

Février 2019

LA TOURNÉE DES PLACEMENTS : PELLER ESTATES

1

La tournée des placements

4

« Tenons-nous-en aux faits »

5

Aperçu du trimestre

20

Nouvelles de la firme

21

Dans la communauté

« Nous sommes une entreprise familiale de troisième génération », affirme le très enthousiaste John Peller, président du conseil, lorsqu'il raconte fièrement de quelle manière son grand-père a quitté sa Hongrie natale pour immigrer en Colombie-Britannique et démarrer l'entreprise familiale d'exploitation vinicole.



Depuis l'ouverture du premier vignoble dans la vallée de l'Okanagan en C.-B. en 1961, Andrew Peller Limited a pris de l'expansion pour devenir le plus grand producteur de vin d'appellation VQA de la province. Il compte désormais pour 23 % du marché provincial et se classe au deuxième rang au Canada parmi les producteurs et commerçants de vin. Son vignoble de Niagara-on-the-Lake est le plus visité en Amérique du Nord, tandis que les vins de glace Peller, reconnus à l'échelle mondiale, sont distribués dans plus de 50 pays.

La consommation de vin augmente constamment et plus rapidement que le produit intérieur brut du Canada, au détriment de la bière dont la consommation diminue depuis une décennie. Les ventes de vins canadiens augmentent d'autant plus grâce à l'amélioration constante de leur qualité et grâce aux lois provinciales en faveur du secteur. Une nouvelle loi ontarienne permettant la vente de vin dans un plus grand nombre d'épiceries sera avantageuse pour les vins de marque.



Nicolas Chevalier, Associé et gestionnaire de portefeuille

John Peller et son frère, le docteur Joseph Peller, sont administrateurs de la société. Chacun a un fils qui participe à l'exploitation de l'entreprise. John affirme que la famille s'investit dans l'entreprise vinicole et espère que cet engagement se poursuivra sur plusieurs générations encore. La famille Peller détient 14 % de la totalité des actions en circulation de la société. John souligne toutefois qu'il n'hésite pas à recruter d'autres talents que des membres de la famille pour permettre à la société d'aller de l'avant. C'est pourquoi Peller a nommé le vétéran des grandes marques, Randy Powell, à titre de président de la société en 2016.

Sous sa gouverne, Andrew Peller Limited a élagué ses marques, les faisant passer de 75 à 45 au total. L'objectif consistant à concentrer le budget de commercialisation de l'entreprise dans des marques de haut à très haut de gamme, telles Peller, Trius, Thirty

Bench, Sandhill et Wayne Gretzky Estates. Dans le secteur fragmenté du vin, où les consommateurs reconnaissent difficilement les produits (p. ex. comment différencier quatre Chardonnay?), la valeur de la marque influence les décisions des consommateurs en faveur de la gamme de produits Peller. La stratégie procure de bons résultats puisque la société détient une plus grande part de marché et dégage des marges plus élevées. Grâce à l'augmentation de son budget de commercialisation, Peller se distance de ses plus petits concurrents. Les marques reconnaissables génèrent des volumes de ventes élevés, exactement ce que les épiceries souhaitent retrouver sur leurs précieux espaces de tablettes.

La société a rehaussé ses dividendes de 14 % en juin, soutenue par la croissance de ses activités et la confiance de la direction envers l'avenir. Il s'agissait de la cinquième hausse en cinq années consécutives. Grâce à son faible ratio de distribution de dividendes et à la croissance de ses bénéfices, la société devrait poursuivre sur cette lancée encore quelques années. Il est opportun de souligner que la société verse des dividendes constamment depuis 1979.

Andrew Peller a le vent dans les voiles, puisque son chiffre d'affaires et ses bénéfices ont augmenté d'environ 15 % depuis le début de l'exercice. Toutefois, son action a chuté de 25 % durant les quatre derniers mois. La

contraction de la valorisation de l'action concorde avec la baisse observée chez d'autres actions, en particulier celles de sociétés à petite capitalisation. Ce phénomène traduit la crainte des investisseurs à l'égard de la possibilité d'une récession économique. Nous savons par expérience que prédire les cycles économiques n'est pas une stratégie gagnante dans le monde des placements (plus de précisions ci-dessous). Rares sont les investisseurs qui repèrent constamment les points charnières du cycle économique. À Pembroke, nous préférons nous concentrer sur les sociétés et investir dans celles qui peuvent faire croître leur valeur sur un cycle complet. Par le passé, le secteur du vin a démontré de la résilience lors de la diminution du produit intérieur brut. Par conséquent, les activités d'Andrew Peller Limited devraient se révéler plus défensives que celles de la plupart des sociétés.

« 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 2018

| 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 |
|---------------------|---|---|---|---|---|
| Badger Daylighting | 9% | 19% | 26% | 13% | 15% |
| Solium Capital | 4% | 33% | 53% | 19% | 68% |
| Kinaxis | -32% | 25% | 53% | 21% | 25% |
| Westaim Corporation | -20% | 65% | n.s.* | 1% | 72% |
| Stella-Jones | -8% | 12% | 5% | 4% | 20% |
| Moyenne | -9% | 31% | 34% | 12% | 40% |

Les cinq principales positions américaines

31 décembre 2018

| 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 |
|---------------------------|---|---|---|---|---|
| Carbonite | -29% | 26% | n.s.* | 11% | 10% |
| Euronet Worldwide | 2% | 13% | 25% | 14% | 23% |
| National General Holdings | -10% | 0% | 102% | 13% | 20% |
| HMS Holdings | -14% | 15% | 58% | 8% | 9% |
| Albany International | -21% | 14% | 47% | 10% | 9% |
| Moyenne | -14% | 14% | 58% | 11% | 14% |

Source : Consensus et estimations de Pembroke

*Non significatif

APERÇU DU TRIMESTRE

UNE RÉCESSION? LE MARCHÉ SAIT-IL QUELQUE CHOSE QUE NOUS IGNORONS? ET EST-CE QUE CELA IMPORTE?

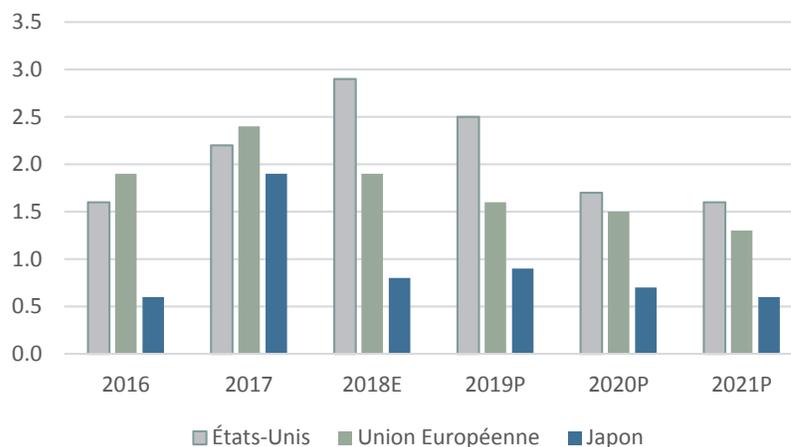
Durant le quatrième trimestre de 2018, les marchés boursiers à l'échelle mondiale ont enregistré des déclinés importants. Même l'indice S&P 500, résilient malgré les inquiétudes politiques et économiques à l'étranger, est tombé en territoire baissier (avec une diminution de 20 % par rapport à ses sommets) le 26 décembre. Les sociétés américaines à petite et à moyenne capitalisation, dans lesquelles certains investisseurs trouvent refuge en raison de leur faible présence sur les marchés étrangers, ont aussi succombé à la pression à la vente, tandis que l'indice Russell 2000 Total Return Index a perdu 20,2 % durant les trois derniers mois de 2018. Les marchés boursiers canadiens ont également été touchés, l'inquiétude liée à l'offre et à la demande secouant le prix du pétrole. Le monde des placements était pourtant clément en août 2018. Comme quoi la situation peut évoluer bien rapidement! Nous y reviendrons.

Du point de vue macroéconomique, les marchés se questionnent à savoir si le resserrement monétaire des banques centrales, le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine et l'incertitude politique entourant le Royaume-Uni conduiront les économies américaine et canadienne à la récession. Le marché boursier laisse présager une récession, mais il a déjà prédit plusieurs récessions qui ne se sont pas produites. Citant une recherche de Bespoke, l'auteure Patti Domm du CNBC explique que, sur les 13 fois où l'indice S&P 500 a diminué de 20 % ou plus depuis la Deuxième Guerre mondiale, huit se sont soldées par une récession. Jouant un peu avec les chiffres, Bespoke a toutefois souligné que sur les cinq autres fois où l'indice S&P 500 a reculé de 19 % ou plus (mais pas de 20 %), il y a eu une seule récession. Par conséquent, depuis la Deuxième Guerre mondiale, sur les 18 fois où le marché a diminué de 19 % ou plus, la moitié a concordé avec une récession et l'autre moitié, non.

De nombreux économistes ne prédisent pas de récession aux États-Unis ni au Canada. Un consensus d'économistes sondés par Bloomberg anticipe, à l'heure actuelle, que la croissance réelle du produit intérieur brut du Canada ralentira, de 3,0 % en 2018, à 1,9 % en 2019 puis à 1,7 % en 2020, et que les probabilités d'une récession passeront à 20 %. Ce même consensus sondé par Bloomberg pense que la croissance réelle du produit intérieur brut des États-Unis perdra de la vitesse, passant de près de 3,0 %

en 2018, à 2,6 % en 2019 puis à 1,9 % en 2020, et que les probabilités d'une récession s'établiront également à 20 %. La Banque mondiale, qui a récemment publié un rapport pessimiste (intitulé « Darkening Skies »), anticipe des taux de croissance supérieurs à 1,5 % aux États-Unis en 2019 et en 2020 (annexe 1).

Annexe 1 : Projections de croissance du PIB de la Banque mondiale



Source : La Banque mondiale, « Global Economic Prospects, Darkening Skies », janvier 2019.

À la lumière des messages contradictoires envoyés par les marchés et les économistes et sans boule de cristal, nous continuons de faire ce que nous avons toujours fait : nous concentrer sur les données fondamentales des sociétés, la solidité des bilans et les occasions de croissance à long terme au lieu de nous engager dans le débat à savoir si le recul actuel des marchés nous conduira à une récession.

Investir à long terme. Ne pas tenter d'anticiper le marché. Diversifier ses avoirs.

Les replis des marchés comme celui que nous avons connu au quatrième trimestre de 2018 sont souvent effrénés et une récession est rapidement reflétée dans les valorisations, ce qui rend le moment inopportun pour vendre. Notre cofondateur Ian Soutar disait : « C'est le temps passé dans le marché et non le timing des marchés qui compte ». Les données historiques appuient cette hypothèse. La Banque Nationale a classé les rendements trimestriels de l'indice composé S&P/TSX depuis 1969 (annexe 2). L'annexe montre que si vous aviez conservé les titres de l'indice après l'un de ses dix pires trimestres, vos rendements annualisés

après trois et cinq ans auraient été positifs dans tous les cas. À une seule occasion (troisième trimestre de 1981), le porteur des titres de l'indice aurait subi une perte dans l'exercice suivant (annexe 2).

Annexe 2 : Rendements des titres après les 10 pires trimestres (Canada)

Canada

Indice composé S&P/TSX (rendement total net) (Période: Jan. 1969 à Sep. 2018)

| Trimestres | Performance | Trimestre suivant | Année suivante | Après 3 ans (annualisé) | Après 5 ans (annualisé) |
|----------------|---------------|-------------------|----------------|-------------------------|-------------------------|
| Q3 1998 | -23.5% | 16.0% | 25.9% | 8.3% | 7.4% |
| Q4 2008 | -22.7% | -2.0% | 35.1% | 13.2% | 11.9% |
| Q3 1981 | -19.4% | 5.1% | -10.4% | 13.1% | 14.0% |
| Q2 1970 | -18.6% | 13.2% | 27.5% | 15.9% | 9.3% |
| Q4 1987 | -18.3% | 5.7% | 11.1% | 4.7% | 4.9% |
| Q3 2008 | -18.2% | -22.7% | 0.1% | 2.7% | 4.8% |
| Q1 1982 | -17.7% | -12.7% | 42.6% | 23.0% | 23.2% |
| Q3 1974 | -16.5% | 2.9% | 23.2% | 11.7% | 21.8% |
| Q2 1974 | -16.1% | -16.5% | 10.0% | 5.9% | 15.4% |
| Q1 2001 | -14.5% | 2.1% | 4.9% | 6.0% | 11.7% |
| Moyenne | -18.6% | -0.9% | 17.0% | 10.5% | 12.4% |

Source: Banque Nationale, Datastream

Furey Research Partners a mené une enquête similaire pour le marché des sociétés américaines à petite capitalisation (annexe 3). Encore une fois, les investisseurs ont été récompensés pour leur patience et leur calme et pour avoir gardé le cap sur le long terme durant les périodes de tensions sur les marchés boursiers.

Annexe 3 : Rendements après les 10 pires trimestres (sociétés américaines à petite capitalisation)

États-Unis

Pires rendements trimestriels des sociétés à petite capitalisation (Période: 1940 à 2018)

| Trimestres | Performance | Trimestre suivant | Année suivante | Après 3 ans (annualisé) | Après 5 ans (annualisé) |
|----------------|---------------|-------------------|----------------|-------------------------|-------------------------|
| Q2 1970 | -29.9% | 28.4% | 60.0% | 5.5% | 7.8% |
| Q4 1987 | -29.1% | 19.1% | 25.0% | 5.4% | 15.1% |
| Q4 2008 | -26.1% | -15.0% | 27.2% | 15.6% | 20.1% |
| Q3 1990 | -24.5% | 5.1% | 45.1% | 28.2% | 21.7% |
| Q3 1946 | -24.3% | 2.5% | -1.3% | 0.8% | 13.1% |
| Q2 1962 | -24.0% | 2.9% | 25.5% | 16.5% | 21.2% |
| Q3 2011 | -21.9% | 15.5% | 31.9% | 21.3% | 15.8% |
| Q2 1940 | -21.7% | 12.0% | 15.2% | 29.3% | 30.6% |
| Q3 2002 | -21.4% | 6.2% | 36.5% | 24.1% | 18.8% |
| Q3 2001 | -20.8% | 21.1% | -9.3% | 13.7% | 13.8% |
| Moyenne | -24.4% | 9.8% | 25.6% | 16.0% | 17.8% |

Source: Furey Research Partners

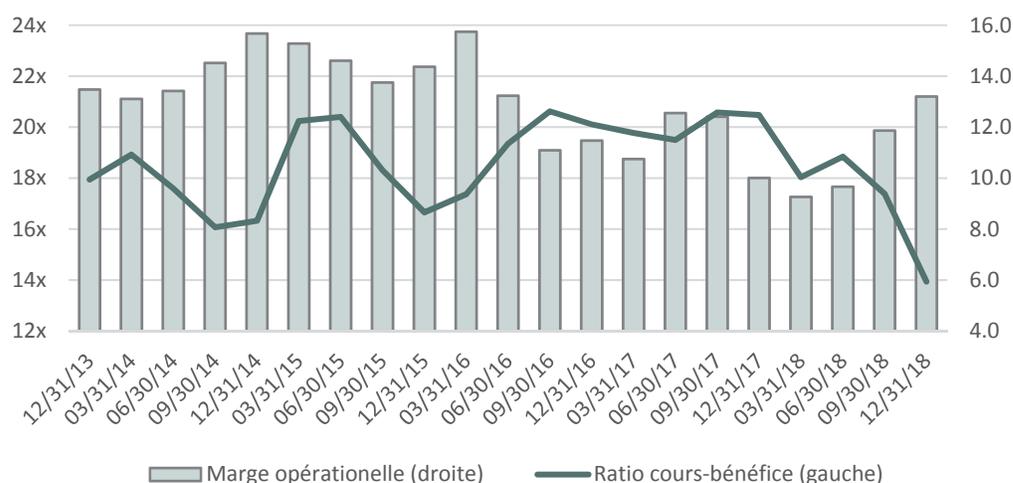
Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur et rien n'est garanti dans le domaine des placements, mais les données sur les rendements historiques fournissent un contexte et un cadre de référence. Les marchés ont déjà baissé abruptement et un examen des périodes précédentes nous rappelle que les craintes légitimes des investisseurs et les baisses des cours des actions peuvent susciter des occasions pour les investisseurs à long terme. Vous rappelez-vous que nous disions dans le premier paragraphe que la situation peut évoluer rapidement? Même si les marchés boursiers paraissent sombres à l'heure actuelle, ils peuvent changer subitement de direction. Mais surtout, ils ont considérablement progressé par le passé de trois à cinq ans après les baisses abruptes (annexes 2 et 3).

Les occasions suscitées par les marchés baissiers proviennent d'une combinaison attrayante de croissance et de valorisation. Durant les ralentissements abrupts des marchés, les valorisations de nombreuses actions subissent une contraction et présentent un potentiel de croissance attrayant. Combiné à une croissance des bénéfices, la reprise des multiples de valorisation peut entraîner une appréciation intéressante des cours des actions. Pembroke voit la croissance des bénéfices, lorsqu'elle est combinée à la hausse des valorisations, comme un coup double. Dans cette optique, examinons nos portefeuilles.

Les marges d'exploitation trimestrielles des sociétés détenues dans le portefeuille canadien du plus récent trimestre demeurent très solides, tandis que le ratio cours/bénéfice (C/B) moyen du Fonds est le plus faible en cinq ans (annexe 4). Cet écart visible se traduira en coup double si les bénéfices continuent d'augmenter et que le ratio cours/bénéfice s'améliore. Notre travail consiste à constituer un portefeuille de sociétés dont la valeur continuera d'augmenter. Au cours des derniers mois, nous avons réduit le nombre de sociétés dans le portefeuille et augmenté la qualité des placements. Nous sommes très satisfaits des résultats. Le Fonds détient désormais les titres de 47 sociétés, pour une capitalisation boursière moyenne pondérée de 1,5 G\$ CA (en comparaison, la capitalisation boursière de la Banque Royale du Canada est de 135 G\$ CA). Le rendement moyen pondéré des capitaux propres des sociétés du portefeuille s'élève à 13,5 % et la dette nette moyenne pondérée divisée par le bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements (BAIIA) des douze prochains mois est de seulement 0,3 fois. Le pourcentage moyen pondéré d'actionnaires initiés s'élève à 12,5 %. Les prévisions médianes de croissance du chiffre d'affaires des sociétés du

portefeuille (selon les prévisions d'analystes de Bloomberg) sont de 13 %. Que signifient tous ces nombres? Que notre portefeuille détient, selon nous, quelques-unes des meilleures sociétés cotées en bourse de petite taille, à croissance rapide et rentables du Canada, qui sont peu endettées, dont un pourcentage important est détenu par des actionnaires initiés et qui s'échangent à des valorisations faibles.

Annexe 4 : Valorisation et rentabilité du portefeuille canadien



Source : Bloomberg. Ratio C/B selon le BPA prévisionnel sur 12 mois de Bloomberg

Nous avons également déployé des efforts à revoir notre portefeuille de titres américains dans lequel nous détenons désormais 43 titres. La capitalisation boursière moyenne pondérée du portefeuille est de 2,4 G\$ US. Les prévisions médianes de croissance du chiffre d'affaires des sociétés du portefeuille (selon les prévisions d'analystes de Bloomberg) sont de 13,7 %. La dette nette moyenne pondérée divisée par le BAIIA des douze prochains mois est de seulement 0,1 fois. Le pourcentage moyen pondéré d'actionnaires initiés s'élève à 9,7 %.

Certaines de ses caractéristiques sont illustrées à l'annexe 5 pour les 20 principaux titres du portefeuille américain. Les titres représentent plus de 63 % de la pondération du portefeuille. Le tableau illustre, à l'aide de données historiques et prévisionnelles d'analystes de Bloomberg, que les 20 principaux titres américains du portefeuille devraient enregistrer une hausse supérieure à 10 % de leurs chiffres d'affaires et de leurs bénéfices et qu'ils ont peu ou aucune dette nette. Ils sont principalement détenus par des initiés (généralement des fondateurs ou des dirigeants) et nous

détenons une participation considérable dans ces sociétés (généralement une pondération de 3 %). Avec de telles caractéristiques et des valorisations en deçà des sommets récents, le portefeuille américain présente de nombreuses occasions de coup double.

Annexe 5 : Certaines caractéristiques des 20 principaux titres du portefeuille d'actions américaines de croissance à petite capitalisation

| Compagnie | Poids | Croissance de revenu estimée | Croissance de BAIIA estimée | Valeur d'entreprise / BAIIA | Dette nette / BAIIA +1 | Propriété d'initié | Retour sur le prix cible d'un an | TCAC à long terme |
|--------------------------------|--------------|------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|------------------------|--------------------|----------------------------------|-------------------|
| Carbonite Inc | 4.65% | 15.5% | 36.0% | 8.4x | -0.9x | 6.4% | 48.5% | 29.2% |
| HMS Holdings Corp | 3.71% | 8.8% | 8.8% | 14.8x | 0.7x | 2.3% | 41.3% | 14.4% |
| Albany International Corp | 3.63% | 14.5% | 9.6% | 9.2x | 1.4x | 12.9% | 58.1% | 32.0% |
| Euronet Worldwide Inc | 3.88% | 17.0% | 23.4% | 8.3x | -0.4x | 4.2% | 26.0% | 15.4% |
| National General Holdings Corp | 3.76% | 9.9% | NA | NM | NM | 40.1% | 45.2% | 17.5% |
| Axos Financial Inc | 3.37% | -4.0% | NA | NM | NM | 6.8% | 84.5% | 35.3% |
| Boingo Wireless Inc | 3.55% | 22.3% | 16.5% | 8.3x | 0.1x | 2.1% | 47.8% | 23.4% |
| HealthStream Inc | 3.42% | 3.0% | 5.0% | 14.2x | -4.1x | 20.1% | 24.2% | 16.0% |
| Pure Storage Inc | 3.26% | 35.6% | 39.0% | 16.7x | -3.7x | 20.5% | 71.0% | 52.1% |
| Gentherm Inc | 3.09% | 7.0% | 14.5% | 8.6x | 0.3x | 1.1% | 52.6% | 17.1% |
| Stoneridge Inc | 3.16% | 3.6% | 6.4% | 6.5x | 0.4x | 2.6% | 42.0% | 19.5% |
| WNS Holdings Ltd | 2.87% | 7.8% | 6.3% | 10.6x | 0.0x | 2.0% | 45.4% | 14.8% |
| MGP Ingredients Inc | 3.07% | 11.6% | 18.9% | 14.4x | 0.6x | 22.1% | 67.1% | 19.5% |
| PetIQ Inc | 2.28% | 27.6% | 26.5% | 15.5x | 2.1x | 4.1% | 98.1% | 30.7% |
| Premier Inc | 2.81% | 4.5% | 5.7% | 8.5x | -0.1x | 1.9% | 35.2% | 13.0% |
| Healthcare Services Group Inc | 2.66% | 7.4% | 17.3% | 17.2x | -0.5x | 0.5% | 21.4% | 21.9% |
| Green Dot Corp | 2.79% | 13.2% | 15.5% | 10.7x | -4.3x | 8.4% | 21.4% | 16.4% |
| Franklin Covey Co | 2.69% | 11.2% | 42.6% | 14.9x | 1.5x | 10.8% | 56.7% | 31.8% |
| Installed Building Products In | 2.62% | 14.2% | 12.3% | 7.6x | 1.7x | 35.4% | 39.5% | 23.1% |
| Upland Software Inc | 2.42% | 43.4% | 32.3% | 10.5x | 2.0x | 11.6% | 62.8% | 32.8% |
| Total | 63.7% | | | | | | | |
| Médiane | 3.12% | 11.4% | 16.0% | 10.5x | 0.2x | 6.6% | 46.6% | 20.7% |
| Moyenne | 3.18% | 13.7% | 18.7% | 11.4x | -0.2x | 10.8% | 49.4% | 23.8% |
| Indice Russell 2000 | N/A | 2.5% | N/A | 10.3x | 2.8x | N/A | N/A | N/A |

† Données brutes

Source: Bloomberg

COMMENTAIRE – ACTIONS CANADIENNES

Les portefeuilles d'actions canadiennes de Pembroke ont enregistré d'importantes baisses au quatrième trimestre de 2018. L'aversion pour le risque et la volatilité se sont intensifiées durant la période, lorsque les investisseurs ont commencé à s'inquiéter du ralentissement de la croissance économique mondiale, de la hausse des taux d'intérêt et des répercussions des tensions commerciales accrues. Les actions de sociétés à petite capitalisation ont été à la traîne des actions de sociétés à plus grande capitalisation dans ce contexte et les mandats d'actions canadiennes ont accusé un grand retard par rapport à l'indice composé S&P/TSX.

La liquidation s'est étendue à presque tous les secteurs, qui ont enregistré des pertes durant le trimestre. Les placements de Pembroke dans le secteur de l'énergie ont été les plus durement touchés, tandis que les placements dans les secteurs de la consommation, de la finance et des industries ont fortement reculé durant le trimestre.

Les actions de **Tucows** («TC»), fournisseur de services de télécommunications mobiles, de noms de domaine et d'accès Internet à haute vitesse par fibre optique, ont monté durant le quatrième trimestre de 2018. La société a tiré des flux de trésorerie de ses activités matures de gestion de domaine et a réinvesti le capital dans ses services Ting Mobile et ses services Internet par fibre optique. Ces activités de croissance génèrent des rendements des capitaux solides et offrent à leurs actionnaires des perspectives de croissance des revenus et des flux de trésorerie.

Les actions de **Badger Daylighting** («BAD») ont fait preuve de résilience dans le marché baissier. Cela s'explique par les solides résultats de la société au troisième trimestre et le fait qu'elle a reçu une offre d'achat d'une autre société ouverte durant l'été. Ce dernier renseignement a donné aux investisseurs des motifs de penser qu'un acquéreur stratégique a vu de la valeur dans BAD qui n'est pas adéquatement reflétée dans le cours de l'action de la société. BAD offre des services de creusage de précision à une vaste clientèle, notamment des sociétés des secteurs des industries, des services aux collectivités et de l'énergie. Par exemple, des gazoducs ou des câblages de services aux collectivités potentiellement dangereux peuvent être enfouis à proximité d'autres infrastructures. Pour éviter les explosions et les électrocutions, des méthodes prudentes de creusage sont requises pour excaver de telles zones. Le marché américain accuse plusieurs années de retard par rapport au marché canadien pour ce qui est de l'adoption des techniques de BAD, ce qui procure à la société des occasions de croissance sur plusieurs années. Pembroke est enthousiaste à l'égard du bilan solide et du fort potentiel de croissance de la société. À l'heure actuelle, BAD est le plus important actif des portefeuilles canadiens de Pembroke, ce qui reflète bien la valorisation raisonnable et la force des données fondamentales de la société.

Les actions de **Tamarack Valley Energy** («TVE»), société pétrolière et gazière qui exploite les gisements de pétrole brut léger Cardium et Viking situés en Alberta et en Saskatchewan, ont été faibles au quatrième trimestre de 2018 en réaction à la baisse mondiale des prix du pétrole, aux

contraintes de capacité des pipelines et à la capacité de traitement qui ont miné la confiance des investisseurs. Tandis que les prix modérés auront des répercussions sur la production et la génération de flux de trésorerie à court terme, Tamarack est bien positionnée pour se maintenir durant le ralentissement grâce à son bilan solide, à ses actifs à faible coût, à sa discipline en matière de couverture et à son équipe de direction chevronnée. En outre, les contraintes liées aux infrastructures s'assoupliront en 2019, lorsque de nouveaux systèmes de pipelines seront implantés, que l'entretien des capacités de raffinage sera terminé et que les volumes de transport par rail augmenteront.

Les actions de **Kinaxis** (« KXS »), fournisseur de premier plan de logiciels de gestion de chaînes d'approvisionnement, ont reculé après que la direction ait revu à la baisse ses prévisions de croissance des revenus en 2018. Depuis son acquisition en 2015, le titre de KXS a produit un excellent rendement à Pembroke. La société affiche une croissance rapide et des marges bénéficiaires élevées. Lorsque Pembroke a acquis le titre, notre équipe des placements a été attirée par la fiche financière solide, la technologie de pointe et les clients du palmarès Fortune 500 de la société. D'un autre côté, KXS vend une technologie perturbatrice, qui requiert des décisions d'achat longuement et mûrement réfléchies par les clients. Le processus de vente s'en trouve rallongé et l'acquisition de nouveaux clients peut se faire de façon irrégulière. L'avantage d'un tel processus repose sur le fait qu'après leur mise en œuvre, les solutions de KXS deviennent une partie intégrante des activités quotidiennes de grandes sociétés. Rien n'indique que l'environnement concurrentiel a changé pour KXS ou que sa position dominante est menacée à court terme. Pembroke a tiré avantage de la perturbation du cours de KXS pour consolider son placement dans la société, que notre équipe des placements voit comme l'une des sociétés canadiennes de croissance de grande qualité.

COMMENTAIRE – ACTIONS AMÉRICAINES

Les portefeuilles américains de Pembroke ont reculé au quatrième trimestre, après avoir enregistré de solides rendements durant les neuf premiers mois de 2018. Tandis que les gains relatifs des portefeuilles sont demeurés stables par rapport à l'indice Russell 2000, le recul de leurs gains absolus est important. Même les sociétés à l'abri des risques macroéconomiques étrangers (comme les tensions commerciales entre

les États-Unis et la Chine) et appuyées sur de solides données fondamentales ont vu leurs cours diminuer lorsque les valorisations ont baissé dans tous les grands secteurs. Les craintes d'une récession se sont rapidement transformées en craintes du marché boursier et de nombreux investisseurs se sont dirigés vers la sortie, l'indice S&P 500 enregistrant son pire rendement de la veille de Noël. L'équipe des placements de Pembroke est d'avis que les occasions à long terme des titres américains du portefeuille demeurent inchangées malgré les vents contraires à court terme. Dans plusieurs cas, les équipes de direction des placements de Pembroke n'ont pas vu les tensions commerciales, l'incertitude politique en Europe ou les activités des banques centrales occasionner une baisse de la demande pour leurs produits et services. En réalité, certaines sociétés aident leurs clients à épargner et à accroître leur efficacité, ce qui peut constituer un avantage dans une conjoncture économique plus difficile. Malgré des prévisions de croissance à court terme revues à la baisse, les valorisations demeurent généralement attrayantes, même en supposant un ralentissement de la croissance.

Les actions de **Vocera Communications** (« VCRA »), fournisseur de solutions technologiques destinées aux hôpitaux, ont gagné plus de 30 % en 2018. Elles ont même légèrement augmenté au quatrième trimestre. VCRA fournit des systèmes de communication modernes qui améliorent la sécurité des patients et la satisfaction de la main-d'œuvre et aident les hôpitaux à se conformer aux lois relatives à la confidentialité des données des patients, et à rentabiliser les investissements technologiques majeurs dans l'informatisation des dossiers médicaux. Dans de nombreux hôpitaux, les médecins et le personnel communiquent encore au moyen d'un système de radiomessagerie centralisé ou de téléavertisseurs traditionnels, ce qui fournit des occasions favorables pour Vocera. La société offre ses services dans environ 20 % des hôpitaux américains à l'heure actuelle, et a la possibilité de vendre d'autres services à ses clients. VCRA présente une combinaison attrayante de croissance et d'expansion des marges d'exploitation. La société bénéficie d'une bonne position concurrentielle dans un marché en pleine croissance.

Boingo Wireless (« WIFI »), que nous avons mentionnée dans nos commentaires précédents, est l'un des placements les plus importants de nos portefeuilles américains en raison de ses solides capacités d'exécution, de sa croissance plus forte que prévu et de la hausse de ses valorisations. WIFI est bien positionnée pour tirer parti de la hausse importante de la consommation de données sans fil, en agissant à titre de

partenaire de grands fournisseurs aux États-Unis qui souhaitent obtenir des solutions économiques pour offrir un service uniforme dans les stades sportifs, les aéroports et les gares ferroviaires. Même si Pembroke demeure confiante dans la position concurrentielle de la société et ses flux de revenu à long terme découlant des installations de systèmes actuelles et prévues, le cours de l'action a chuté abruptement lorsque la société a déclaré au troisième trimestre une baisse du taux de croissance de ses revenus sur des périodes consécutives. À la lecture du rapport trimestriel de la société, nous avons revu nos hypothèses et projections financières et avons conclu que WIFI demeure une société qui présente de bonnes occasions de croissance à long terme, ce qui justifie sa pondération importante dans le portefeuille. Malgré ses résultats un peu décevants au troisième trimestre, WIFI poursuit sa croissance à un bon rythme, et la direction a rehaussé ses prévisions de bénéfices au quatrième trimestre, démontrant l'effet de levier du modèle d'affaires. WIFI possède un bilan solide, un profil de croissance attrayant et des valorisations raisonnables, ce qui lui procure des assises solides sur lesquelles l'action pourra gagner du terrain au cours des prochaines années.

COMMENTAIRE – PORTEFEUILLE ÉQUILIBRÉ ET DE DIVIDENDES

Le **Fonds de dividendes et de croissance Pembroke** a perdu de la valeur au quatrième trimestre de 2018. Les inquiétudes macroéconomiques liées au ralentissement de la croissance économique mondiale et à la hausse des taux d'intérêt ont miné la confiance des investisseurs, tout comme l'incertitude entourant l'escalade des tensions commerciales. Les actions de sociétés à petite capitalisation ont affiché un rendement inférieur à celui des sociétés à grande capitalisation, et le Fonds est demeuré à la traîne de l'indice composé S&P/TSX et de l'indice S&P/TSX Dividend Aristocrats durant le trimestre.

La correction a touché tous les secteurs représentés dans le portefeuille, qui ont reculé durant le trimestre. Les titres des secteurs des services de communication, des matériaux, de la consommation et de l'industrie ont été les plus durement touchés, tandis que les titres des technologies de l'information ont enregistré des baisses plus modérées.

Deux titres en particulier ont nui au rendement au quatrième trimestre de 2018.

Les actions de **Hardwoods Distribution** (« HDI »), distributeur de produits de construction architecturaux et décoratifs en Amérique du Nord, ont été faibles au quatrième trimestre tandis que les investisseurs ont digéré les piètres données sur le logement et les pressions sur les marges découlant des politiques commerciales des États-Unis à l'égard de certaines importations de bois d'œuvre chinois. Malgré ces vents contraires, Hardwoods continue de générer une croissance interne modeste de ses revenus et de chercher activement des occasions d'acquisition. En outre, une normalisation des marges est attendue en 2019, lorsque le secteur se sera ajusté aux tensions commerciales observées en 2018. Les actions de HDI se négocient à une valorisation attrayante, tant sur le plan absolu que par rapport à ses pairs.

Les actions de **Sleep Country Canada** (« ZZZ »), détaillant spécialisé dans les matelas et les accessoires de sommeil à l'échelle du Canada, ont reculé durant le quatrième trimestre, en raison de la croissance des ventes de magasins comparables inférieure aux attentes et à l'accroissement des inquiétudes entourant les répercussions de la hausse des taux d'intérêt sur l'activité dans le secteur du logement et de la consommation connexe. Malgré les ventes de magasins comparables inférieures, d'autres vecteurs de croissance des bénéfices, dont l'ouverture de nouvelles boutiques, les gains de parts de marché et la hausse des marges, sont demeurés intacts. La société est financée de façon prudente, ses dividendes sont bien financés et ses valorisations demeurent attrayantes malgré la correction du marché.

Deux titres en particulier ont contribué au rendement au quatrième trimestre de 2018.

Les actions de **Badger Daylighting** (« BAD »), société de services environnementaux spécialisée dans l'hydro-excavation non destructive, se sont redressées durant le quatrième trimestre, grâce aux résultats trimestriels supérieurs aux attentes des analystes et aux prévisions financières de 2019 accueillies favorablement par les investisseurs. Badger a investi dans l'agrandissement de sa flotte et diversifié son exposition géographique et son exposition au marché final, ce qui a favorisé un profil attrayant de croissance des bénéfices. En outre, la société a déclaré avoir reçu une offre d'achat non sollicitée plus tôt en 2018. Une telle offre signifie que les marchés publics n'ont possiblement pas reconnu les activités de la société à leur pleine valeur.

Les actions de **Les Vêtements de sport Gildan** (« GIL »), un fabricant de vêtements, notamment des chandails, des chemises de sport, des molletons, des chaussettes et des sous-vêtements, ont affiché des gains au quatrième trimestre de 2018, puisque les investisseurs ont réagi à l'annonce d'un contrat conclu relativement à la marque maison et aux résultats financiers conformes aux attentes. Grâce à ses activités de fabrication à faible coût, Gildan s'approprie des parts de marché de la concurrence. En outre, la société génère des flux de trésorerie disponibles solides, qui servent à financer ses initiatives de croissance et des dividendes modestes.

Le portefeuille équilibré de Pembroke, le **Fonds de croissance et de revenu GBC**, a subi une brusque correction au quatrième trimestre de 2018. Le déclin est attribuable au volet actions du portefeuille, représenté par les avoirs du **Fonds de dividendes et de croissance de Pembroke**. La faiblesse générale des marchés boursiers et le piètre rendement des actions de sociétés à petite capitalisation ont nui aux résultats du fonds de dividendes.

Le volet revenu fixe du Fonds, représenté par le **Fonds d'obligations canadien GBC**, a dégagé un gain modeste durant le trimestre, ce qui a contribué à atténuer les baisses du volet actions.

Le revenu de ce fonds équilibré provient de dividendes et d'intérêts. Le volet actions affiche actuellement un rendement brut annualisé de 4,13 %, alors que le volet revenu fixe est essentiellement investi dans des titres cotés A+ qui, en moyenne, offrent un rendement collectif à l'échéance de 3,0 % et une durée du portefeuille corrigée de 4,7 ans. La composition de l'actif des mandats équilibrés de Pembroke n'a pas beaucoup changé au cours de l'année, environ 31 % des titres en portefeuille ayant été investis dans des titres à revenu fixe au 31 décembre 2018.

COMMENTAIRE – ACTIONS INTERNATIONALES

L'accent mis par le Fonds sur les sociétés à forte croissance ayant des tendances favorables en matière de bénéfices a nui au rendement relatif durant le trimestre, puisque les actions à faible valorisation ayant des tendances défavorables en matière de bénéfices et de plus faibles profils de croissance se sont mieux comportées dans le contexte de ralentissement mondial des marchés. Ces tendances contraires étaient

plus prononcées en octobre et en novembre. Du point de vue des secteurs, la sélection défavorable de titres des secteurs de l'industrie et de la finance a nui au rendement durant le trimestre, annulant largement l'incidence positive de la sélection favorable de titres dans les secteurs de l'énergie et des services aux collectivités. Du point de vue géographique, le solide rendement des titres de l'Europe de l'Est et de l'Afrique du Sud a été largement annulé par la sélection de titres du Japon, qui ont nui au rendement.

La sélection de titres du secteur de l'industrie a pâti du rendement d'UT Group, société japonaise d'impartition de la fabrication, qui a déclaré des bénéfices trimestriels inférieurs aux attentes en raison du ralentissement de l'augmentation du nombre d'ingénieurs déployés dans le secteur de l'automobile. Une autre entreprise japonaise de services professionnels, Nihon M&A Center, a eu une incidence négative sur le rendement durant le trimestre. Nihon est une société de croissance de grande qualité qui fournit des services-conseils à des petites et à des moyennes entreprises relativement à des problèmes de relève. Malgré des résultats trimestriels solides et un bénéfice d'exploitation propulsé par la hausse du nombre d'ententes conclues, le cours de l'action a souffert de l'abandon des sociétés japonaises à valorisations élevées durant la période. Ces répercussions négatives ont été atténuées par la sélection favorable de titres des secteurs de l'énergie et des services aux collectivités, puisque MOL Hungarian Oil & Gas et la société française d'infrastructures d'énergie, Rubis, ont généré de bons rendements.

Le Fonds a maintenu ses surpondérations dans les secteurs de la consommation discrétionnaire, de la consommation de base, de la finance et des technologies de l'information durant le trimestre, qui ont été annulées principalement par les sous-pondérations dans les secteurs des matériaux, de l'immobilier et des services aux collectivités. Les placements dans le secteur de l'industrie ont été réduits et ramenés à une position sous-pondérée en raison de la réduction des titres du Royaume-Uni, de l'Europe et du Japon dans le portefeuille. Du point de vue géographique, la surpondération du Fonds dans les titres du Royaume-Uni a été réduite afin de minimiser les risques liés à un Brexit difficile, tandis que les placements dans les titres de pays émergents et de pays développés d'Asie hors Japon (Singapour, Australie et Nouvelle-Zélande) ont été accrus.

Le quatrième trimestre a nuï au rendement de l'exercice. Le secteur de la consommation discrétionnaire est celui qui a le moins souffert de la sélection de titres pour la période de 12 mois. MGM China Holdings est concepteur et propriétaire exploitant de casinos et de complexes hôteliers dans la grande région chinoise qui possède des propriétés notamment à Macao et à Cotai. Le cours de l'action a subi des pressions durant l'exercice en raison de la baisse des revenus de jeu en Chine, qui ont occasionné une révision à la baisse des prévisions générales des bénéfices du secteur. Même si le nouveau complexe de MGM à Cotai a généré une croissance inférieure aux prévisions, les volumes des activités VIP et de première qualité offertes au grand public ont commencé à augmenter au quatrième trimestre. Ces répercussions ont été partiellement annulées par la sélection favorable d'actions dans le secteur des matériaux, où la japonaise Nissan Chemical a fait bonne figure grâce à une croissance de ses revenus tirés de produits chimiques spécialisés, notamment de films d'alignement pour appareils intelligents et de Fluralaner, un traitement contre les puces destiné aux animaux de compagnie.

COMMENTAIRE – REVENU FIXE



Un concours pénible de circonstances a amené les marchés boursiers à chuter abruptement durant le quatrième trimestre. La Réserve fédérale américaine a continué de hausser les taux d'intérêt administrés, fortement au détriment des prix des actifs. Il y a des signes de ralentissement économiques selon, encore une fois, les prévisions et les sondages auprès des manufacturiers. Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine contribuent au ralentissement prévu. Enfin, les marchés boursiers ont réalisé que de nombreuses actions, comme celles du secteur des technologies, sont coûteuses.

La chute des marchés boursiers a poussé les investisseurs à chercher refuge auprès des obligations d'État durant le trimestre. Ce mouvement de répartition de l'actif a poussé les rendements des obligations à la baisse, faisant en sorte que les obligations du gouvernement du Canada ont offert les meilleurs rendements sur le marché canadien des obligations. De manière générale, les rendements des obligations provinciales et des obligations de sociétés ont diminué, mais dans une moins grande mesure que ceux des obligations du gouvernement du Canada. Pour cette raison, les écarts de crédit se sont accrus et les

obligations de sociétés ont présenté des rendements inférieurs au reste du marché des obligations. Les obligations de faible qualité ont fini dans le bas du classement, tandis le cours de nombreuses obligations à rendement élevé a chuté et que les obligations de catégorie investissement notées BBB ont généré des rendements légèrement plus élevés.

Le rendement très solide des obligations canadiennes au quatrième trimestre a renversé la tendance depuis le début de l'exercice, ce qui leur a permis de générer les meilleurs rendements cette année. Les rendements ont augmenté pour l'année dans son ensemble, les obligations provinciales étant en bas du classement, tandis que les obligations de sociétés, en particulier celles de meilleure qualité, se sont mieux comportées.

Commentaire – Fonds d'obligations canadien GBC

Le **Fonds d'obligations canadien GBC** a généré un rendement un peu moins que l'indice de référence pour la période. Pour l'exercice, le Fonds a inscrit un rendement légèrement supérieur à celui de l'indice de référence. Le Fonds a affiché une meilleure tenue que l'indice de référence durant un exercice très volatil pour de nombreux investisseurs obligataires.

Les titres de meilleure qualité ont avantagé le Fonds durant le trimestre lorsque les écarts de rendement se sont creusés. Toutefois, les obligations de courte durée et les placements dans les titres à taux variables ont nuï au rendement du Fonds lorsque les taux ont diminué. Le Fonds est bien structuré au début de 2019 grâce à ses placements dans les obligations à taux variable. Le CDOR (Canadian Deposit Offered Rate), taux de base de la plupart des obligations à taux variable, offrait, au début de l'exercice, un rendement supérieur à celui des obligations à 30 ans du gouvernement du Canada, ce qui constitue est très rare. Les obligations à taux variable représentent une bonne manière d'obtenir un rendement attrayant sans s'exposer au risque de taux d'intérêt. Le Fonds conserve une approche prudente du point de vue des notations et des taux d'intérêt et constitue un moyen efficace de diversifier son portefeuille d'actions.

Commentaire – Fonds d'obligations de sociétés Pembroke

Le **Fonds d'obligations de société Pembroke** a généré un rendement de -0,61 % durant le trimestre, légèrement en deçà de son indice de référence, mais il s'est mieux comporté que l'indice de référence pour l'exercice, avec un rendement de 1,39 % par rapport à 1,10 % pour l'indice. La forte pondération en titres à taux variable et de courte durée connexe a nuï au rendement durant le quatrième trimestre, bien qu'elle ait offert une grande stabilité au portefeuille durant l'exercice. En outre, les placements du Fonds dans les titres de haute qualité et de courte durée ont surmonté la fuite vers les titres de qualité durant le trimestre tandis que les rendements chutaient. Lorsque les occasions d'ajouter de la valeur en prolongeant la durée se font rares, le Fonds présente une position défensive d'une durée de 1,3 an à un taux de rendement de 3,5 %, ce qui se compare favorablement à l'indice de référence, d'une durée de 6,1 ans à un taux de rendement de 3,4 %. Enfin, le Fonds possède des placements dans des titres de haute qualité réputés défensifs lorsque les écarts se creusent; ces titres procurent aussi au Fonds des liquidités pour saisir les occasions qui se présentent.

NOUVELLES DE LA FIRME

C'est avec fierté que Pembroke annonce le lancement de son nouveau **site Web** et de son **portail** pour les clients. Ceux-ci peuvent maintenant consulter leurs relevés et leurs formulaires fiscaux à partir du portail sur le site Web. Pour en apprendre davantage à ce sujet, visitez le site www.pml.ca.

Avez-vous entendu parler du **Programme Avantage Familial** de Pembroke? Ce programme est conçu pour avantager les familles de nos clients. Ce programme a notamment pour caractéristiques le fait que les frais de gestion appliqués à tous les fonds détenus par les membres inscrits d'une même famille sont calculés en fonction de l'ensemble des actifs détenus par la famille à la fin du trimestre civil précédent. Pour obtenir plus de détails, communiquez avec votre représentant Pembroke.

Le **Fonds concentré Pembroke** a été lancé. Ce portefeuille concentré en position longue, à l'intention des investisseurs autorisés seulement, est composé de titres de 12 à 18 sociétés cotées principalement aux États-Unis. Pour obtenir plus de détails, communiquez avec votre représentant Pembroke.

DANS LA COMMUNAUTÉ

Les membres de **l'équipe de Toronto** ont prêté main-forte à l'organisme Covenant House dans le cadre de leur activité annuelle, qui avait lieu le 3 décembre 2018. Ils ont ainsi pu aider des jeunes itinérants dans le besoin. Les membres de l'équipe en ont appris davantage sur les services offerts par Covenant House, ont aidé à faire le tri des dons et ont servi des repas à la cuisine du centre de crise de l'organisme. Pembroke a fait un don de 2 500 \$ à l'organisme, en plus de remettre les dons qui avaient été recueillis par les employés, ce qui a permis de réchauffer le cœur des jeunes en difficulté pendant la période des Fêtes.

Nicolas Chevalier, associé et gestionnaire de portefeuille, Partner & Portfolio Manager, a été nommé administrateur du CHU Sainte-Justine par la ministre de la Santé du Québec. En plus de ses responsabilités comme membre du conseil d'administration de l'hôpital, Nicolas siège également aux comités de direction et d'audit.

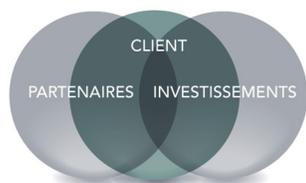
Dans le cadre des célébrations entourant le 50e anniversaire de Pembroke, le 17 octobre dernier, les membres de **l'équipe de Montréal** ont saisi des pelles et ont planté 50 arbres (sept variétés) pour poser un geste de développement durable pour l'environnement à l'un de nos sites préférés de la ville.



Dans le cadre des célébrations entourant son 50e anniversaire, Pembroke commandite **l'exposition Alexander Calder: un inventeur radical** présentée au Musée des beaux-arts de Montréal. L'exposition est présentée jusqu'au 24 février 2019. Si vous souhaitez y aller, communiquez avec nous, car nous avons des bons de réduction pour nos clients.

Gestion privée de placement Pembroke est heureuse de commanditer à nouveau cette année le **Marathon canadien de ski**. Il s'agit d'une randonnée de ski de fond de deux jours parcourue par près de 2000 participants, qui franchissent les 160 kilomètres au complet ou en partie. Cet événement a vu le jour en 1967. Cette année, le parcours commencera à Mont-Tremblant le 9 février et se terminera le lendemain à Lachute, au Québec. « Pour parcourir de longues distances en ski de fond, il faut bien se préparer, se concentrer et faire preuve de détermination, tout comme dans le monde des placements, indique Ian Aitken, associé directeur de Pembroke. Ce n'est pas une course, mais bien toute une aventure au grand air et une excellente façon de célébrer l'hiver. C'est avec plaisir que Pembroke appuie cet événement, qui est devenu une tradition annuelle pour de nombreux skieurs. Le marathon est d'ailleurs reconnu comme l'un des plus longs parcours du genre au monde. »

LA FIRME



Alignement des intérêts

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

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

CONTACT - GESTION PRIVÉE PEMBROKE

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

MISE EN GARDE

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

Le 4 février 2019