



T4

Point de vue

Janvier 2018

PEMBROKE À 50 ANS

Le début de la nouvelle année marque aussi le début de la célébration d'un important anniversaire pour Pembroke. La société a été créée en 1968, nous fêtons donc notre 50e anniversaire.

Pendant 50 ans, nous avons investi dans des entreprises en pleine croissance et servi les besoins d'investissement de nos clients. Plus qu'un simple jalon dans notre histoire, 2018 est une occasion de réaffirmer et de célébrer nos valeurs fondamentales, notre philosophie d'investissement cohérente et, surtout, ce que nous avons accompli pour nos clients.

Au cours de ce demi-siècle, nous avons été témoins de formidables changements et innovations et nous avons investi dans de nombreuses excellentes sociétés qui ont créé une richesse considérable pour leurs actionnaires. En cours de chemin, nous avons aussi appris quelques dures leçons. La sagesse acquise d'année en année nous a aidés à nous concentrer sur ce qui compte : créer de la richesse pour nos clients à long terme.

Nous sommes reconnaissants à tous nos clients de la confiance qu'ils placent en Pembroke et nous nous réjouissons tous de célébrer notre 50e anniversaire avec vous alors que notre aventure continue.

2
La tournée des placements

5 « Tenons-nous-en aux faits »

6
Aperçu du trimestre

17
Conclusion

18
Nouvelles de la firme

LA TOURNÉE DES PLACEMENTS

L'équipe d'investissement de Pembroke se réunit régulièrement au cours de l'année pour revoir et raffiner son approche de sélection de titres et de gestion des portefeuilles. Comme nous avons pu le constater au cours de ces cinq décennies dans le milieu des placements, pour rester concurrentiels dans un secteur, quel qu'il soit, un certain degré d'évolution est nécessaire. Mais une constante demeure : l'effort nécessaire de nous déplacer et de rendre visite aux sociétés. Cela représente une partie importante de notre processus de revue diligente qui nous aide à évaluer le calibre des équipes de direction et la vigueur de leurs entreprises. Selon la société et son secteur, nos déplacements peuvent prendre différentes formes. Au quatrième trimestre de 2017, Pembroke a eu l'occasion de faire une tournée des coulisses du nouveau World Trade Center à travers le prisme de la société de télécommunications responsable d'équiper de capacités de communications sans fil ce grand site de New York.



Boingo Wireless (« WIFI ») est un investissement que Pembroke détient depuis la fin de 2015. Boingo, dont le siège social est à Los Angeles, est une entreprise que beaucoup ne connaissent que comme un fournisseur d'accès WiFi dans les aéroports nord-américains. Ce service s'est révélé

de plus en plus populaire avec la prolifération des appareils mobiles à l'aube des années 2000. Après le premier appel public à l'épargne de la société en 2011, cependant, l'environnement a changé puisque les coûts de la transmission de données se sont effondrés et que les utilisateurs comptaient moins sur les points d'accès sans fil. L'action de Boingo a souffert en bourse pendant des années alors que l'équipe de direction mettait au point un changement d'orientation et faisait fructifier son savoir-faire acquis dans ses activités initiales par des services d'architecture réseau pour les sociétés de télécommunications. Cette transformation est passée inaperçue de beaucoup d'investisseurs. La puissante tendance pour laquelle Boingo se préparait était celle de la consommation de données mobiles – une tendance robuste qui ne donne aucun signe de ralentissement.



Pembroke a consacré six mois à étudier l'entreprise et son marché avant d'acheter l'action. À l'époque, cette thèse d'investissement ne manquait pas de soulever du scepticisme : seules trois maisons de courtage ont publié des études sur le titre, les investisseurs ne comprenaient pas bien le potentiel que représentait la société, le levier opérationnel du modèle d'affaires était mal apprécié et son état des résultats était difficile à interpréter. Ces circonstances ont créé une excellente occasion d'achat pour Pembroke. L'action a chuté de 9 \$ au moment où nous avons rencontré la société pour la première fois en été 2015, à moins de 6 \$ à la fin de cette année-là.

Lors de notre visite à New York, nous avons examiné les chambres d'équipement pour saisir toute l'ampleur et la complexité associées à la construction d'un réseau double de téléphonie cellulaire et communication sans fil pour cette icône qu'est le World Trade Center.

Boingo joue un rôle crucial dans la chaîne d'approvisionnement. Les organisateurs d'événements et les fournisseurs de services sans fil veulent que les visiteurs et abonnés jouissent d'un service sans aucun problème. Or seul un réseau robuste peut offrir ce niveau de service. Les différents espaces d'accueil du public n'ont pas ces capacités et les fournisseurs de communications sans fil n'ont pas assez d'équipements pour atteindre chacun des locaux. Boingo offre cette expertise en architecture réseau et son indépendance convient à la fois aux fournisseurs de locaux et aux entreprises de communications sans fil qui paient ainsi beaucoup moins cher que si elles devaient construire les réseaux elles-mêmes.

L'action a bondi de 6 \$ à 23 \$ avec l'expansion du bénéfice et la société, maintenant redécouverte, affiche des ratios cours/bénéfice plus élevés. Les gestionnaires de portefeuille de Pembroke appellent cette combinaison puissante de croissance des bénéfiques et d'expansion des ratios un « coup double ». C'est ce que nous recherchons dans nos tournées des sociétés : des entreprises aux bénéfiques solides passées inaperçues ou mal évaluées des marchés. Pembroke a pris soin de bien gérer le risque – en diminuant ou augmentant le poids du titre dans le portefeuille pendant les périodes de volatilité.

Après notre visite du World Trade Center, nous sommes toujours aussi enthousiasmés par les débouchés de Boingo Wireless aujourd'hui que lorsque nous avons investi pour la première fois dans le titre. Forte d'une capitalisation boursière d'environ 1 milliard \$, la société est de plus en plus reconnue par les investisseurs. L'augmentation du cours de l'action depuis deux ans reflète un solide bilan d'exécution fondamentale. Nous demeurons fortement impressionnés par le nombre d'établissements toujours à équiper pour Boingo (« le marché adressable total »), les rendements élevés des fonds propres, la forte production de flux de trésorerie disponibles et la situation concurrentielle dominante.

« 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 décembre 2017

Société	Variation du cours au T4 (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	4%	-1%	5%	5%	7%
Canadian Western Bank	17%	21%	16%	10%	11%
Solium Capital	6%	5%	-5%	18%	26%
DIRTT Environmental Solutions	23%	15%	26%	17%	69%
Stella-Jones	5%	1%	0%	3%	16%
Moyenne	11%	8%	8%	11%	26%

Les cinq principales positions américaines

31 décembre 2017

Société	Variation du cours au T4 (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
Bofl Holding	5%	17%	20%	14%	23%
Carbonite	14%	19%	31%	9%	31%
Installed Business Products	17%	32%	44%	13%	25%
HMS Holdings	-15%	4%	27%	10%	13%
National General Holdings	3%	19%	-33%	5%	100%
Moyenne	5%	18%	18%	10%	38%

Source : Consensus et estimations de Pembroke

APERÇU DU TRIMESTRE

INTRODUCTION

Les marchés boursiers nord-américains ont monté au quatrième trimestre de 2017, couronnant une solide année de gains. La santé économique et la croissance se sont reflétées dans les statistiques, qu'il s'agisse de la baisse du taux de chômage ou de la montée des prix du



pétrole au-dessus de 60 \$ le baril. Les réductions d'impôt des particuliers et des entreprises promises par l'administration républicaine des États-Unis et très attendues ont été adoptées avec succès en décembre, augmentant les espoirs des investisseurs de voir le climat économique positif et la croissance des bénéfices des entreprises continuer en 2018. Les réductions controversées de la réglementation de secteurs allant des services financiers à l'exploration énergétique sont aussi un catalyseur positif pour les entreprises. Actuellement, les craintes que représentent la belligérance de la Corée du Nord et les négociations commerciales difficiles – du Brexit à l'ALENA – sont ignorées, les investisseurs se concentrant plus sur l'immédiat que sur des scénarios potentiels et les risques qui y sont associés. En même temps, certains secteurs sont en proie à l'incertitude. Celui de la santé a été affecté par les changements de politique entre l'administration Obama et l'administration Trump. Comme toujours, l'incertitude a conduit des hôpitaux et d'autres acteurs du secteur à freiner temporairement les dépenses et investissements discrétionnaires.

Les fonds de Pembroke ont enregistré de bonnes performances au cours de 2017 et chaque stratégie d'actions a dépassé son indice de référence principal. L'équipe d'investissement est consciente de la vigueur de la conjoncture économique et a de nombreux placements auxquels le climat actuel profite. Par exemple, les portefeuilles américains de la société contiennent quatre positions directement liées à la construction résidentielle. En même temps, Pembroke effectue des investissements selon une stratégie ascendante, évaluant les perspectives de croissance à long terme de chaque position, son bilan et son respect du capital des

actionnaires. Même les positions avantageées par des tendances économiques favorables du moment doivent offrir un potentiel de croissance à long terme largement indépendant de l'économie en général. De la même manière, Pembroke ne se retire pas de secteurs simplement parce qu'ils sont balayés par des vents contraires temporaires. Dans le cas du secteur de la santé, les tendances de la démographie et les augmentations de coûts ne s'estompent pas et devraient continuer de stimuler la croissance à long terme dans le secteur.

Mais surtout, Pembroke continue de respecter les valorisations tout en recherchant des occasions de croissance. Ses portefeuilles sont diversifiés entre divers groupes d'industries; les positions sont généralement moins chères et à croissance plus rapide que leur indice de référence et sont généralement financées de manière prudente.

La société a pris en compte les prochaines réductions d'impôt et croit que ses positions sont valorisées de manière raisonnable selon des paramètres traditionnels. Pour les entreprises dont les valorisations sont devenues préoccupantes, les positions ont fait l'objet d'une gestion du risque attentive. Pembroke investit dans des actions de croissance depuis cinq décennies et sait ce qu'il advient quand les valorisations sont trop élevées et que l'engouement des investisseurs pour le risque retombe soudainement. Dans ces cas, elle a été disposée à se départir de positions chères qui présentent encore une dynamique des cours positive et a redéployé les gains dans d'autres placements. L'équipe d'investissement est optimiste pour 2018, mais elle continue de gérer ses portefeuilles avec la plus grande rigueur en ce qui concerne les valorisations.

COMMENTAIRE – ACTIONS AMÉRICAINES



Les portefeuilles d'actions américaines de Pembroke ont produit des résultats absolus positifs au quatrième trimestre, mais n'ont pas égalé l'indice Russell 2000. Sur l'ensemble de l'année, les portefeuilles ont dépassé l'indice de référence. Les indices de titres à grandes capitalisations, comme l'indice S&P 500, ont généralement dépassé les indices de sociétés à plus petite capitalisation, entraînés par la vigueur des actions très en vue des secteurs de la technologie et de la consommation. En outre, la montée de devises mondiales comme l'euro a aidé à stimuler les résultats des sociétés multinationales. Les actions de croissance ont nettement dépassé les actions de valeur, inversant la tendance de 2016. Les portefeuilles de Pembroke se sont bien comportés

dans ce contexte, mais les rendements ont été modérés par la discipline de l'équipe d'investissement au sujet de la valorisation et de la rentabilité. Quand les positions dépassaient leurs fourchettes de négociation historiques, Pembroke en a fréquemment réduit la pondération dans le portefeuille pour refléter le risque lié au cours. De la même façon, la société continue d'éviter les entreprises et les secteurs non rentables, notamment la biotechnologie. Pembroke conserve des sociétés non rentables dans l'immédiat si la trajectoire de production de flux de trésorerie et de bénéfices est claire. Habituellement, ce genre de sociétés n'a qu'une pondération limitée dans le portefeuille. L'équipe d'investissement a confiance dans le positionnement du portefeuille à l'aube de 2018 dans une perspective à la fois de croissance et de valorisation.

Les actions de **GTT Communications (« GTT »)** ont augmenté de 31,65 \$ à la fin du troisième trimestre à 46,95 \$ à la fin de l'année. GTT est dirigée par une équipe de cadres des télécommunications qui ont fait leurs preuves et qui, avec d'autres initiés, possèdent plus de 10 % des actions en circulation. GTT emploie un modèle nécessitant peu d'immobilisations, louant de l'espace sur les réseaux de concurrents pour offrir des services de télécommunications mondiaux à des clients appartenant à la liste Fortune 2000. Le principal avantage concurrentiel de la société est celui de son service à la clientèle haut de gamme sur un marché dominé par des fournisseurs oligopolistiques. GTT continue d'intégrer des concurrents plus petits et de stimuler les ventes croisées ainsi que de dégager des marges bénéficiaires impressionnantes. Le modèle léger en immobilisations de la société et la grande fidélité de sa clientèle aident à compenser les baisses annuelles des prix. Les objectifs intermédiaires de GTT de 1 milliard \$ de chiffre d'affaires et de 250 millions \$ de bénéfice d'exploitation avant impôt sont aussi à portée de mains. Pembroke a géré sa participation à GTT, mais la société reste valorisée de manière raisonnable; l'exécution de sa stratégie a été solide et ses perspectives de croissance demeurent intactes.



Les portefeuilles d'actions américaines de Pembroke comportent des investissements dans deux sociétés qui bénéficient directement de la demande incessante de transmission de données d'un nombre toujours plus grand d'appareils. L'augmentation des volumes d'appels, des messages texte, de la navigation sur Internet et des services vidéo encombrant les réseaux de télécommunications. Une de ces sociétés, **Boingo Wireless (« WIFI »)**, construit des réseaux de communication sans fil dans des secteurs fortement congestionnés pour aider les grandes entreprises de télécommunications à gérer les pointes de demandes de transmission de données. **Dycom (« DY »)** est un autre exemple de société qui aide les entreprises telles que AT&T à poser des câbles à fibres optiques. Les clients de DY sont de grande taille et les tendances de leur demande, mesurées de mois en mois, sont irrégulières. Pembroke a profité de commandes de paiement à court terme de clients pour prendre une position dans DY. Elle a étoffé sa position après un autre retard de ce genre au deuxième trimestre de 2017. Par la suite, la direction de Dycom a fait état d'une augmentation séquentielle de 10 % du carnet de commandes et des entreprises de télécommunications comme AT&T ont souligné qu'elles s'attendent à accélérer le déploiement de leurs réseaux à fibres optiques à la faveur de la récente réforme des impôts aux États-Unis. Ces deux informations ont contribué à une forte augmentation du cours de l'action de DY au dernier trimestre de 2017. Mais surtout, Pembroke croit que les débouchés à long terme pour DY demeurent robustes puisque les entreprises de télécommunications subissent

d'intenses pressions concurrentielles pour offrir des services à grande vitesse fiables à leurs clients.



Les actions de la société de produits pharmaceutiques génériques **Teligent (« TLGT »)** ont baissé après la publication par la société d'un chiffre d'affaires bien inférieur aux attentes au troisième trimestre. Teligent est une société au chiffre d'affaires inférieur à 100 millions \$ possédant une chaîne de projets robuste de plus de 30 médicaments s'adressant à des marchés potentiels de 2 milliards \$. Certaines demandes d'autorisation de la société ont été couronnées de succès importants et elle a obtenu le feu vert de l'agence américaine « Federal and Drug Administration » pour quatre nouvelles demandes abrégées de médicaments (ANDA) en 2017, mais les approbations obtenues à ce jour ciblaient généralement des possibilités de revenus relativement limitées. Entre-temps, son portefeuille existant a essuyé une concurrence et des baisses de prix inattendues qui se sont soldées par des résultats décevants au troisième trimestre. Néanmoins, la possibilité d'obtenir des approbations futures l'emporte largement sur les aspects négatifs des récents résultats. Pembroke s'attend à un certain nombre de résultats positifs au cours des trois premiers mois de 2018. Son équipe surveillera attentivement les progrès de la société à court terme. Entre-temps, le chiffre d'affaires actuel de Teligent, son pipeline de demandes d'autorisation et ses installations de fabrication sont encourageants.

Acadia Healthcare (« ACHC ») détenue depuis longtemps a été cédée du portefeuille après avoir produit des résultats et des prévisions internes inférieurs aux attentes. ACHC a été un investissement à succès pour les clients de Pembroke des débuts jusqu'à la vente définitive, mais le dernier chapitre a été décevant. ACHC, qui construit et acquiert des établissements spécialisés dans le traitement de la santé mentale est gérée par les mêmes cadres supérieurs que ceux qui ont aidé à assurer l'expansion et la vente en 2010 de Psychiatric Solutions, également un acteur important sur le marché de la santé mentale. Ils appliquaient la même méthode chez ACHC pendant les premières années de la participation de Pembroke. En 2016, ACHC a fait une acquisition importante au Royaume-Uni. Si les résultats initiaux ont été positifs, les efforts de l'État britannique pour transférer les malades mentaux du système public au privé ont été plus lents que prévu.

COMMENTAIRE – ACTIONS CANADIENNES



L'année 2017 a été un bon millésime pour le marché des actions canadiennes, avec des gains motivés par une amélioration de la conjoncture économique, à la fois au Canada et à l'étranger. Les gains sur les marchés étaient généralisés entre les différents groupes d'industrie, à l'exception notable près du secteur de l'énergie qui a peiné en raison des prix volatils de ses produits. Les portefeuilles d'actions canadiennes de Pembroke ont généré des rendements absolus positifs qui ont dépassé ceux de l'indice composé S&P/TSX. Les mandats ont profité de la vigueur dans les secteurs de la technologie de l'information, de l'immobilier et de l'industrie.

Plusieurs actions ont contribué de manière significative au rendement en 2017.

Les actions de **Tucows (« TC »)**, un prestataire de services de télécommunications mobiles, d'enregistrement de noms de domaines et d'accès Internet haute vitesse par fibres optiques ont dégagé des gains solides en 2017. Tucows a fait l'acquisition d'un concurrent dans le secteur de l'enregistrement de noms de domaines au début de l'année et cette transaction a bien contribué aux résultats de la société. Les performances financières de l'entreprise ont dépassé les attentes des investisseurs et les actions se sont comportées en conséquence pendant toute l'année.

Les actions de **BRP (« DOO »)**, fabricant de produits récréatifs comme les motoneiges, les véhicules tout terrain et les véhicules utilitaires côte à côte, ont bien évolué en 2017 où la société a produit des résultats financiers impressionnants. BRP a bénéficié de l'élan que lui confèrent l'acquisition de parts de marché, des lancements de produits couronnés de succès et l'amélioration du levier opérationnel. De plus, la société a reversé du capital à ses actionnaires par des rachats d'actions et des dividendes.

Les actions de **Pure Technologies (« PUR »)**, société de technologie industrielle fournissant des systèmes d'inspection, de surveillance et de gestion des infrastructures d'eau et d'énergie, ont bondi au quatrième trimestre de 2017 quand la société a annoncé qu'elle serait acquise par un rival moyennant une prime importante. La progression des affaires de Pure a été inégale par moments, mais cette transaction souligne la valeur

des investissements à long terme consacrés par la direction à la plateforme et à l'infrastructure technologique de la société.

Deux titres ont fortement pénalisé le rendement en 2017.

Les actions de **DHX Media (« DHX.B »)**, grand propriétaire et producteur de contenu médiatique pour enfants, ont produit un rendement inférieur au cours de l'année, car les résultats opérationnels n'étaient pas à la hauteur des attentes des investisseurs. La société a parachevé l'acquisition des marques Peanuts et Charlotte aux fraises en début d'année, mais le rendement des activités existantes de DHX était décevant. Malgré ce revers temporaire, nous demeurons convaincus de la valeur sous-jacente des avoirs de DHX. Le conseil d'administration de la société a annoncé l'amorce d'un processus d'évaluation de ses solutions stratégiques possibles centré sur la maximisation de la valeur pour les actionnaires.

Les actions de **Birchcliff Energy (« BIR »)**, producteur de gaz naturel ayant des actifs centrés sur la formation géologique de Montney dans l'arche de Peace River, ont été faibles au cours de l'année en raison de la mauvaise tenue des prix du gaz naturel. Les contraintes de l'infrastructure et la dynamique de l'offre se sont combinées pour faire chuter le cours de l'action, annulant les gains de productivité qu'avaient pu réaliser des producteurs comme Birchcliff. La société reste en voie d'enregistrer une croissance de la production en 2018 tout en maintenant un budget d'immobilisations souple et un profil à faible coût.

L'équipe de Pembroke continue d'effectuer des recherches spécifiques sur des sociétés pour trouver des occasions d'investissement intéressantes dans divers secteurs. Le contexte géopolitique et économique est dynamique et fluctuant, mais l'univers des sociétés à petite capitalisation continue d'offrir aux investisseurs des occasions de déployer du capital dans des sociétés à croissance rapide, aux caractéristiques de risque et de rendement intéressantes.

COMMENTAIRE – ACTIONS INTERNATIONALES



L'accent mis par le fonds sur les sociétés à forte croissance dont les bénéficiaires suivent une tendance favorable a soutenu le rendement relatif pendant la période et le fonds a dépassé son indice de référence, l'indice MSCI ACWI à petites capitalisations sauf États-Unis. Du point de vue sectoriel, les effets d'une sélection positive des actions dans les secteurs de la consommation discrétionnaire, de la consommation de base et des valeurs industrielles ont nettement contribué au rendement, contrebalançant largement ceux d'une sélection négative des actions dans les secteurs de la technologie de l'information et des matériaux. Du point de vue géographique, les effets de la sélection des actions étaient les plus solides au Japon et dans la région Asie émergente, compensant un rendement inférieur en Europe et en Amérique latine.

La sélection des actions du secteur de la consommation discrétionnaire a été amplifiée par les tendances commerciales fondamentales fortes de l'opérateur hôtelier **China Lodging Group (HTHT US)**. Dans le secteur de la consommation de base, la société **Fevertree Drinks (FEVR LN)** du Royaume-Uni a aussi contribué remarquablement aux résultats, soutenu par des tendances de ventes positives par l'entremise des 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. En revanche, la sélection des actions dans le secteur de la technologie de l'information a été handicapée par la société de développement de sites Web à réaliser soi-même **Wix.com (WIX US)**. Bien que Wix ait déclaré des résultats financiers supérieurs aux prévisions, le marché a été déçu par l'augmentation des prévisions de dépenses en R&D de la direction pour 2018 – qui pourraient peser sur les marges bénéficiaires à court terme. La sélection des actions dans le secteur des matériaux a subi l'effet négatif du producteur de fibres de cellulose à base de bois **Lenzing (LNZ AV)**, qui a accusé un retard en raison des préoccupations concernant les ajouts de capacité de viscosité et la baisse des prix.

Le fonds a maintenu sa surpondération des secteurs des services financiers et des valeurs industrielles au cours de la période, compensée essentiellement par une poursuite de la position sous-pondérée dans le secteur immobilier. Sur un plan géographique, la présence du fonds en Europe a été réduite pendant la période alors qu'elle a été accrue au Japon et sur les marchés émergents.

Les régimes à faible volatilité sur les marchés des actions et des titres à revenu fixe comportent des risques potentiels. Lorsqu'un changement se produira, il sera probablement difficile parce que les marchés ont été protégés pendant un certain temps des forces du marché et économiques négatives. Des tensions inflationnistes soudaines et une accélération de la croissance des salaires pourraient altérer les attentes de rendement des investisseurs, entraînant les rendements obligataires et la volatilité nettement à la hausse tout en déclenchant potentiellement une rotation des actions à la fois entre les secteurs et au sein même des secteurs. Les services financiers, par exemple, pourraient être avantagés par une hausse des taux d'intérêt, mais une plus grande prudence serait de mise pour les sociétés utilisant fortement leur levier financier. Nous sommes conscients de ces risques.

Malgré la probabilité de plus en plus grande d'un ralentissement cyclique dans le secteur de la technologie, nous pensons que la croissance restera forte à long terme. D'un point de vue géographique, nous pensons que les marchés émergents continuent d'offrir des possibilités d'investissement intéressantes. Il existe aussi des occasions d'investir dans la croissance de la Chine par exemple, mais de fortes hausses des cours en 2017 représentent une menace d'inversion à court terme de la dynamique du cours des actions.

COMMENTAIRE – PORTEFEUILLE ÉQUILIBRÉ

Le portefeuille équilibré de Pembroke, le **Fonds de croissance et de revenu GBC**, a dégagé des rendements positifs en 2017. Les gains du fonds étaient essentiellement attribuables à l'appréciation du capital dans la partie actions du portefeuille. La partie revenu fixe du fonds, représentée par le **Fonds d'obligations canadien GBC**, a rapporté des rendements absolus modestes en 2017 dans un contexte difficile pour les porteurs d'obligations.

Le revenu généré par le fonds équilibré provient d'une combinaison de dividendes et d'intérêts. La partie actions du fonds a un rendement annualisé brut de 3,3 %, alors que le segment revenu fixe est principalement investi dans des titres notés « A+ » qui, en moyenne, ont un rendement collectif jusqu'à l'échéance de 2,6 % pour une duration rajustée du portefeuille de 4,7 ans. La répartition des actifs du mandat équilibré de Pembroke n'a pas beaucoup changé au cours de l'année,

environ 28 % du portefeuille étant investis dans les titres à revenu fixe au 31 décembre 2017.

Deux actions se sont démarquées pour les mandats de dividendes de Pembroke en 2017.



Les actions de **Pollard Banknote (« PBL »)**, fournisseur de billets de loterie instantanés et de services connexes ont augmenté de plus cent pour cent l'an dernier où la société a dégagé d'excellents résultats d'exploitation pour les actionnaires. Pollard a bénéficié de gains de parts de marché motivés par une innovation de produits couronnée de succès et la prise en charge de capacités de production accrues. De plus, Pollard a mené à terme l'acquisition d'INNOVA Gaming Group à une valorisation qui était avantageuse pour les actionnaires.

Les actions de **TECSYS (« TCS »)**, fournisseur de logiciels et de solutions de chaîne d'approvisionnement pour les secteurs de la santé et de la distribution, ont assuré des rendements importants aux investisseurs en 2017. Alors qu'un environnement de dépenses incertain dans le secteur de la santé aux États-Unis sous la nouvelle administration présidentielle a eu un effet négatif, la société a néanmoins déclaré des résultats d'exploitation qui étaient bien considérés par les investisseurs. La croissance du secteur de la société axé sur la distribution et les progrès dans la réalisation du levier opérationnel ont dépassé les attentes du marché.

Plusieurs actions ont nettement pénalisé le rendement en 2017.

Les actions de **Mediagrif Interactive Technologies (« MDF »)**, fournisseur de solutions de commerce électronique par des marchés en ligne et par des services de publication et d'approvisionnement, ont fortement baissé en 2017. La société a été aux prises avec une croissance endogène négative dans certains de ses secteurs de base ce qui a conduit à une détérioration correspondante de sa structure de marge. Alors que Mediagrif a des antécédents



d'acquisitions augmentant son profil de croissance, les acquisitions ont

été nettement insuffisantes pour contrer les tendances négatives dans les entreprises existantes.

Les actions de **Peyto Exploration & Development (« PEY »)**, producteur de gaz naturel non conventionnel dans le Deep Basin de l'Alberta, ont été faibles en 2017 en raison de la détérioration des prix du gaz naturel. Peyto s'est fait connaître comme un utilisateur rigoureux du capital et un des producteurs de gaz naturel aux coûts les plus bas au Canada, mais les difficultés de l'environnement ont suscité des incertitudes concernant la validité de la politique de dividende de la société. Par conséquent, Pembroke s'est départie de sa position dans Peyto pour ses mandats axés sur le dividende.

La performance de la partie actions du fonds a été solide. Résultat, l'équipe Pembroke recherche continuellement des occasions de redéployer le capital dans des investissements au profil risque/rendement plus intéressant. Alors que le marché des titres à revenu fixe a été difficile pour les investisseurs en raison du contexte de faibles rendements, le portefeuille d'obligations du fonds est bien positionné en vue de l'augmentation des taux d'intérêt étant donné son exposition à des titres à taux variables et son profil d'échéance relativement court.

COMMENTAIRE – REVENU FIXE

Le Fonds d'obligations Canadien GBC a produit un rendement positif sur l'année, mais inférieur à celui de l'indice de référence, l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada.

Les marchés se sont bien tenus, grâce aux bonnes nouvelles économiques tant aux États-Unis qu'au Canada. La Réserve fédérale américaine a relevé les taux d'intérêt en décembre pour la troisième fois en 2017, promettant de ne pas s'en tenir là, en particulier après l'adoption par le Congrès des États-Unis d'importantes baisses d'impôts. La Banque du Canada s'est inquiétée des effets que pourraient avoir la mise en application de règles d'attribution plus strictes des prêts hypothécaires ainsi que les négociations de l'ALENA, et a donc choisi de maintenir les taux inchangés au cours du trimestre.

Sur le marché obligataire canadien, la forte demande à l'occasion d'importantes nouvelles émissions au début du trimestre a, dans un premier temps, contribué à comprimer les taux. À mesure que le trimestre avançait, des statistiques meilleures que prévu de création d'emplois, de



croissance des salaires et de chômage ont fait monter les taux d'intérêt à court terme et ont réduit la pente de la courbe des taux. La baisse des taux à long terme a créé une importante différence de rendements entre les titres à long et à court termes. Pendant le trimestre, les obligations de sociétés ont dépassé les obligations du Canada, mais ont accusé un retard sur le marché plus large à cause de la performance supérieure des obligations provinciales à long terme. Les obligations de longue durée ont enregistré de bons résultats, particulièrement celles de Highway 407 et de TransCanada Pipelines.

Comme plus de 22 % du fonds étaient investis dans des billets à taux variables à la fin du trimestre, le Fonds d'Obligations canadien GBC continue d'être bien positionné en cas de hausse des taux d'intérêt en 2018. Canso Investment Counsel estime toujours que cette attitude est prudente, car les investisseurs ne sont pas adéquatement rétribués pour le risque de durée avec des obligations du Canada à long terme de 2,3 %.

CONCLUSION

L'année 2017 a été couronnée de succès pour les fonds de Pembroke. Une combinaison de croissance du bénéfice par action, d'amélioration des caractéristiques fondamentales et de réduction d'impôts aux États-Unis adoptée récemment pourrait faire monter les actions à moyen terme. Au Canada, les actions du secteur des ressources naturelles ont commencé à réagir à l'augmentation des prix des matières premières. L'équipe d'investissement de Pembroke est consciente que l'augmentation des valorisations au cours de la dernière année et prend des mesures appropriées dans les portefeuilles pour gérer le risque. En même temps, de nouveaux débouchés intéressants sont apparus dans tous les mandats, inspirant de l'optimisme à votre gestionnaire pour les perspectives de 2018. Quand il devient difficile de trouver de nouveaux investissements à des prix intéressants, cela peut être un signe que les marchés sont surévalués. Malgré des niveaux de valorisation généralement élevés, l'équipe d'investissement de Pembroke continue de trouver des possibilités d'investissement. La ruée sur les actions et secteurs très en vue semble avoir laissé certaines sociétés nettement sous-évaluées. Le rachat de la position canadienne **Pure Technologies (« PUR »)** à la fin de 2017 à une prime de plus de 100 % montre l'ampleur de la divergence possible entre les sociétés cotées en bourse et les autres. La décision américaine de réduire les impôts sur les fonds rapatriés pourrait bien entraîner de nouvelles offres publiques d'achat sur des PME.

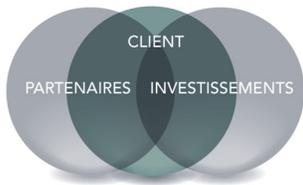
Pembroke n'investit pas dans des sociétés en fonction des prévisions de rachat, mais l'augmentation du nombre possible de repreneurs en quête de possibilités d'investissement pourrait continuer de soutenir la valorisation de sociétés plus petites. Nous souhaitons à tous nos clients une année 2018 prospère.

NOUVELLES DE LA FIRME

Par suite des assemblées extraordinaires des porteurs des fonds communs de placement GBC tenues le 8 janvier 2018 (les « assemblées »), Gestion privée de placement Pembroke Ltée (« Pembroke »), le gestionnaire des fonds communs de placement GBC, et Gestion Pembroke Ltée sont heureuses d'annoncer que les porteurs ont approuvé à une très large majorité le nouveau modèle de paiement des frais. Les frais de gestion dans les fonds communs de placement GBC seront dorénavant payés directement par les porteurs au moyen du rachat de parts plutôt que par les fonds. Cette nouvelle méthode se traduit par une plus grande transparence des frais, aligne la structure de frais des fonds communs de placement sur celle des fonds en gestion commune et, dans certains cas, se solde par une réduction des frais.

Il est prévu que les modifications approuvées par les porteurs de parts des Fonds communs de placement GBC soient mises en application à la fin de janvier, quand l'autorisation réglementaire aura été délivrée.

LA FIRME



Alignement des intérêts

Gestion Pembroke Ltée a été fondée en 1968 et est établie à Montréal. La philosophie d'affaires et d'investissement de Pembroke se fonde sur le concept de propriété. Les propriétaires font ce qui est dans l'intérêt à long terme de leurs clients et parties prenantes afin de maximiser leur propre patrimoine. C'est pourquoi Pembroke soutient le plus souvent des équipes de direction qui détiennent des participations importantes dans les sociétés qu'elles gèrent ou qui représentent une partie importante de leur patrimoine individuel. De plus, Pembroke s'efforce de ne pas prendre de risques inutiles dans ses portefeuilles parce que ses associés sont d'importants investisseurs dans les fonds de la firme. Cette approche donne lieu à une formidable concordance d'intérêts.

Pembroke est inscrite au registre des conseillers en placement au Québec, en Ontario, en Colombie-Britannique, en Alberta, au Manitoba, aux États-Unis, au Danemark et en Irlande. La firme gère des portefeuilles distincts pour des clients institutionnels et des particuliers fortunés. Gestion privée de placement Pembroke est une filiale de Gestion Pembroke active dans la gestion et le courtage de fonds communs pour la famille de fonds communs GBC et la famille de fonds de placement collectif Pembroke.

CONTACT - GESTION PRIVÉE PEMBROKE

Pour de plus amples renseignements sur Gestion privée de placement Pembroke, communiquez avec nous par téléphone à Montréal au numéro 514 848-0716 ou 800 667-0716, ou à Toronto au numéro 416 366-2550 ou 800 668-7383, ou consultez notre site Web à l'adresse www.pml.ca.

MISE EN GARDE

Le but du document *Point de vue* de Pembroke est d'offrir une compréhension éclairée de notre philosophie d'investissement, de notre stratégie en cours et de la façon dont nous gérons nos portefeuilles. *Point de vue* de Pembroke ne vise pas à donner des informations spécifiques sur notre firme et sur ses activités. Les valeurs mobilières individuelles dans ce rapport ne sont mentionnées qu'à titre d'information. Les positions détenues peuvent changer à tout moment. Les informations factuelles proviennent de sources que nous croyons fiables, mais leur exactitude, leur intégralité ou leur interprétation ne peuvent être garanties. Les informations et opinions exprimées sont celles de Gestion Pembroke. Les informations sont à jour à la date qui paraît sur ce document et sujettes à changement sans préavis. Cette information ne constitue pas un conseil en placement ni une recommandation concernant les titres mentionnés et ne doit pas être interprétée comme telle ni ne constitue une offre de valeurs mobilières ni une offre de quelque nature que ce soit. Cette version de *Point de vue* Pembroke a été préparée à l'intention des investisseurs non admissibles.

Janvier 2018