

Juillet 2017

**RETOUR SUR LE TERRAIN**

1

Retour sur le terrain

4 « Tenons-nous-en aux faits »

5

Aperçu du trimestre

16

Conclusion

17

Nouvelles de la firme

**Installed Building Products** (« IBP ») est un installateur de systèmes d'isolation et d'autres produits de bâtiment de Columbus, Ohio. La société a été fondée en 1977 avec un établissement à Columbus. Aujourd'hui, elle génère plus d'un milliard de dollars US de chiffre d'affaires à partir de 125 établissements dans 48 États. IBP réalise environ 75 % de ses ventes sur le marché résidentiel, 18 % sur le marché commercial et 7 % dans les réparations et rénovations.

Pembroke suit IBP depuis son premier appel public à l'épargne, en 2014, et a rencontré la direction à plusieurs reprises. Après un petit investissement initial en novembre 2016, les gestionnaires de portefeuille (« GP ») de Pembroke ont organisé des entretiens en avril avec la direction au siège social d'IBP à Columbus. L'équipe a rencontré le chef de la direction, le chef de l'exploitation, le président des affaires extérieures, le premier vice-président, Finances, et le directeur régional de la société dans le Midwest pendant une visite d'installations. Les visites ont renforcé l'opinion de Pembroke sur les sujets suivants :

1. IBP est dirigée par une équipe compétente et complémentaire;
2. IBP est une entreprise de construction efficace, de grande qualité;
3. de nombreux facteurs ont préparé le terrain pour une croissance des ventes et une expansion des marges durables;
4. le potentiel de hausse du prix des actions ajusté en fonction du risque est convaincant.



Jeff Edwards, le chef de la direction, a repris le contrôle d'IBP des mains de son père en 2004 et a hissé l'entreprise à un niveau supérieur. L'essentiel de l'expansion de la société et la constitution de l'équipe de direction actuelle ont eu lieu depuis qu'il est à la barre. Pembroke n'a trouvé aucun maillon faible ni ego démesuré au sein de l'équipe. Chacun de ses membres fait preuve d'intelligence et de crédibilité et se montre déterminé à faire croître l'entreprise dans l'intérêt bien compris des actionnaires. Ce qui est normal, vu que les dirigeants détiennent environ 30 % du capital-actions de l'entreprise.

La pose d'isolants peut sembler peu intéressante et exiger beaucoup de main-d'œuvre, mais IBP est une des meilleures sociétés de services de construction que les GP ont vues. Cela s'explique en partie par sa position dans la chaîne de valeur. IBP se situe entre une clientèle fragmentée (les milliers de constructeurs de logements du pays, parmi lesquels les cinq premiers contrôlent environ 10 % du marché) et quatre fabricants d'isolants ayant peu d'emprise sur les prix. IBP est un des deux grands poseurs d'isolant aux États-Unis qui contrôlent chacun 20 %-25 % du marché et bénéficie de tarifs d'isolants beaucoup plus bas que ses concurrents plus petits. Cet avantage structurel et le cadre concurrentiel bénin se reflètent dans ses rendements : 25 %-30 % de rendement des fonds propres et 14 %-15 % de rendement du capital investi. IBP assure une rotation des stocks de plus de dix fois par an.

L'activité d'IBP lui offre de nombreux canaux de croissance dont les extensions des produits résidentiels, des fusions et acquisitions supplémentaires, l'expansion de la branche commerciale et la poursuite de l'expansion cyclique. Les mises en chantier de constructions résidentielles se situent encore à 30 %-40 % sous les niveaux historiques et nous nous attendons à ce qu'elles poursuivent leur remontée comme les autres piliers de l'économie américaine.

Pembroke a vu en direct comment les extensions de produits résidentiels représentent un potentiel de croissance intéressant. La succursale d'IBP à Columbus installe la gamme complète de produits de bâtiments dont l'isolation, les gouttières, les portes de garage, les portes de douches, des miroirs et l'étanchéification. En apprendre plus sur la mécanique économique du déploiement de ces produits dans de nouvelles régions accroît notre confiance dans nos estimations de croissance.

Les produits d'IBP se retrouvent dans près de 60 % des permis de construire de maisons individuelles. La société croit qu'elle peut faire monter ce chiffre à plus de 90 % au cours des trois à cinq prochaines années par des fusions et des acquisitions et donner une autre impulsion à la croissance pour plusieurs années. Pembroke est repartie de ses rencontres à

Columbus avec la conviction que les ventes commerciales, actuellement environ 18 % du chiffre d'affaires, représentent une autre convaincante occasion de croissance endogène. Les projets de la société misent sur ses relations avec les entrepreneurs généraux grâce à sa récente acquisition d'Alpha Construction et l'ouverture de nouveaux bureaux commerciaux dans les branches les plus importantes du marché résidentiel. En outre, de nombreuses autres occasions de fusions et d'acquisitions l'attendent dans le secteur commercial. Les GP ont maintenant encore plus confiance dans le potentiel de cet investissement.

## « TENONS-NOUS-EN AUX FAITS »

Avant d'aborder les commentaires qualitatifs sur le trimestre, nous vous présentons de l'information quantitative sur nos cinq principales positions au Canada et aux États-Unis.

### Les cinq principales positions canadiennes

30 juin 2017

Société	Variation du cours au T2 (CAD)	Croissance estimée des revenus Exercice en cours	Croissance estimée du BAIIA Exercice en cours	Croissance estimée des revenus Prochain exercice	Croissance estimée du BAIIA Prochain exercice
Descartes Systems	4%	10%	15%	11%	15%
BRP	22%	5%	13%	5%	8%
DIRTT Environmental	-2%	17%	69%	16%	40%
DHX Media	3%	3%	34%	58%	49%
Gildan	11%	4%	6%	5%	7%
<b>Moyenne</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>28%</b>	<b>19%</b>	<b>24%</b>

### Les cinq principales positions américaines

30 juin 2017

Société	Variation du cours au T2 (USD)	Croissance estimée des revenus Exercice en cours	Croissance estimée du BAIIA Exercice en cours	Croissance estimée des revenus Prochain exercice	Croissance estimée du BAIIA Prochain exercice
HMS Holdings	-9%	15%	10%	13%	15%
Bofl	-9%	21%	12%	14%	16%
J2 Global	2%	32%	18%	8%	14%
National General Holdings	-11%	17%	14%	8%	24%
Gentherm	-1%	8%	11%	7%	7%
<b>Moyenne</b>	<b>-6%</b>	<b>18%</b>	<b>13%</b>	<b>10%</b>	<b>15%</b>

Source : Consensus et estimations de Pembroke

## APERÇU DU TRIMESTRE

### INTRODUCTION

Les marchés boursiers américains ont monté au deuxième trimestre de 2017 où d'importantes données économiques, notamment sur l'emploi et les enquêtes officielles sur les investissements des entreprises, indiquent que l'expansion économique se poursuit. Certains secteurs qui ont connu



des difficultés au cours des semaines qui ont suivi l'élection de Donald Trump en novembre 2016, ont affiché des résultats positifs en 2017. Ceux de la santé et de la technologie étaient en tête des gagnants de l'indice Russell 2000 de la fin de mars à juin, soutenus par la combinaison d'une croissance forte et de valorisations intéressantes. Au Canada, le principal indice du marché a eu du mal à progresser, retenu par les secteurs de l'énergie et des finances qui ont légèrement baissé.

Certaines actions du secteur de la santé étaient en proie à la volatilité due à l'incertitude entourant la révocation et le remplacement de la loi intitulée *Affordable Care Act* (« ACA »). Cette volatilité offre des occasions à saisir pour les investisseurs à long terme; les tendances à la rationalisation des coûts, à l'utilisation accrue des données et de la technologie dans les prises de décision et à la responsabilisation concernant le coût des soins ne s'estompent pas. Pembroke maintient une pondération importante dans le secteur de la santé et, au cours des douze derniers mois, a ajouté de nouvelles positions à ses portefeuilles américains et canadiens.

Les portefeuilles de Pembroke ont bénéficié d'une sélection d'actions solide dans le secteur de la technologie. La société n'a pas de pondération importante dans des entreprises à croissance extrêmement rapide et à prix élevé et se concentre plutôt sur les entreprises à croissance rentable, bien gérées, dont les cours représentent une valorisation raisonnable (c.-à-d. qu'elle n'achète pas la croissance à tout prix). Cependant, Pembroke garde une liste active d'idées dans le secteur de la technologie à exploiter si un repli du marché lui donne l'occasion d'acheter à un prix avantageux.

Les actions du secteur de l'énergie continuent de peiner puisque l'augmentation de l'offre a limité la hausse des prix du pétrole et du gaz naturel. Pembroke conserve une attitude prudente à l'égard du secteur, mais continue d'y rechercher des sociétés de croissance bien capitalisées

rapportant un rendement financier raisonnable, même au prix actuel des produits de base.

Les valorisations ont augmenté en 2017, mais beaucoup d'investisseurs privilégient les sociétés à forte croissance, délaissant des occasions de placement intéressantes dans des entreprises moins connues, moins suivies, mais dirigées par des équipes qui se soucient des actionnaires. Pembroke croit qu'il est possible de générer des rendements positifs en investissant dans des sociétés de croissance qui augmentent leur chiffre d'affaires et leur bénéfice par action, particulièrement si les taux d'intérêt augmentent modestement au cours des deux prochaines années et ralentissent la croissance cyclique et l'expansion des ratios boursiers.

## COMMENTAIRE – ACTIONS AMÉRICAINES



Le portefeuille d'actions américaines de Pembroke a dépassé l'indice Russell 2000 de référence au cours du trimestre et continue de le devancer de même que l'indice S&P 500 depuis le début de l'année. Les secteurs de la santé et de la technologie ont contribué le plus à ce résultat. Les actions du secteur de la santé offrent une combinaison intéressante de valeur et de croissance et continuent d'augmenter après avoir souffert à la suite de l'élection de M. Trump. Les positions dans le secteur financier ont légèrement nuí au rendement. Les caractéristiques fondamentales au niveau des sociétés demeurent solides, offrant un important potentiel de hausse si la communauté d'investisseurs réévaluait à la hausse les sociétés financières de notre portefeuille.

L'investissement de Pembroke dans **GTT Communications** (« GTT ») a été productif au deuxième trimestre. GTT est un prestataire de services de télécommunications aux entreprises multinationales ayant une structure d'actif légère. La société se développe par croissance endogène grâce à la supériorité de son service et à ses prix, offrant aux clients une solution de remplacement intéressante par rapport aux grandes marques. De plus, GTT intègre activement des concurrents plus petits et a annoncé deux transactions bonifiant ses résultats au cours des trois derniers mois. Si on inclut les importants gains de synergie associés à ces opérations, GTT a en fait allégé la dette à son bilan par rapport à sa capacité de bénéfice. GTT demeure une position importante dans le portefeuille américain de Pembroke, car sa valorisation est raisonnable au vu de ses solides flux de trésorerie disponibles, de ses revenus persistants et de ses importants débouchés sur le marché. L'équipe de direction affiche un bon bilan en

matière de création de valeur pour les actionnaires dans des sociétés antérieures et détient plus de 30 % des fonds propres, ce qui aligne ses intérêts sur ceux des actionnaires extérieurs.



Les actions de **Web.com** (« WEB ») ont monté au deuxième trimestre lorsqu'on a appris que la société avait engagé des discussions en vue d'un rachat. WEB a une entreprise d'enregistrement de domaines de sites Web qui génère d'importants flux de trésorerie et offre aussi des outils et des services de conception de sites. Elle devrait dégager environ 130 millions \$ de flux de trésorerie disponibles en 2017, ce qui représente un rendement disponible sur les fonds propres de plus de 10 %. La société a fait l'acquisition de Yodle en 2016 pour élargir ses capacités de conception de sites Web et de marketing en ligne. Alors que nombre de ses concurrents automatisent l'ensemble du processus de conception de sites et de marketing en ligne, WEB se distingue en offrant des services de consultation aux propriétaires de petites et moyennes entreprises qui ont besoin d'aide pour améliorer leurs efforts en ligne. WEB vise un équilibre entre croissance et rentabilité et utilise ses flux de trésorerie disponibles pour rembourser sa dette et racheter des actions. La dynamique financière de WEB en fait une cible intéressante pour des concurrents à croissance plus rapide cherchant à améliorer leur rentabilité ou pour des sociétés de capital privé qui voient le potentiel d'exploitation du bilan de WEB et d'accroître la base des revenus au fil du temps. Même si la société n'est pas rachetée, Pembroke voit une valeur dans sa clientèle fidèle et, si WEB arrive à accélérer sa croissance endogène par les services offerts grâce à l'acquisition de Yodle, le marché rehaussera sans doute la valorisation de ses actions.

Les portefeuilles d'actions américaines de Pembroke ont été avantagés par l'achat de **Xactly Corporation** (« XTLY ») par Vista Equity Partners. Bien que le prix payé représentait une prime de 34 % sur le cours de clôture de XTLY 30 jours à peine avant l'annonce de la transaction, l'équipe d'investissement de Pembroke a été déçue par ce rachat. XTLY aide les entreprises à gérer leur programme de rémunération des ventes et offre à ses clients des données d'analyses comparatives concurrentielles pour une rémunération incitative plus efficace de leurs effectifs de vente. Le taux de pénétration du marché n'est que d'environ 20 % et les débouchés sur plusieurs années restent énormes. Pembroke a été en mesure de déployer les fonds tirés de XTLY dans d'autres sociétés technologiques qui présentent aussi un potentiel d'appréciation intéressant.



Les actions de **Brightcove** (« BCOV ») ont chuté après que la société a revu à la baisse ses prévisions de chiffre d'affaires et de bénéfice pour l'exercice 2017. La position était relativement récente, sans pondération importante, mais il a été décevant de voir les caractéristiques fondamentales prendre cette tournure. Pembroke avait fait cet investissement en 2016. BCOV, qui héberge et publie du contenu vidéo en ligne avait commencé à donner des signes d'accélération de la croissance et d'expansion des marges après deux années d'investissement en recherche et développement et de sa force de ventes. Cette période agitée avait débouché sur ce que Pembroke croyait être un point d'inflexion intéressant de l'entreprise. Cependant, certains éléments des activités de BCOV étaient vulnérables à la concurrence sur les prix, ce qui a entraîné des pertes de clients au premier trimestre. La valorisation actuelle a attiré des acheteurs en quête de titres de valeur et des activistes potentiels. Cependant, Pembroke a vendu sa petite pondération pour dégager de la place pour des sociétés ayant maintenant des pistes de croissance plus évidentes.



Les actions de la plus importante position de Pembroke, **HMS Holdings** (« HMSY »), ont connu des difficultés, car la société a fait état de résultats qui étaient inférieurs aux attentes au premier trimestre. HMSY aide les États et les sociétés d'assurance à réduire les coûts de la santé en déterminant si une tierce partie est responsable de certains coûts et en examinant l'intégrité des services médicaux dispensés. HMSY détient un quasi-monopole dans son secteur gouvernemental, ayant des contrats à long terme avec 46 États. Cette branche croît à un rythme modéré à mesure que les États lui confient plus de mandats et que les coûts de la santé augmentent. Le potentiel de croissance de la société est le plus important dans son segment commercial, dont le taux d'expansion devrait être de 15 % ou plus au cours des prochaines années. En outre, la branche commerciale est maintenant plus importante que la division gouvernementale de HMSY, par conséquent la croissance du chiffre d'affaires global devrait être plus forte. Si la croissance commerciale a déçu les attentes des investisseurs au premier trimestre, HMSY continue d'ajouter à son carnet de commandes en gagnant de nouveaux clients et en approfondissant les liens avec les clients existants. Pembroke ne doute pas que le potentiel de croissance à long terme de HMSY est tout à fait intact. On notera que sa direction n'a pas réduit ses prévisions de chiffre d'affaires pour 2017 malgré un début d'année lent. Au cours des douze derniers mois, HMSY a consacré une partie de ses importants flux de trésorerie disponibles à des acquisitions, notamment celles de deux sociétés qui lui permettent de s'implanter sur des marchés complémentaires, entre autres, dans le domaine de la gestion de la santé d'une population en croissance rapide. L'incertitude entourant la

révocation et le remplacement de l'ACA (*Affordable Care Act*) vaut aux actions de HMSY de se négocier à une valorisation intéressante en raison de sa solide position concurrentielle, de la croissance de son chiffre d'affaires, de sa structure de marges élevées et de ses importants flux de trésorerie disponibles. Au cours des prochains trimestres, nous nous attendons à ce que HMSY rectifie les difficultés opérationnelles qui ont affecté les résultats du premier trimestre et à ce que le handicap de la refonte de l'ACA disparaisse. De l'avis de Pembroke, les actions de HMSY ont un potentiel de baisse à moyen terme minime, mais offrent un important potentiel d'appréciation pour les investisseurs patients.

## COMMENTAIRE – ACTIONS CANADIENNES



Les portefeuilles d'actions canadiennes de Pembroke ont inscrit des rendements absolus positifs ce trimestre, dépassant l'indice composé TSX qui a baissé. Les portefeuilles canadiens ont profité d'une bonne performance des positions dans les secteurs des matériaux, de l'industrie, de la technologie de l'information et de l'immobilier. Celle-ci a été légèrement contrebalancée par un résultat plus faible des investissements dans la santé et les télécommunications.

Sur la base des positions individuelles, certaines actions ont affiché des baisses importantes qui ont freiné le rendement. Celles d'**IMAX Corporation** (« IMAX »), fournisseur de technologies cinématographiques et de systèmes de cinéma grand format, ont été délaissées au deuxième trimestre par des investisseurs déçus des recettes décevantes de certains films. Les résultats à court terme d'IMAX sont effectivement tributaires du succès ou de l'échec de grandes productions cinématographiques, mais le potentiel de croissance à long terme par une augmentation du nombre de salles IMAX dans le monde reste intact. La direction a pris des mesures pour parer aux effets négatifs à court terme en mettant en œuvre une réduction des coûts et en instaurant un programme de rachat d'actions.

Les actions de **Tamarack Valley Energy** (« TVE »), producteur de pétrole et de gaz ayant des actifs en Alberta et en Saskatchewan, ont baissé au deuxième trimestre à l'instar des prix du pétrole, qui ont handicapé tout le secteur. La direction se concentre sur des projets qui rapportent des rendements adéquats du capital investi même quand les prix des produits de base ne sont pas avantageux. La société a accru ses actifs de manière opportuniste pendant le repli des prix de l'énergie et conserve un bilan en bonne santé, qui lui permet de résister à plus de volatilité.

## lumenpulse

Du côté positif, deux actions ont contribué remarquablement au rendement du deuxième trimestre. Celles de **Lumenpulse** (« LMP »), fournisseur de systèmes d'éclairage DEL architecturaux, ont enregistré une reprise après l'annonce de la fermeture du capital par les fondateurs de l'entreprise moyennant une prime importante. Les actions de la société avaient été décotées pendant le trimestre précédent en raison de la faiblesse des résultats et de prévisions financières internes revues à la baisse. L'acquisition reflète la confiance de la direction dans la viabilité à long terme et l'attractivité de l'entreprise.

Les actions de **BRP Inc.** (« DOO »), fabricant de véhicules et de systèmes de propulsion pour le secteur des sports récréatifs, se sont bien comportées ce trimestre grâce à un bénéfice robuste et au puissant élan de l'entreprise. La gamme de produits de BRP est très prisée par les consommateurs et la société surclasse ses concurrents par la qualité de l'exécution de sa stratégie. En outre, le rendement financier positif a incité la direction de BRP à mettre en place un dividende et à lancer un important programme de rachat d'actions.

### COMMENTAIRE – ACTIONS INTERNATIONALES



Le **Fonds de croissance international GBC** a enregistré des rendements positifs au premier semestre, supérieurs à celui de son indice de référence, l'indice Morgan Stanley Capital International Monde (tous pays hors États-Unis) des sociétés à petite capitalisation.

Le leadership des titres de croissance sur le marché a largement soutenu le rendement. La sélection des actions était positive dans la plupart des secteurs, à commencer par ceux de la santé et de la consommation discrétionnaire. Dans le secteur de la santé, les titres des sociétés pharmaceutiques européennes **Ipsen** et **Recordati** ont particulièrement contribué au rendement, tandis que **China Lodging Group** a stimulé le rendement relatif dans le secteur de la consommation discrétionnaire. En général, le positionnement sectoriel était positif pendant le semestre, et notamment les surpondérations des secteurs des services financiers et des sociétés industrielles. Ces facteurs favorables ont été en partie annulés par une sélection moins avantageuse des titres dans les secteurs de la technologie de l'information et des matériaux. Dans le premier, les positions du fonds dans les sous-secteurs d'Internet et des semi-conducteurs n'ont pas réussi à maintenir la cadence de ceux qui ont le plus contribué à l'indice, tandis que la sélection des actions dans le secteur des matériaux laissait à désirer en raison de la faiblesse des actions

des sociétés minières **Granges** et **Dowa**.

La sélection des actions était judicieuse dans la plupart des régions, celles de l'Asie émergente et du Japon arrivant en tête. En Asie émergente, les titres des secteurs de la consommation en Chine et des services financiers en Inde ont le plus bonifié le rendement du fonds, tandis que la performance supérieure enregistrée au Japon était attribuable aux sociétés industrielles et aux secteurs de l'immobilier et des services financiers. Ces gains ont été en partie contrebalancés par la sous-pondération de l'Asie émergente et la sélection des actions en Europe, sans le Royaume-Uni.

Des changements remarquables ont été apportés pendant le semestre, notamment une surpondération du secteur de la consommation discrétionnaire depuis le 30 juin grâce à de nouvelles positions prises sur les marchés émergents et dans des sociétés de consommation en Europe et au Japon. Les expositions du fonds aux secteurs de l'énergie, des matériaux, de la technologie de l'information et aux sociétés industrielles ont été réduites; dans le cas des deux derniers secteurs, les réductions ont été précipitées par un risque de valorisation accru suite à des gains solides. D'un point de vue géographique, le positionnement du fonds était essentiellement stable. L'exposition à l'Asie développée, hors Japon, a été réduite par la liquidation de certains titres australiens en raison de l'affaiblissement de leurs caractéristiques fondamentales. L'exposition à la région Europe, Moyen-Orient et Afrique a aussi été diminuée par la liquidation des titres d'une banque turque et d'une société de raffinage pétrolier. Dans le même temps, l'exposition à l'Europe, au Royaume-Uni et à l'Amérique latine a été légèrement accrue.

### COMMENTAIRE – PORTEFEUILLE ÉQUILIBRÉ

Le portefeuille équilibré de Pembroke, le **Fonds de croissance et de revenu GBC**, a dégagé un bon résultat depuis le début de l'année. Les rendements positifs étaient le résultat de quelques titres qui ont rapporté beaucoup, d'une grande partie des autres positions qui ont eu des rendements positifs et de l'absence de titres laissant franchement à désirer. Le rendement a nettement dépassé celui de l'indice composé S&P / TSX ainsi que celui de l'indice aristocrates de dividendes S&P / TSX – qui ont baissé pendant les deux premiers trimestres.

La répartition des actifs est restée relativement inchangée pendant la période, le portefeuille contenant environ 29 % de titres à revenu fixe. Cette composante est principalement investie dans des titres cotés A+, dont le rendement collectif moyen jusqu'à l'échéance atteint 2,3 %, pour une durée corrigée du portefeuille de 4,6 ans.

Le revenu provient des dividendes et des intérêts. Le rendement annualisé atteint actuellement 3,3 %. La composante croissance du portefeuille provient surtout de 44 sociétés versant des dividendes dont la valeur est appelée 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 et 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 leurs dividendes durables et bien financés 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**.

Le **Fonds de dividendes et de croissance Pembroke** a présenté des rendements positifs depuis le début de l'année et a largement dépassé son indice de référence. L'objectif principal du fonds 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. Bien que la stratégie pour atteindre cet objectif consiste à investir dans des sociétés aux modèles économiques offrant en général une visibilité accrue par rapport aux investissements des fonds de croissance de base de Pembroke, ce mandat a une exposition large aux actions qui peuvent connaître et connaîtront probablement une certaine volatilité. Comme les cours des actions dépendent de l'humeur des investisseurs, les valorisations et les ratios que les investisseurs associent aux sociétés cotées peuvent varier largement, même si la rentabilité et les flux de trésorerie liés aux activités sous-jacentes ne connaissent pas de telles fluctuations. La performance à long terme de ce fonds est encourageante, sans toutefois être linéaire.

## SleepCountry

En tête des sociétés qui ont contribué le plus aux résultats figuraient **TECSYS** (« TCS ») et **Sleep Country Canada** (« ZZZ »). TECSYS est une société de logiciels qui offre des solutions de gestion de la distribution pour la chaîne d'approvisionnement des hôpitaux aux États-Unis. La société a présenté des signes prometteurs d'amélioration de la rentabilité dans les résultats trimestriels les plus récents. À cela s'ajoute aussi un degré accru d'optimisme quant à la capacité de l'entreprise d'acquérir de nouveaux clients dans le secteur des hôpitaux et d'augmenter la pénétration des ventes auprès de la clientèle existante. La capitalisation boursière de la société commence à attendre des niveaux tels que de plus en plus d'investisseurs institutionnels s'intéressent à elle.

Sleep Country Canada est un détaillant de matelas présent dans tout le pays. La société a, pour l'essentiel, produit des résultats constants et impressionnants depuis son premier appel public à l'épargne, il y a deux ans. Une publicité efficace, entre autres, a permis de dégager une forte croissance par magasins comparables. La position relative de l'entreprise sur le marché s'est encore renforcée, car certains concurrents ont eu des difficultés et le plus éminent d'entre eux a récemment demandé la protection contre les créanciers et prévoit la fermeture d'un certain nombre d'établissements dans le cadre d'un processus de restructuration. La croissance devrait se poursuivre, car la société consacre sa trésorerie à l'ouverture de nouveaux magasins et à la rénovation des établissements existants.

## MEDIAGRIF

Les deux entreprises qui ont le plus pénalisé le rendement étaient **Peyto Exploration & Development** (« PEY ») et **Mediagrif Interactive Technologies** (« MDF »). Peyto est une société d'énergie dont l'essentiel de la production provient du gaz. Elle est centrée sur l'exploitation de quelques régions différentes dans le Deep Basin en Alberta. Au cours des six derniers mois, Peyto a enregistré des retards de production dus au manque de disponibilité de certains services et aux intempéries, dont un temps d'arrêt plus long pendant le dégel printanier. La direction a prévu un retour à des niveaux plus élevés des volumes au deuxième semestre de 2017. Le secteur de l'énergie n'est pas très recherché par les investisseurs en raison des débats entourant les niveaux de l'offre et de la demande qui pèsent sur les prix des matières premières, ce qui ajoute aux problèmes particuliers de l'entreprise.

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. Cette action faisait partie du commentaire du trimestre dernier puisqu'elle avait rapporté pendant la première partie de l'année des résultats qui ont déçu les investisseurs du point de vue de la croissance. Cela a soulevé des questions au sujet du potentiel de croissance sous-jacent de la société. Malgré tout, les flux de trésorerie disponibles sont solides et la direction en a utilisé une partie pour financer deux acquisitions de propriétés qu'elle décrit comme des actifs de croissance. Le marché adopte une position attentiste, peu disposé à reconnaître la valeur de ces actifs avant d'avoir des preuves de leur croissance.

Pembroke est encouragée par le rendement depuis le début de l'année. L'essentiel de la performance était attribuable à l'exécution fondamentale solide des sociétés détenues et elle était supérieure à ce que nous escomptions pour ce mandat sur une base annualisée. La société n'anticipe pas un repli de ces rendements, mais certaines contributions qui les ont soutenus au premier semestre de l'année ne devraient pas se répéter au cours de chaque période à venir. Pembroke accroît lentement le nombre de positions du portefeuille au gré des nouvelles idées d'investissement et les gestionnaires continuent d'analyser des titres potentiels à ajouter dans une vaste sélection de secteurs.

## COMMENTAIRE – REVENU FIXE

Le **Fonds d'Obligations Canadien GBC** a produit un rendement positif depuis le début de l'année, 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 produit un rendement positif depuis le début de l'année, mais légèrement inférieur à celui de l'indice de référence, l'indice obligataire de sociétés FTSE TMX Canada.

La Banque du Canada a semblé faire volte-face au deuxième trimestre de 2017. Elle ne paraissait pas pressée de modifier sa politique monétaire après avoir procédé à des baisses de taux d'intérêt « urgents » en janvier 2015, puis à nouveau plus tard dans la même année. Mais en juin, le ton de la banque a changé soudainement, celle-ci invoquant dorénavant une amélioration des perspectives de croissance qui élimineront les capacités inutilisées dans l'économie, une amélioration de la confiance des entreprises et une nette réduction de l'effet modérateur de la baisse des prix du pétrole. Cette attitude concordait avec celle des banques centrales du Royaume-Uni, d'Europe et des États-Unis.

En réaction à ce changement, la courbe des taux canadienne s'est aplatie, car les taux des obligations à court terme et à moyen terme ont augmenté et ceux des obligations à long terme ont baissé, ce qui a fait des obligations à long terme les plus performantes de ce trimestre.

Les obligations provinciales de longue durée sont restées en tête dans le secteur des titres gouvernementaux, rapportant un rendement de 2,1 % pendant le trimestre, car les niveaux des rendements de ces titres sont restés stationnaires et les écarts avec les obligations du Canada se sont réduits. L'indice des obligations du Canada a rapporté 0,4 % 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. Cependant, l'indice global des obligations de sociétés était légèrement en recul par rapport au marché dans son ensemble étant moins pondéré en obligations à long terme. Le rendement de l'indice des obligations de sociétés de 1,0 % au cours du trimestre était motivé par un rebond du secteur des infrastructures à long terme et l'indice des obligations de durée plus longue cotées A, qui ont rapporté 3,5 % et 1,8 %, respectivement.

Depuis le début de l'année, l'indice des obligations de sociétés a rapporté 2,9 %, dépassant de 50 points de base l'indice global ressorti à 2,4 %. Cela représente nettement plus que l'indice des obligations du Canada (1,0 %); cependant, l'indice des obligations de sociétés accuse un retard sur l'indice des obligations provinciales et municipales dont les rendements s'établissent à 3,5 % et 3,6 % respectivement.

Comme plus de 25 % du fonds étaient investis dans des billets à taux variables à la fin du trimestre, le **Fonds d'Obligations Canadien GBC** est bien positionné pour une poursuite de la hausse des taux d'intérêt. La position en billets à taux variables a profité au fonds, car les rendements à court terme ont augmenté, tout comme plusieurs des positions longues dans G.T.A.A., Autoroute 407 et TransCanada Pipelines, les rendements des obligations à long terme ayant baissé. Le fonds a dégagé un rendement de 0,59 % pendant le trimestre et de 1,66 % depuis le début de l'année, l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada devançant ces chiffres de 0,4 % et 1,1 % respectivement. L'indice obligataire universel FTSE TMX Canada a augmenté de 1,11 % au cours du trimestre et de 2,36 % sur les six mois. La différence est attribuable à la sous-pondération par le fonds des obligations à longue échéance, dont les rendements ont

baissé pendant le trimestre et depuis le début de l'année. Canso Investment Counsel, sous-conseiller de ce fonds, continue de croire que les investisseurs ne sont pas adéquatement rétribués pour les risques qu'ils prennent en détenant des obligations à longue échéance.

Le **Fonds d'obligations canadiennes GBC** est investi dans un portefeuille diversifié d'obligations de grande qualité. Le rendement du portefeuille jusqu'à l'échéance ressort à 2,3 %, ce qui se compare avantageusement au marché, et ce rendement a été possible grâce à des risques de taux d'intérêt nettement moindres. Le positionnement du portefeuille reste défensif en prévision d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt avec une durée de 4,6 ans, comparativement à celle de l'indice qui est de 7,6 ans.

Le rendement inférieur du **Fonds d'obligations de sociétés Pembroke** depuis le début de l'année est attribuable à la sous-pondération des obligations à long terme par le portefeuille, pendant une période où les rendements des titres à long terme baissaient. La contreperformance a été partiellement compensée par le rachat par Xplornet de ses obligations échéant en 2020 à la fin du mois de mai, au prix de 103,25 \$. De plus, le portefeuille de Pembroke continue de profiter, depuis le début du trimestre et le début de l'année, du rétrécissement des écarts sur des positions telles que celles de Navient et de Sobeys Inc. Le portefeuille pondère aussi fortement les émissions à taux variable qui ont bonifié le rendement, car les taux à court terme ont augmenté. Le portefeuille continue d'accumuler les positions à taux variable, puisque Canso Investment Counsel, sous-conseiller de ce fonds, juge que les investisseurs ne sont pas adéquatement rétribués pour les risques qu'ils prennent en détenant des obligations à long terme. Par rapport à la durée de l'indice FTSE TMX toutes obligations de sociétés de 6,4 ans, la durée plus courte de 2,1 ans du portefeuille positionne celui-ci de façon défensive en cas de hausse accrue des taux d'intérêt, tout en lui conservant un rendement jusqu'à l'échéance sain de 2,0 %.

## CONCLUSION

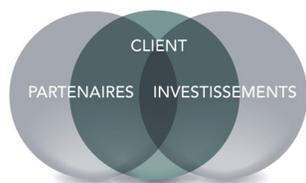
Pembroke pense que ses portefeuilles sont suffisamment diversifiés en matière de titres et de secteurs, avec des sociétés de croissance bien gérées, bien financées et présentant des valorisations raisonnables. L'équipe continue d'assister à des conférences du secteur et à se déplacer aux sièges sociaux des sociétés pour surveiller ses titres et dresser une liste de nouvelles possibilités d'investissement. Pembroke investit aussi

dans son personnel et ses processus de manière à poursuivre son objectif qui est d'offrir à ses clients des rendements supérieurs ajustés en fonction du risque. Pembroke ne table jamais sur un marché en croissance linéaire et nous profiterions d'une correction qui nous permettrait de prendre de nouvelles positions ou d'accroître nos positions existantes dans certaines entreprises chères mais de grande qualité. Nous croyons que les portefeuilles sont bien positionnés à moyen et long terme pour enregistrer des rendements positifs.

### **NOUVELLES DE LA FIRME**

À partir du 1er juillet, nous réduirons nos frais de gestion de certains fonds, veuillez communiquer avec votre représentant Pembroke pour savoir si ces changements auront une incidence sur votre compte.

## 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](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.

Juillet 2017