aussi favorables que ceux obtenus avec Solium. Nous sommes très conscients que des périodes comme celles que nous avons connues au quatrième trimestre de 2018 sont incroyablement éprouvantes pour les investisseurs et que les écarts entre les données fondamentales d'une société et son évaluation sont frustrants. Toutefois, notre pratique de longue date consistant à prendre la route afin de mener des recherches en profondeur sur des sociétés entrepreneuriales et à croissance rapide dotées d'équipes de gestion adéquatement concertées continuera d'être une partie essentielle de notre processus de placement et un moteur clé de nos rendements.

## « 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 2019

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
Colliers International	19%	8%	21%	7%	8%
Kinaxis	18%	21%	64%	18%	24%
DIRTT Environmental Solutions	39%	9%	31%	12%	22%
Canadian Western Bank	8%	8%	6%	9%	8%
BRP	5%	9%	24%	4%	11%
<b>Moyenne</b>	<b>18%</b>	<b>11%</b>	<b>29%</b>	<b>10%</b>	<b>15%</b>

### Les cinq principales positions américaines

31 mars 2019

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
Euronet Worldwide	39%	15%	31%	14%	17%
Carbonite	-2%	66%	61%	18%	21%
Pure Storage	36%	30%	56%	23%	49%
Stoneridge	17%	0%	3%	6%	13%
HMS Holdings	5%	8%	31%	8%	11%
<b>Moyenne</b>	<b>19%</b>	<b>24%</b>	<b>36%</b>	<b>14%</b>	<b>22%</b>

Source : Consensus et estimations de Pembroke

## Aperçu du trimestre

### Introduction des commentaires sur les portefeuilles de titres canadiens et américains

Pembroke n'a jamais cru à la synchronisation des marchés, misant plutôt sur l'investissement à long terme. Les six derniers mois illustrent les raisons qui sous-tendent cette approche. En décembre, les participants au marché s'inquiétaient des risques de surchauffe de l'économie américaine et de hausse des taux d'intérêt. En fait, même le président Trump se plaignait des interventions excessives de la banque centrale qui risquaient de précipiter l'économie en récession. En conséquence, le marché boursier, et les produits de base, dont le pétrole, ont subi une correction rapide et prononcée. À peine quelques mois plus tard, en se fondant en grande partie sur des perspectives plus modérées quant à la croissance de l'économie mondiale et à l'inflation, la banque centrale américaine a indiqué qu'elle n'augmenterait pas les taux en 2019 et ferait preuve de prudence avant de les relever en 2020. Cette annonce a ravi les marchés boursiers : la rapidité avec laquelle l'humeur des investisseurs peut changer est étonnante!

Dans le dernier numéro de Point de vue Pembroke, nous faisons valoir que les reculs trimestriels prononcés des marchés boursiers, comme celui qui s'est produit pendant les trois derniers mois de 2018, sont souvent suivis de solides trimestres et périodes de rendements élevés. Bien que le pessimisme puisse rapidement amener un marché à se replier, les « mauvaises nouvelles » qui motivent ces rapides reculs sont habituellement prises en compte trop rapidement dans les cours pour qu'on puisse y réagir. Mieux vaut alors exploiter ces soudains assauts pour chercher des titres de grande qualité qui se négocient temporairement à rabais. C'est précisément ce qu'a fait Pembroke au quatrième trimestre de 2018, triant sur le volet de nouveaux titres à ajouter à chaque portefeuille. Nous continuons d'alimenter notre réservoir de titres « de rêve » que nous aimerions détenir, mais uniquement à bon prix. Durant chaque période de volatilité, nous demeurons à l'affût de ces occasions. En attendant, les gestionnaires de portefeuille sont heureux de constater que les titres actuellement détenus accroissent leurs revenus et leurs bénéfices, sont adéquatement financés et disposent d'importantes occasions de croissance à long terme. Ce sont ces caractéristiques qui, selon nous, permettent de créer de la richesse pour les actionnaires avec le temps.

### Commentaire – portefeuille canadien

Les portefeuilles d'actions canadiennes de Pembroke se sont redressés considérablement au premier trimestre de 2019, récupérant une bonne partie du recul enregistré au quatrième trimestre de 2018. Les craintes d'un ralentissement économique et l'incertitude suscitée par les tensions commerciales ont continué de tourmenter les investisseurs. Les autorités monétaires ont mis fin aux préoccupations concernant une hausse trop rapide des taux, et ces perspectives optimistes ont fini par faire remonter les marchés boursiers.

Le redressement a été généralisé, la plupart des secteurs ayant enregistré des gains pendant le trimestre. Les placements de Pembroke dans les secteurs de la technologie, de l'industrie et de l'énergie ont été les principaux moteurs de rendement pendant la période, tandis que les titres

dans les secteurs de la consommation de base et de la santé sont demeurés à la traîne. Les mandats d'actions canadiennes de Pembroke ont dégagé un rendement supérieur à celui de l'indice composé S&P/TSX au premier trimestre, dynamisés par le solide rendement de certains des placements les plus fortement pondérés du portefeuille.

En ce qui concerne les actions individuelles, deux titres se sont démarqués au premier trimestre.

Les actions de **Solium Capital** (« SUM »), fournisseur de logiciel et de services de soutien aux activités d'administration des régimes d'actionnariat de sociétés ouvertes et fermées, se sont vivement appréciées après l'annonce de l'acquisition de la société par Morgan Stanley, qui paiera une prime de 43 %. Solium a réalisé un travail admirable en investissant dans sa plateforme technologique et en décrochant des mandats auprès de nouveaux clients. Bien que la croissance soutenue de sa clientèle témoigne déjà de la solidité de sa position concurrentielle, la prise de contrôle par Morgan Stanley vient appuyer encore davantage ce point de vue. Pembroke a liquidé son placement dans Solium dans la foulée de l'annonce de l'offre d'achat de Morgan Stanley.

Les actions de **Badger Daylighting** (« BAD »), société de services environnementaux spécialisée dans l'hydro-excavation non destructive, se sont redressées au premier trimestre, soutenues par des résultats d'exploitation supérieurs aux attentes des analystes et par des prévisions pour 2019 qui reflètent d'excellentes perspectives de croissance. Badger a investi dans l'agrandissement de sa flotte et diversifié son empreinte géographique et son exposition au marché final. À mesure que l'hydro-excavation gagnera en popularité aux États-Unis, Badger tirera profit de son avantage d'être le premier à pénétrer ce marché. Badger continue d'assurer le juste équilibre entre les investissements dans sa flotte et des mesures favorables aux actionnaires, y compris le versement de dividendes et les rachats d'actions.

Deux titres ont eu un effet particulièrement défavorable sur le rendement au premier trimestre.

Les actions de **Jamieson Wellness** (« JWEL »), fabricant, distributeur et négociant de produits de santé naturels, comme des vitamines, minéraux et suppléments, ont reculé au premier trimestre, alors que la société a mis en œuvre des mesures visant à améliorer la productivité de son personnel de vente dans sa division des marques spécialisées. Ce segment n'est pas à la hauteur du reste des activités de la société depuis plusieurs trimestres déjà, mais la direction entrevoit un redressement pour le deuxième semestre de 2019. En attendant, les résultats des produits de l'ancienne marque Jamieson continuent d'être solides, et les occasions de croissance à long terme sur les marchés américains et internationaux demeurent intactes.

Les actions de **Helius Medical** (« HSM »), fabricant d'appareils médicaux qui développe et acquiert des technologies destinées à aider les patients qui ont subi un traumatisme neurologique et qui octroie des licences visant ces technologies, ont été anémiques au premier trimestre. La société commercialise son appareil de neurostimulation portatif (PoNS), procédé non invasif permettant d'appliquer un traitement de neurostimulation en vue d'améliorer l'activité de guérison du cerveau. Après la fin du premier trimestre, Helius a annoncé que l'organisme de réglementation américain chargé d'examiner les demandes d'appareils médicaux avait rejeté la demande de la société dans sa forme actuelle. Par suite de cette annonce très négative, nous avons choisi de nous départir de notre placement dans cette société.

## Commentaire – portefeuille américain

Les portefeuilles d'actions américaines de Pembroke ont été solides au premier trimestre de 2019, tant par rapport à leur indice de référence qu'en termes absolus. Les titres du secteur de la technologie de l'information ont grandement contribué au rendement. Les placements du portefeuille dans les secteurs de la santé et des services financiers ont eu une incidence positive sur le rendement, mais n'ont pas été à la hauteur de leurs secteurs respectifs pendant cette brève période. Les bénéfices du quatrième trimestre et les prévisions de 2019 pour la plupart des titres ont été solides et Pembroke continue de faire preuve de discipline en matière d'évaluation. Nous demeurons optimistes quant aux occasions à long terme.

Les actions d'**Euronet Worldwide** (« EEFT ») ont dégagé un bon rendement au premier trimestre de 2019, la société ayant annoncé des bénéfices encourageants au quatrième trimestre et présenté des perspectives optimistes pour l'année à venir. Les trois segments d'activité de la société offrent de bons résultats. Premièrement, le segment des guichets automatiques devrait poursuivre sa croissance à mesure que son réseau pénètre de nouveaux marchés. Deuxièmement, le segment du paiement au point de vente d'Euronet enregistre des résultats de plus en plus vigoureux, alors que la vente en perte de vitesse de plans mobiles prépayés est remplacée par la vente de nouveaux produits et services. Troisièmement, le segment de virement de fonds de la société gruge la part de marché de la concurrence, qui souffre des coûts élevés de sa structure et de l'étroite surveillance des organismes de réglementation. Bien que l'équipe des placements gère prudemment sa participation à Euronet, elle voit d'un bon œil les perspectives à long terme de la société. En effet, Euronet bénéficie d'un profil de croissance attrayant, d'une évaluation raisonnable, d'un bilan sans tache et d'une équipe de direction chevronnée dont les intérêts sont harmonisés avec ceux des actionnaires.

L'action d'**Upland Software** (« UPLD ») a grimpé rapidement au premier trimestre de 2019, après avoir dégagé de solides bénéfices et poursuivi la mise en œuvre de sa stratégie en matière de fusions et d'acquisitions. Pembroke a investi dans Upland au début de 2017 en raison de la position exceptionnelle dont bénéficiait la société pour consolider certains créneaux du marché de la gestion fonduagique des travaux d'entreprise. Upland a dépassé nos attentes, non seulement sur le plan de son efficacité à réaliser des économies de coûts, mais aussi grâce à sa capacité à assurer la croissance interne de ses nouvelles sociétés après leur acquisition. Les occasions de croissance pour Upland ne manqueront pas à l'avenir, et l'équipe de direction, dont les intérêts correspondent à ceux des actionnaires, a exécuté sa stratégie avec succès. À mesure que la société prend de l'expansion grâce aux acquisitions, à la gestion des dépenses et à la croissance interne, elle accroît également ses flux de trésorerie disponibles en vue de financer de futures acquisitions. Pembroke note un certain nombre de similitudes entre Upland et Constellation Software, un titre que Pembroke a longtemps détenu dans ses portefeuilles d'actions canadiennes. C'est toute une commande pour Upland, mais la société est sur la bonne voie.

**Green Dot Corp** (« GDOT »), entreprise de carte prépayée et de plateforme bancaire numérique, a dégagé un rendement anémique au premier trimestre de 2019, le marché ayant réagi négativement au recul sur 12 mois du nombre de cartes actives en circulation. Les gestionnaires de portefeuille de Pembroke sont d'avis que la réaction du marché boursier a été excessive. Green Dot a entrepris de délaissier les cartes prépayées « à usage unique », peu rentables, pour se

tourner vers les cartes de débit direct tiré sur un compte, qui sont plus rentables et plus durables et qui ont enregistré une croissance de 10 pour cent sur 12 mois. Au dernier trimestre, le revenu par carte a également progressé de 10 pour cent par rapport à l'exercice précédent. Apple, Uber, Walmart et Inuit sont tous des clients de la plateforme Banking as a Service (BaaS) de Green Dot, ce qui confère une grande crédibilité à son produit. La société dispose également d'un nombre imposant et croissant de clients éventuels. Green Dot est bien positionnée pour continuer d'établir de nouvelles relations avec des entreprises non bancaires qui désirent offrir des services financiers à leurs clients ou employés.

L'action de **Healthcare Services Group** (« HCSG ») a fléchi lorsque la société a retardé la production de son rapport 10-K. Le conseil d'administration de la société avait approuvé la tenue d'une enquête sur les pratiques antérieures de présentation de l'information financière, et la société et ses experts-conseils indépendants ont eu besoin de deux semaines de plus pour achever le travail. De plus, la société a déclaré que la SEC l'avait également assignée à produire des documents financiers. Bien que l'objet de l'enquête semble être sans importance pour les activités courantes et éventuelles de HCSG, les gestionnaires de portefeuille de Pembroke ont décidé de liquider le placement dans cette société. La décision a été difficile à prendre, car HCSG jouit d'un solide bilan, d'un formidable dossier financier à long terme et d'une position de chef de file dans un marché final attrayant.

## Commentaire – fonds équilibrés et de dividendes

Le **Fonds de dividendes et de croissance Pembroke** a progressé au premier trimestre de 2019, récupérant une partie des pertes enregistrées à la fin de 2018 lors du recul généralisé du marché boursier. Bien que les craintes d'une possible décélération de la croissance économique mondiale dans un contexte de frictions commerciales demeurent palpables, les investisseurs en actions ont semblé soulagés d'apprendre que les banques centrales de partout dans le monde pourraient normaliser les taux d'intérêt plus graduellement qu'elles ne l'avaient laissé entendre précédemment. Les primes de risque se sont rétrécies, et les marchés boursiers se sont redressés pendant la période. Bien que le Fonds ait participé à cette remontée, il a été devancé aussi bien par l'indice composé S&P/TSX que par l'indice S&P/TSX Dividend Aristocrats pendant cette période.

D'un point de vue sectoriel, la remontée a été généralisée, la plupart des secteurs représentés dans le portefeuille ayant clos le premier trimestre en territoire positif. Les titres des secteurs de l'immobilier, de la consommation discrétionnaire et des services financiers sont ceux qui ont contribué le plus favorablement au rendement du portefeuille, tandis que ceux du secteur de la consommation de base sont demeurés à la traîne.

Deux titres en particulier ont nuï au rendement au premier trimestre de 2019.

Les actions de **Jamieson Wellness** (« JWEL »), fabricant, distributeur et négociant de produits de santé naturels, comme des vitamines, minéraux et suppléments, ont dégagé un rendement anémique au premier trimestre, car certains investisseurs se sont montrés prudents à l'égard des efforts déployés par la société pour améliorer la productivité du personnel de vente dans sa division des marques spécialisées. Les résultats affichés par la société au dernier trimestre indiquent que les autres secteurs d'activité de Jamieson vont bien, les occasions de croissance à l'extérieur du Canada

demeurent intéressantes. Jamieson produit d'importants flux de trésorerie disponibles et nous sommes d'avis que ses versements de dividendes sont bien financés.

L'action de **Transcontinental** (« TCL.A »), fabricant de produits d'emballages flexibles et fournisseur de services d'impression aux entreprises, a fléchi au premier trimestre de 2019, le marché ayant accueilli avec déception ses résultats d'exploitation. La société a affronté des vents contraires qui se sont répercutés sur les résultats, y compris un ralentissement des campagnes publicitaires auprès des détaillants, qui s'est révélé préjudiciable pour le segment de l'impression, et des problèmes d'exploitation qui compriment les marges dans le segment de l'emballage. Malgré la faiblesse de ses résultats d'exploitation, la société continue de produire des flux de trésorerie disponibles qui l'aideront à rembourser sa dette et à provisionner son dividende.

Deux titres en particulier ont grandement contribué au rendement au premier trimestre de 2019.

L'action de **Cogeco Inc.**, (« CGO »), société de télécommunications offrant ses services d'Internet, de vidéo et de téléphonie grâce à ses réseaux de fibres bidirectionnels à large bande, a dégagé un bon rendement au premier trimestre de 2019, soutenue par des résultats trimestriels qui ont dépassé les attentes du marché et par la vente de ses activités de services infonuagiques. L'action de Cogeco se négociait à escompte par rapport à la valeur de ses entreprises sous-jacentes, et cette transaction permet aux actionnaires d'obtenir une partie de cette valeur. Le produit de la vente devrait servir à réduire la dette, à provisionner un programme de rachat d'actions et à financer des activités d'acquisition dans le secteur américain de la câblodistribution.

L'action de **Collectors Universe** (« CLCT »), fournisseur de premier plan de services indépendants d'authentification et d'expertise pour les pièces de collection de grande valeur telles que les pièces de monnaie et les cartes à échanger, a dégagé de solides rendements au premier trimestre de 2019. Bien que 2018 ait été une année difficile pour CLCT, avec une baisse importante du volume de pièces, les récents résultats de la société indiquent qu'une reprise des activités est en cours. De plus, le segment des cartes à échanger affiche une forte croissance et est en voie de devenir un important moteur de rentabilité générale pour CLCT. Selon nous, le bilan sans tache de la société, le rendement élevé de son capital et la grande quantité de flux de trésorerie disponibles qu'elle dégage justifient sa politique actuelle en matière de dividende.

Le **Fonds de croissance et de revenu GBC**, un fonds équilibré de Pembroke, a enregistré des gains au premier trimestre de 2019, soutenu par le volet en actions du portefeuille, qui est représenté par les titres du **Fonds de dividendes et de croissance de Pembroke**. Le rendement des actions a rebondi par rapport au recul du quatrième trimestre de 2018, les primes de risque rétrécissant à mesure que la confiance des investisseurs se raffermissait.

Pendant le trimestre, le volet à revenu fixe du Fonds, représenté par le **Fonds d'obligations canadien GBC**, a affiché des gains qui ont contribué au rendement global du mandat tout en offrant une diversification servant de protection contre la volatilité des marchés des actions.

Le revenu de ce fonds équilibré provient de dividendes et d'intérêts. Le volet en actions du Fonds affiche actuellement un rendement brut annualisé de 3,74 %, alors que le volet à revenu fixe est essentiellement composé de titres notés A+ qui, en moyenne, offrent un rendement collectif à l'échéance de 2,7 % et une durée du portefeuille corrigée de 4,9 ans. La composition de l'actif du

mandat équilibré de Pembroke n'a pas beaucoup changé au cours de l'année, les titres à revenu fixe représentant environ 30 % des placements au 31 mars 2019.

## Commentaire – actions internationales

Le **Fonds de croissance international GBC** a dégagé un rendement supérieur à celui de l'indice MSCI Monde tous pays (excluant les É.-U.) de sociétés à petite capitalisation pour le trimestre clos le 31 mars, stimulé par une sélection de titres favorable dans la plupart des secteurs et régions.

D'un point de vue sectoriel, la sélection de titres dans la consommation discrétionnaire est l'élément qui a contribué le plus au rendement relatif, soutenue par les titres hôteliers et de villégiature, dont Huazhu Group, Evolution Gaming Group et Nagacorp. Huazhu Group, anciennement China Lodging, a annoncé des bénéfices au quatrième trimestre et des prévisions pour 2019 supérieurs aux attentes. La société prend vigoureusement de l'expansion dans le but de consolider le secteur très fragmenté de l'hôtellerie. Elle s'intéresse principalement aux segments des hôtels bas et milieu de gamme, des marchés qui se développent à mesure qu'augmente le niveau des revenus. La sélection judicieuse de titres dans le secteur de la technologie de l'information, conjuguée à une surpondération de ce secteur, a également permis de dégager un rendement supérieur à celui de l'indice.

Ces résultats favorables ont été en partie contrebalancés par une sélection négative de titres dans le secteur de la consommation de base, qui était également surpondéré. Costa Group Holdings, plus importante société australienne de production de produits agricoles et de légumes frais, a eu une incidence négative sur le rendement, le cours ayant reculé par suite de l'annonce par la société d'une révision à la baisse de ses prévisions de bénéfices pour l'exercice qui se terminera en juin 2019. La déception était attribuable à la faiblesse des prix de produits clés, dont les baies, les tomates et les avocats, étant donné la baisse de la demande et les conditions d'approvisionnement défavorables.

Du point de vue géographique, les titres du Japon, de l'Europe et des marchés émergents ont été particulièrement solides pendant le trimestre, permettant de contrebalancer largement la sélection négative de titres dans les pays développés d'Asie hors Japon.

Pendant le trimestre, la pondération des secteurs de la santé et de la technologie de l'information a augmenté, principalement au détriment du secteur de la consommation de base. Sur le plan géographique, la pondération des pays développés d'Asie hors Japon a été réduite, alors que celle des pays émergents d'Asie a augmenté. La pondération totale des marchés émergents s'établissait à 19 % au 31 mars, soit légèrement inférieure à la pondération de 21 % de l'indice.

Au début de 2019, des sondages laissaient entendre que la croissance mondiale continuait de décélérer à la toute fin de la dernière année. Plus précisément, les sondages réalisés auprès des directeurs d'achat continuent de prévoir un ralentissement de la croissance des commandes industrielles et, par conséquent, de la production industrielle. Nous considérons le ralentissement de l'activité économique aux États-Unis davantage comme un effet de base que comme la fin du cycle économique actuel. À mesure que s'atténuera l'incidence de la politique budgétaire largement accommodante dévoilée au début de 2018, la croissance de l'économie américaine devrait ralentir

pour s'établir entre 2 % et 2,5 %, par rapport à son sommet de 4,2 % au second trimestre de 2018.

En Europe, les indicateurs de l'activité industrielle à court terme continuent de fléchir. En même temps, la croissance de l'emploi et des revenus de même que le bilan des sociétés permettent d'entrevoir un taux de croissance de la demande intérieure comparable à celui de 2018. En Italie, les problèmes budgétaires se sont résorbés, du moins pour le moment. Bien que l'incertitude entourant le Brexit continue de planer, nous croyons que le Parlement britannique cherchera en dernier ressort à éviter une perturbation économique à court terme.

La solidité exceptionnelle de l'économie américaine et la hausse des rendements des obligations américaines ont soutenu le billet vert en 2018, rendant ainsi l'année encore plus difficile pour les économies émergentes. Ces vents contraires devraient s'amenuiser dans l'avenir. De plus, au dernier trimestre de 2018, le prix du pétrole brut a chuté du tiers, ce qui a permis d'atténuer considérablement les pressions exercées sur les économies émergentes, dont bon nombre sont d'importants importateurs d'énergie.

Les probabilités d'une entente commerciale et d'une diminution des tarifs entre les États-Unis et la Chine ont augmenté au début de 2019. À la fin de 2019 ou en 2020, les États-Unis deviendront probablement un important exportateur de gaz naturel liquéfié et de produits pétroliers. Ils doivent trouver des consommateurs pour leurs produits, que les coûts d'expédition rendront relativement plus coûteux. La Chine est le plus grand consommateur de ces produits, et celui dont la croissance est la plus rapide. Par conséquent, il existe d'importantes motivations économiques à la ratification imminente d'une entente commerciale.

L'an dernier, la Chine a instauré des modifications importantes et généralisées à sa structure fiscale, notamment au chapitre des impôts sur le revenu. Nous croyons que la réduction de l'impôt des ménages favorisera la demande des consommateurs en Chine. Nous ne nous attendons pas à ce que la Chine mette en œuvre des mesures de stimulation importantes, mais elle a procédé à de lents changements de politique dans le but de soutenir la croissance. Le taux des réserves obligatoires a fortement diminué en janvier 2019 : pour les grandes banques, il s'établit aujourd'hui à 13,5 %, contre 17 % il y a un an.

## Commentaire – revenu fixe

Les signes d'un ralentissement de la croissance économique et les pressions exercées par le président Trump ont incité la Réserve fédérale américaine à mettre abruptement fin à sa politique de hausse des taux d'intérêt. Lorsqu'ils en ont pris conscience, les marchés des actions et des obligations se sont redressés. Les marchés des actions ont regagné la majeure partie des pertes enregistrées lors des liquidations du quatrième trimestre, et les rendements ont fléchi d'un bout à l'autre de la courbe des taux. L'ampleur de la remontée des actions a été déconcertante, car l'étendue du fléchissement des rendements obligataires était telle qu'elle laissait entrevoir un grave ralentissement économique. S'il s'était concrétisé, ce ralentissement aurait probablement eu des répercussions très négatives sur les bénéfices des sociétés et le cours des actions.

La chute des taux d'intérêt s'est révélée positive pour les rendements obligataires pendant le trimestre. Les rendements obligataires ont reculé légèrement plus dans le cas des obligations à moyen terme que dans celui des courtes et longues échéances, mais ce mouvement a largement été parallèle, et la durée a été récompensée. Ce fut le cas des obligations provinciales de longue durée, qui ont affiché les meilleurs rendements. Les écarts de crédit se sont resserrés dans une conjoncture qui a récompensé le risque, et les obligations de sociétés ont affiché les meilleurs rendements, les titres notés A et BBB ayant déclassé les obligations de courte durée notées AAA ou AA.

## Commentaire sur le Fonds d'obligations canadien GBC

Au premier trimestre de 2019, le **Fonds d'obligations canadien GBC** est demeuré à la traîne de son indice de référence, soit l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada. Sa durée plus courte que celle de l'indice s'est révélée inutile, car les obligations à long terme ont affiché un rendement supérieur dans un contexte de fléchissement des rendements. Les billets à taux variable, tels que ceux de Lloyds Bank PLC, ont nui au rendement, car ils n'ont pas profité du fléchissement des rendements. En revanche, les émissions à taux fixe, notamment ceux d'Apple, ont grandement contribué au rendement.

À la fin de mars, le rendement à l'échéance du portefeuille s'est établi à 2,7 % avec une durée de moins de 5 ans, ce qui est considérablement plus court que celle de 7,7 ans de l'indice obligataire universel. Canso Investment Counsel estime encore que cette position est prudente, car les investisseurs ne sont pas adéquatement dédommagés pour le risque de durée, les taux de rendement des obligations canadiennes à long terme s'élevant à moins de 2 %.

## Commentaire sur Le Fonds d'obligations de sociétés GBC (anciennement appelé Le Fonds d'obligations de sociétés Pembroke)

Le 27 février 2019, Gestion privée de placement Pembroke Ltée (« Pembroke »), à titre de fiduciaire et de gestionnaire du Fonds, a décidé de le convertir en fonds commun de placement et de modifier l'acte de fiducie supplémentaire en conséquence. À cette date, le nom de **Le Fonds d'Obligations de Sociétés Pembroke** a été changé pour **Le Fonds d'Obligations de Sociétés GBC**. La conversion du Fonds, de fonds de placement collectif à fonds commun de placement, n'entraînera aucun effet négatif sur les parts détenues par les porteurs. En fait, la conversion en fonds communs de placement comporte les avantages suivants :

- liquidité accrue pour les porteurs de parts;
- obligations accrues de divulgation d'information aux porteurs de parts;
- plus grande transparence relativement à la gestion du Fonds;
- surveillance réglementaire accrue du Fonds.

Ce changement n'a aucune incidence sur l'objectif ou la stratégie de placement du Fonds.

Veuillez noter que comme les exigences réglementaires applicables aux fonds communs de placement sont plus rigoureuses que celles qui s'appliquent aux fonds de placement collectif, les

frais et charges liés à l'exploitation et à l'administration du Fonds risquent d'augmenter quelque peu. À l'heure actuelle, Pembroke a l'intention d'absorber ces frais supplémentaires afin de maintenir le ratio des frais de gestion sensiblement au même niveau que le ratio en vigueur avant la conversion. Il est possible que Pembroke cesse d'absorber ces frais ultérieurement. Cependant, Pembroke ne prévoit pas augmenter de façon considérable le ratio des frais de gestion lorsqu'il cessera d'absorber les frais. Pembroke espère que la conversion de ce fonds permettra d'accroître l'actif et de réaliser des économies d'échelle qui se traduiront par un ratio de frais de gestion inférieur au fil du temps.

Étant donné la récente conversion du **Fonds d'obligations de sociétés Pembroke**, lequel était constitué en fonds de gestion commune et a été converti en un fonds commun de placement, les organismes de réglementation considèrent qu'il s'agit d'un fonds commun nouvellement créé. Par conséquent, nous ne sommes pas autorisés à divulguer ou discuter de rendements de ce Fonds avant le 8 avril 2019, date à laquelle la conversion a eu lieu. Nous avons présenté une demande de dispense afin de pouvoir conserver les historiques de rendements et nous sommes toujours en attente de la décision.

Le portefeuille affiche un rendement à l'échéance de 3,7 % et une durée très courte de 1,4 an, soit 5 années de moins que celle de l'indice d'obligations de sociétés FTSE TMX Canada. Comme il est composé à 60 % de billets à taux variable, le Fonds demeure bien positionné en prévision d'une hausse des taux d'intérêt. Canso Investment Counsel demeure d'avis que les instruments à taux variable offrent une excellente valeur. Canso estime encore que cette position est prudente, car les investisseurs ne sont pas adéquatement dédommagés pour le risque de durée, les taux de rendement des obligations canadiennes à long terme s'élevant à moins de 2 %. De plus, Canso estime que le marché des obligations à rendement élevé est cher et que le Fonds est bien positionné pour saisir les occasions qui se présentent.

## Nouvelles de la Firme

### Du nouveau chez Pembroke – Le Fonds équilibré mondial GBC

Le 8 avril 2019, Gestion privée de placement Pembroke a lancé **Le Fonds équilibré mondial GBC**. **Le Fonds équilibré mondial GBC** constitue la stratégie la plus diversifiée de Pembroke. Ce nouveau Fonds vise à offrir aux investisseurs une croissance à long terme du capital et un revenu tout en réduisant au minimum le risque grâce à une diversification des placements sur les plans de l'actif, des régions et de la capitalisation boursière. La stratégie du Fonds consiste principalement à investir dans des stratégies d'actions et de titres à revenu fixe gérées à l'interne et à l'externe, y compris des fonds négociés en bourse. Le Fonds peut être constitué de placements dans des fonds d'actions canadiennes, américaines, internationales ou mondiales; des fonds d'actions de sociétés à forte et à faible capitalisation; des fonds d'actions à gestion active ou passive; et des titres individuels inscrits à une bourse reconnue. Le Fonds peut également renfermer des obligations d'État ou de sociétés ainsi que des instruments à court terme du marché monétaire.

Le portefeuille est composé à 70 % d'actions et à 30 % de titres à revenu fixe, dont 80 % font l'objet d'une gestion active et 20 % d'une gestion passive. Un repositionnement du portefeuille sera

effectué dès que ces limites seront dépassées. Le Fonds témoigne de l'importance qu'accorde Pembroke à la diversification des placements dans les marchés financiers mondiaux, à la recherche de rendement alpha lorsque c'est justifié et au recours à un repositionnement discipliné plutôt qu'à la synchronisation des marchés pour réaliser les objectifs de placement à long terme. Veuillez communiquer avec votre représentant Pembroke pour en savoir plus sur **Le Fonds équilibré mondial GBC**.

## Nomination de Peter Morton au poste de vice-président du conseil de Gestion privée de placement Pembroke

Pembroke Management est heureux d'annoncer la nomination de Peter Morton au poste de vice-président du conseil de Gestion privée de placement Pembroke. Cette nomination souligne le rôle important qu'a joué M. Morton dans le développement du profil de l'entreprise à Montréal et partout au Canada.

## Nomination de Caroline Miller à titre de nouvelle administratrice de Le Fonds de croissance américain GBC Inc.

Marc Courtois, président du conseil de **Le Fonds de croissance américain GBC**, est heureux d'annoncer la nomination de Caroline Miller à titre de nouvelle administratrice du Fonds. Elle se joint à Ian Aitken, Glen Roane, Lloyd Segal et Marc Courtois, qui ont tous été réélus lors de l'assemblée annuelle qui s'est tenue à Montréal le 18 mars 2019.

## Aperçu du sondage auprès de la clientèle

Pembroke aimerait transmettre ses remerciements à tous les clients de gestion privée qui ont répondu au récent sondage. Nous avons obtenu un taux de participation de 20 %, ce qui est excellent, et nous accordons beaucoup d'importance à vos commentaires.

Nous sommes encouragés de savoir que 75 % des répondants ont l'impression que leur représentant Pembroke comprend très bien ou extrêmement bien leurs besoins en matière de placement; 57 % croient que Pembroke communique l'information avec efficacité et célérité; 37 % estiment que le nouveau site Web est mieux ou beaucoup mieux que le site précédent; et 66 % jugent élevées les probabilités qu'ils nous recommandent à un ami ou collègue.

Nous remarquons que les services d'évaluation financière et de planification de la retraite intéressent 37 % des répondants et que 26 % aimeraient que la gamme de fonds soit plus vaste et comporte notamment un fonds équilibré mondial offrant une exposition aux sociétés à forte capitalisation.

Nous reconnaissons également qu'il nous reste du travail à faire, car 45 % des répondants n'ont pas encore parcouru notre nouveau site Web, 70 % de nos clients ne connaissent pas le Programme Avantage Familial de Pembroke et 22 % de nos clients sont peu susceptibles de nous recommander à un ami ou collègue.

Nous avons lu avec attention les commentaires des clients et ceux-ci nous aideront à modeler notre façon de diriger l'entreprise. Si vous désirez faire un suivi concernant quelque aspect que ce soit du sondage, n'hésitez pas à communiquer avec votre représentant agréé étant donné que, de notre côté, il nous est impossible de communiquer avec vous en raison du caractère anonyme du sondage.

## Pembroke dans la communauté

Le 13 avril, Matthew Beckerleg et Andrew Garschagen ont participé à un tournoi de hockey visant à recueillir des fonds au profit de la Fondation Habilitas (anciennement appelée fondation MAB-Mackay). Cet organisme vient en aide aux personnes qui vivent avec des déficiences auditives ou visuelles. Pembroke était le commanditaire « Médaille d'or » de l'événement.

# PEMBROKE

INNOVATION > DISCERNEMENT > CROISSANCE

DEPUIS 1968

---

## La firme

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

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.*