

Le TRIMESTRIEL DE BURGUNDY

pour les investisseurs institutionnels canadiens

Gestion d'actifs Burgundy Ltée offre des services de gestion de placement aux caisses de retraite, aux fondations et aux compagnies d'assurance. Nous sommes un gestionnaire mondial recherchant des sociétés sous-évaluées qui offrent un potentiel de croissance à long terme. Nous nous concentrons également sur des sociétés pour nos mandats à revenu fixe – entreprenant des analyses de crédit afin de trouver des titres à revenu fixe de sociétés offrant un fort potentiel en placement.

Le trimestriel de Burgundy communique les résultats trimestriels et donne un aperçu de notre stratégie de placement.



1T en Revue

Selon Richard Rooney,
Président & Directeur des investissements

Nous sommes généralement satisfaits de la qualité des sociétés en portefeuille. Elles sont bien financées et rentables. Leurs équipes de direction sont compétentes et nous les connaissons bien, car nous effectuons des recherches sur elles depuis de nombreuses années. Nous avons bon espoir qu'elles pourront continuer d'inscrire de solides résultats.

Richard Rooney
Président & Directeur des investissements

Après avoir démarré l'année avec une avance confortable, les marchés des actions mondiaux ont amorcé une période de volatilité à la fin de janvier et au début de février. Bien qu'ils se soient généralement stabilisés à l'intérieur d'une fourchette de négociation après le début de février, les marchés ont continué d'évoluer en dents de scie pendant tout le trimestre. Des chutes vertigineuses sont survenues dans les marchés des actions alors que les investisseurs assimilaient l'idée que la Réserve fédérale des États-Unis continuerait de relever les taux tout au long de 2018 en raison de la vitalité de l'économie américaine. Le marché canadien et le huard ont été des perdants notoires, la plupart des monnaies du monde s'étant fortement appréciées par rapport au dollar canadien. Pour les investisseurs utilisant le dollar canadien, cela a eu pour effet d'amortir les baisses des marchés des actions étrangers. En général, le premier trimestre a été le pire en deux ans pour les marchés des actions. Les obligations ne se sont pas comportées comme elles le font habituellement lorsque les marchés des actions sont faibles. Les taux d'intérêt ont

peu fléchi, mais les obligations canadiennes ont, à grand-peine, généré un modeste rendement positif au cours du trimestre.

Burgundy a continué d'être quelque peu derrière les moyennes du marché dans la plupart des régions. Aucun style précis ne semble dominer les marchés, et même les grandes favorites de longue date des investisseurs — les « FAANG » (Facebook, Amazon, Apple, Netflix et Google) — ont des différends avec les organismes de réglementation et les autorités fiscales, ce qui a fait chuter leurs cours.

Actions canadiennes

Au premier trimestre de 2018, le Canada, comme la plupart des marchés mondiaux, a connu une flambée de volatilité relativement courte qui s'est propagée à presque tous les secteurs. L'indice composé S&P/TSX s'est ensuite replié et a cédé 5 % pendant le trimestre, entraîné dans sa chute par les secteurs de l'énergie et des services financiers. Les investisseurs du Canada et de l'étranger se démènent pour tenter de comprendre le contexte géopolitique de plus en plus complexe et les taux d'intérêt en hausse.

Le secteur pétrolier canadien (comme l'ensemble de l'économie) continue d'être désavantagé par un écart prononcé entre les prix de référence du pétrole lourd canadien et du pétrole léger



Notre processus de placement ne repose pas sur des attentes descendantes en matière de taux d'intérêt, et notre portefeuille de sociétés de qualité supérieure conservera ses atouts concurrentiels, quel que soit le contexte général des taux d'intérêt.

David Vanderwood

Vice-président principal
Gestionnaire de portefeuille,
actions canadiennes

mondial, par exemple le West Texas Intermediate (WTI). Bien que le prix du baril de WTI ait grimpé pour atteindre plus de 60 \$, alors qu'il avait touché un creux de 25 \$ en 2016, le prix du Western Canadian Select (WCS) tire de l'arrière, ce qui cause un écart marqué entre les deux prix et un escompte élevé de plus de 20 \$ sur le pétrole canadien. Un tel écart de prix n'avait pas été observé depuis 2013, année où les prix du baril de WTI ont atteint presque 100 \$. Cet escompte substantiel est attribuable à la capacité insuffisante des oléoducs. Les modes de transport de rechange (p. ex., le train) coûtent cher et, vu les volumes records des autres produits, les sociétés ferroviaires disposent d'une capacité minimale pour acheminer le pétrole brut ou encore ne souhaitent simplement pas le faire. En définitive, le Canada représente la principale source de pétrole étranger pour les États-Unis, et les deux parties ont de fortes motivations économiques à créer une capacité accrue de transport. Entre-temps, les producteurs canadiens qui exploitent des installations de raffinage en aval devraient continuer de devancer leurs concurrents non intégrés en raison de la nature anticyclique de leurs flux de trésorerie.

La hausse des taux d'intérêt au cours du trimestre de même que la perspective de nouvelles hausses de taux ont poussé les investisseurs à réévaluer certaines sociétés de premier ordre ayant des flux de trésorerie et un dividende stables, en raison de l'augmentation du coût de renonciation du capital. Avec le temps, les taux plus élevés devraient également inciter les investisseurs à revoir sérieusement leurs attentes à l'égard des sociétés à forte croissance. Notre processus

de placement ne repose pas sur des attentes descendantes en matière de taux d'intérêt, et notre portefeuille de sociétés de qualité supérieure conservera ses atouts concurrentiels, quel que soit le contexte général des taux d'intérêt.

Colliers International Group Inc.

Activité principale: Fournisseur de services immobilier

Établie depuis: 1976

Siège social: Toronto, Ontario

Colliers International Group est le quatrième fournisseur de services en immobilier commercial au monde. Le courtage pour la vente et la location d'espaces commerciaux constitue la principale activité de la société. Colliers fournit également des services-conseils et d'impartition, comme des solutions en entreprise et en milieu de travail, des services d'évaluation, des services de gestion d'immeubles et d'installations ainsi que des services de gestion de projet.

Les services en immobilier commercial reposent sur un modèle d'affaires lucratif. Colliers génère de marges bénéficiaires intéressantes et, de façon tout aussi importante, présente une structure de coût souple fortement liée aux volumes de ventes. C'est également une entreprise qui exige peu de capitaux ce qui signifie que la majorité des bénéfices qu'elle produit sont convertis en flux de trésorerie. Les activités de Colliers suivent les inévitables fluctuations des marchés immobiliers commerciaux mondiaux, mais la société a réussi à bien diversifier sa gamme d'activités au cours de la dernière décennie. Plus des deux tiers des revenus totaux de Colliers sont maintenant attribuables à des services qui sont majoritairement contractuels ou récurrents. Avec la moitié de ses bénéfices d'exploitation générés dans la région des Amériques et l'autre

portion répartie en parts égales entre les marchés de l'Europe, du Moyen-Orient, de l'Afrique et de l'Asie-Pacifique, Colliers est également diversifiée sur le plan géographique.

Selon nous, les années à venir annoncent une croissance rentable pour la société. L'industrie mondiale des services en immobilier commercial, évaluée à 200 milliards de dollars américains annuellement, est vaste, mais également très fragmentée. En effet, Colliers et les quatre autres grandes sociétés de l'industrie se partagent une part de marché de moins de 20 %. Dirigée par Jay Hennick, qui est selon nous l'un des meilleurs chefs de la direction au pays, l'équipe de direction de Colliers a concocté un plan quinquennal ambitieux, mais réalisable, pour doubler la taille de l'entreprise d'ici 2020. Colliers est en bonne voie pour atteindre son objectif, principalement grâce à sa feuille de route impressionnante en matière d'acquisitions. La société a recours à un processus bien défini pour cibler, acquérir et intégrer des fournisseurs de services immobiliers de plus petite taille, dont un grand nombre sont des franchises affiliées qui exercent déjà leurs activités sous la bannière de Colliers.

Notre placement dans cette entreprise bien administrée, rentable et en pleine croissance nous réjouit, et nous sommes impatients de voir ce que Colliers accomplira à long terme.

Celestica Inc.

Activité principale: Fabricant de matériaux informatiques

Établie depuis: 1994

Siège social: Toronto, Ontario

Bien que Burgundy se concentre sur les sociétés de qualité dont le cours est inférieur à leur valeur intrinsèque (correspondant aux flux de trésorerie actualisés), les fervents de

l'investissement axé sur la valeur insistent pour payer moins que la valeur des biens durables d'une société. La majorité des entreprises qui remplissent ce critère n'atteignent pas notre seuil de qualité, mais à l'occasion, nous avons la chance d'obtenir un prix qui s'approche de la valeur des biens durables d'une société dont la qualité est acceptable. L'acquisition récente de Celestica en est un bon exemple.

Celestica est une société de services de fabrication et d'assemblage de matériel informatique. Elle fournit des serveurs, des dispositifs de stockage et des routeurs ainsi que des systèmes électroniques pour les avions, les fabricants de semi-conducteurs, les appareils médicaux et d'autres équipements industriels. Nous n'avons jamais investi auparavant dans une société de services de fabrication de matériel informatique; par contre, notre expérience dans d'autres secteurs de la chaîne de valeur des technologies, comme les revendeurs à valeur ajoutée et les distributeurs de technologie, nous a aidés à mieux comprendre Celestica dans notre processus de recherche.

Ce sont des clients qui cherchent à impartir la fabrication et la gestion de la chaîne d'approvisionnement qui font appel à Celestica, car ils détiennent la propriété intellectuelle de leurs produits. En fait, Celestica est issue de la scission de la division d'assemblage de matériel informatique d'IBM en 1994. Comme vous pouvez l'imaginer, Celestica affiche des comptes à recevoir et des stocks importants puisqu'elle assemble du matériel informatique pour des clients comme IBM. Les liquidités et les biens immobiliers de Celestica sont également des actifs durables, ce qui procure à la société un portefeuille d'actifs corporels significatif. Celestica se négocie actuellement près de la valeur de ses actifs durables. En fonction des bénéfices, le ratio de Celestica est seulement de 9.

Les titres de Celestica sont bon marché puisque la société fait face à certains défis légitimes. La concurrence sur les marchés du stockage et des serveurs s'intensifie en raison de la présence de fabricants à faible coût en Chine et à Taïwan. De plus, le pouvoir d'établissement des prix de la société est minime puisque la nomenclature des composantes est entièrement transparente. Enfin, Celestica a souffert du déclin de la société Research in Motion, pour laquelle elle assemblait les appareils BlackBerry.

Néanmoins, nous continuons de penser que Celestica possède des attributs de qualité. En dépit de la concurrence accrue dans l'univers du stockage et des serveurs, ces marchés affichent une croissance rapide puisque les centres de données se multiplient pour suivre le rythme de la consommation des données sur Internet. De plus, Celestica est un joueur important dans la majorité de ses catégories de produits et tire profit d'une capacité de négociation considérable avec ses fournisseurs. Ce pouvoir de négociation signifie que les fournisseurs de Celestica financent une tranche importante de ses stocks, ce qui porte les rendements du capital investi avant impôts à un niveau intéressant de plus de 22 %.

Nous pensons également que le marché oublie la qualité des activités aéronautiques de Celestica, qui sont axées sur la fabrication de systèmes électroniques se trouvant un peu partout, par exemple dans l'avionique du poste de pilotage ou dans les systèmes de train d'atterrissage. Celestica est le chef de file des services de fabrication de matériel électronique pour l'aéronautique, et nos discussions avec des experts ont révélé que l'entreprise est perçue comme un fournisseur de première qualité dans l'industrie. De plus, un changement de

fournisseur dans le secteur de l'aéronautique peut déclencher un nouveau processus de certification éprouvant auprès de la Federal Aviation Agency et d'autres organismes de réglementation. Ainsi, les clients de Celestica dans ce secteur sont moins enclins à opter pour un concurrent. Puisque les programmes d'avions peuvent s'étendre sur quelques décennies, Celestica n'a pas à présenter constamment des soumissions pour obtenir de nouveaux contrats ni à transformer ses chaînes de production pour ses activités aéronautiques. Celestica ne ventile pas les bénéfices qu'elle tire de ses activités aéronautiques, mais en nous fondant sur nos analyses de ses pairs, nous sommes d'avis que le segment de l'aéronautique est très rentable et que sa qualité est masquée par les autres activités de Celestica.

Outre la réévaluation de Celestica par les investisseurs à mesure qu'ils reconnaissent ses aspects de qualité, nous croyons qu'il y a deux autres façons de tirer un rendement des actions de la société. Premièrement, Celestica génère des flux de trésorerie disponibles vigoureux qu'elle utilise pour racheter ses actions. À mesure qu'elle réduit le nombre d'actions, le résultat par action augmente. Deuxièmement, le bilan de Celestica est sous-optimisé, la société affichant une trésorerie nette importante. Compte tenu des biens durables de Celestica et de sa capacité à générer d'importants flux de trésorerie disponibles, l'entreprise peut se permettre de contracter des dettes. Celestica a déjà fait allusion à des acquisitions par emprunt dans le secteur de l'aéronautique. Si Celestica paie un prix raisonnable, cette stratégie pourrait aussi renforcer le résultat par action.

En résumé, nous croyons que Celestica présente suffisamment de qualité et de possibilités de rendement pour justifier ce placement. L'entreprise fait face à des défis, mais nous pensons que son



Avec le temps, les titres individuels devraient fluctuer selon leurs caractéristiques fondamentales sous-jacentes, mais d'autres facteurs peuvent jouer à court terme. À l'heure actuelle, le principal facteur semble être le flux des capitaux vers les populaires FNB.

Doug Winslow

Vice-président

Gestionnaire de portefeuille,
actions américaines à grande
capitalisation

cours raisonnable et son portefeuille d'actifs durables offrent une protection intéressante contre un risque de baisse.

Actions américaines

La volatilité a finalement ressurgi dans les marchés des actions au premier trimestre. En effet, la correction (une baisse supérieure à 10 %) de l'indice S&P 500 n'a pris que neuf jours, ce qui en fait la correction la plus rapide par rapport au nouveau sommet historique. Ce changement est en grande partie attribuable aux inquiétudes suscitées par une éventuelle guerre commerciale. En 2017, les investisseurs et les sociétés ont tiré parti de l'optimisme créé par les réductions d'impôt et l'assouplissement de la réglementation. En 2018, ils font maintenant face aux positions moins favorables aux entreprises de l'administration Trump.

Étant donné le durcissement de la politique monétaire et l'incertitude accrue entourant les politiques de la Maison-Blanche, nous nous attendons à une volatilité des marchés omniprésente tout au long de l'année. Les ventes massives en février et mars ont été plutôt généralisées, certains des titres les plus liquides ayant apparemment réagi au flux des capitaux vers les fonds négociés en bourse (FNB). Avec le temps, les titres individuels devraient fluctuer selon leurs caractéristiques fondamentales sous-jacentes, mais d'autres facteurs peuvent jouer à court terme. À l'heure actuelle, le principal facteur semble être le flux des capitaux vers les populaires FNB.

Nous n'avons apporté aucun changement significatif au portefeuille au premier trimestre, et ce, essentiellement en raison de la

nature généralisée de cette liquidation. Nous croyons toutefois que le regain de volatilité des marchés sera propice à l'émergence de nouvelles occasions.

Microsoft Corporation

Activité principale: Société de logiciels

Établie depuis: 1975

Siège social: Redmond, Washington

Bon nombre de sociétés du secteur des technologies ont des marges élevées et offrent un excellent rendement du capital investi. Malgré leurs données économiques exceptionnelles, la plupart de ces sociétés sont susceptibles de subir une dégradation de leur valeur à long terme en raison des percées technologiques. Les châteaux érigés par ses sociétés sont peut-être magnifiques, mais ils sont aussi très vulnérables aux envahisseurs. L'une des avancées technologiques les plus puissantes des derniers temps est l'informatique en nuage. L'informatique en nuage permet la prestation de services informatiques, notamment l'utilisation de logiciel, le stockage de données ou l'accès à des serveurs, par le biais d'Internet (c'est-à-dire « le nuage »). Dans ce commentaire trimestriel, nous souhaitons présenter une société en portefeuille qui a su particulièrement bien opérer le passage vers l'informatique en nuage.

Microsoft est la plus importante société de logiciels au monde. Le système d'exploitation Windows de Microsoft est certainement le produit le plus connu des consommateurs, mais la robustesse de la société est surtout attribuable à ses logiciels d'entreprise. Les logiciels d'entreprise les plus notables, lesquels génèrent la majorité du chiffre d'affaires et de la croissance de la société, sont notamment les suivants : la suite bureautique Office (qui comprend Word, Excel et le serveur de messagerie électronique Exchange), Windows Server (un système d'exploitation pour serveurs,

c'est-à-dire des ordinateurs centralisés qui gèrent les ressources d'un réseau), SQL Server (un système de gestion de base de données) et Azure (une plateforme infonuagique de traitement et de stockage de données, qui comprend également des outils de conception). Les trois premiers groupes de produits et d'autres applications peuvent être hébergés dans Azure ou d'autres plateformes infonuagiques.

Azure est la plateforme infonuagique de base de Microsoft. Grâce à son importante présence en entreprise et à sa taille, la plateforme est en bonne position pour gagner une part importante du marché en pleine expansion de l'informatique en nuage. Microsoft peut compter sur son équipe de vente spécialisée dans les logiciels essentiels utilisés par les entreprises. Les services de TI de ces entreprises connaissent en profondeur la technologie développée par Microsoft pour son infrastructure de données. Ces relations de longue date permettent à Microsoft de mettre au point des solutions hybrides et d'offrir du soutien aux infrastructures de TI fondamentales tant sur place que « dans le nuage ». Les entreprises peuvent mettre en place les applications, les mécanismes de sécurité et les fonctionnalités liées à l'administration dans tous leurs environnements et peuvent évoluer à leur propre rythme. Microsoft dispose des applications logicielles nécessaires pour guider les entreprises vers sa plateforme infonuagique. Azure a par ailleurs énormément investi dans les ressources infonuagiques et dans la création d'un réseau mondial de centres de données. La taille est cruciale pour optimiser les coûts fixes inhérents à ce genre de réseau. Après un

départ assez lent, Azure est maintenant bien implantée en tant que co-chef de file dans le domaine de l'informatique en nuage.

Le passage à l'informatique en nuage devrait également profiter à d'autres applications logicielles de la société. Par exemple, la suite Office 365 (la version « nuagique » de la célèbre suite bureautique) devrait permettre d'enregistrer une hausse des revenus par utilisateur, d'accéder à un plus grand marché exploitable et de mieux contrer le piratage. La version « dans le nuage » permet une installation et des mises à jour plus faciles et plus rapides, une intégration simplifiée des nouveaux produits et une gestion allégée du système.

Le cours de l'action de Microsoft a monté en flèche au cours des deux dernières années, et aujourd'hui, les investisseurs reconnaissent son importance dans l'informatique en nuage. Malgré cela, le cours de l'action de la société reste raisonnable si l'on tient compte de la capacité bénéficiaire de la société et de sa position en tant que chef de file dans le secteur des technologies destinées aux entreprises. Les bénéfices de la société sont actuellement en baisse en raison des pertes comptables temporaires subies par LinkedIn (frais d'acquisition) et des investissements initiaux majeurs effectués dans la technologie infonuagique, notamment dans Azure. Maintenant que les nouvelles applications et les charges de travail peuvent être développées dans un environnement infonuagique plus flexible et plus « intelligent » (comme l'intelligence artificielle), et que le passage vers l'informatique en nuage augmente les besoins informatiques des entreprises, Microsoft gagnera sans doute énormément de terrain.

Strayer Education Inc.

Activité principale: Services éducatifs à but

lucratif**Établie depuis: 1892****Siège social: Herndon, Virginie**

Strayer Education est l'un des plus importants prestataires de services éducatifs à but lucratif aux États-Unis, comptant plus de 48 000 étudiants inscrits à des programmes de niveaux collégial et universitaire (premier et deuxième cycles). La société comprend 71 établissements d'enseignement, situés principalement dans l'Est des États-Unis, et la plupart des étudiants suivent la totalité de leurs cours en ligne ou combinent des cours en ligne et en classe.

Nous avons pour la première fois acheté des actions de Strayer au début de 2013. À ce moment, le secteur de l'enseignement à but lucratif avait très mauvaise presse en raison des tactiques de vente persuasives utilisées pour attirer de nouveaux étudiants, des droits de scolarité élevés et du haut taux de décrochage, cela conjugué à l'endettement vertigineux des étudiants. À cette époque, l'administration Obama s'acharnait à renforcer la réglementation pour remédier en partie à la situation, ce qui accentuait l'incertitude qui planait sur le secteur. L'action de Strayer a été affaiblie par le pessimisme général entourant le secteur et, lorsque nous avons effectué notre placement, elle avait dégringolé de 80 % par rapport au sommet atteint en 2010.

Ce repli est un parfait exemple de la tendance des investisseurs à mettre dans le même panier tous les titres d'un secteur en déclin, comme si toutes les sociétés en faisant partie étaient en difficulté. Nous observions Strayer depuis longtemps et nous étions bien au fait que la société a à cœur la réussite de ses étudiants et qu'elle respecte un code d'éthique strict quant à ses pratiques de recrutement de nouveaux étudiants. Strayer était un bon joueur dans une

équipe composée d'un grand nombre de mauvais joueurs, et l'aversion générale des investisseurs pour ce secteur d'activité nous a permis de saisir cette occasion de placement.

Strayer a néanmoins subi les contrecoups de ce contexte fragile. Les inscriptions sont passées de plus de 60 000 en 2010 à aussi peu que 42 000 en 2014, ce qui représente une diminution de 30 %. Strayer a alors révisé à la baisse ses droits de scolarité afin qu'ils soient plus compétitifs. En 2014, la société a annoncé qu'elle réduisait de 20 % les droits de scolarité de tous ses programmes de premier cycle, et que les droits de scolarité de la quatrième année des programmes de baccalauréat seraient désormais gratuits pour les étudiants ayant terminé leurs trois premières années d'études. Il faut souligner que Strayer est demeurée rentable année après année malgré la forte baisse du nombre d'inscriptions et la réduction substantielle des droits de scolarité.

La situation s'est tout de même améliorée au cours des deux dernières années. La plupart des mauvais joueurs du secteur sont partis ou ont fait faillite, la nouvelle législation de l'administration Obama est entrée en vigueur et le secteur bénéficie de l'appui de l'administration Trump. La mauvaise presse dont faisait l'objet le secteur s'est grandement atténuée, la société a renoué avec la croissance et le nombre d'inscriptions a remonté. Ainsi, les bénéfices de Strayer devraient augmenter à court terme.

Strayer a par ailleurs annoncé en septembre dernier son intention de fusionner avec Capella Education, une autre société à but lucratif spécialisée dans l'enseignement. Nous croyons que cette fusion est prometteuse, car Capella est une excellente société qui véhicule des valeurs similaires et qui offre des programmes complémentaires à ceux de Strayer. Les deux sociétés profiteront sans doute des



Nous commençons à observer des cours avantageusement bas pour certaines sociétés qui font partie du portefeuille ou de l'équipe de rêve. Nous sommes prudemment optimistes et estimons que l'approche de Burgundy recommencera à porter ses fruits au cours des années à venir.

Ken Broekaert

Vice-président principal
Gestionnaire de portefeuille,
actions européennes

synergies créées par la fusion. Cette opération ne représente pas un cas classique de fusion et acquisition, car il est rare que les deux sociétés concernées présentent des bilans impeccables assortis de liquidités nettes. Nous nous attendons à ce que la société issue de cette fusion soit très concurrentielle et dispose de liquidités abondantes.

Actions européennes

Les rendements des placements de Burgundy en Europe sont modestes depuis environ un an et demi. Avant cet épisode, notre approche a généré des rendements démesurés pendant une période beaucoup plus longue; il est devenu de plus en plus difficile de repérer des sociétés répondant à nos critères de qualité dont les actions étaient fortement sous-évaluées. Nous avons constaté pendant les cycles économiques antérieurs que nous essayons nos pires pertes non pas parce que nos titres de meilleure qualité se négocient à des multiples d'évaluation plus élevés, mais plutôt parce que nous sacrifions la qualité des sociétés au profit de cours bon marché vers la fin d'un cycle. Par conséquent, nous veillons à éviter de privilégier des cours statistiquement bon marché au détriment de la qualité, et avons décidé d'accepter des évaluations quelque peu élevées à la condition qu'elles restent raisonnables.

Revenons maintenant à aujourd'hui. Nous commençons à observer des cours avantageusement bas pour certaines sociétés qui font partie du portefeuille ou de l'équipe de rêve. Nous sommes prudemment optimistes et estimons que l'approche de Burgundy recommencera à porter ses fruits au cours des années à venir. Nous estimons que

les évaluations sont attrayantes, eu égard à la qualité des titres en portefeuille; le ratio cours/bénéfice moyen se situe dans la fourchette inférieure de 16 et le rendement des dividendes avoisine 3,3 %. Nous demeurons cependant prudents à l'égard du marché des actions en général, même après la faiblesse qu'il a connue au dernier trimestre. En effet, nous estimons que les titres de nombreuses sociétés des marchés européens restent chers après neuf ans de reprise des marchés boursiers depuis la crise financière mondiale et près de sept ans depuis la crise de la dette de la zone euro.

Bunzl PLC

Activité principale: Biens de consommation

Établie depuis: 1867

Siège social: Vevey, Suisse

Bunzl distribue une grande variété d'articles ne pouvant être revendus au détail. La société se spécialise dans la distribution d'articles de faible valeur qui sont à la fois difficiles à gérer et nécessaires à l'exploitation d'une entreprise, comme des sacs d'épicerie, des produits d'emballage et de la vaisselle.

Le secteur dans lequel Bunzl exerce ses activités est exigeant. Comme les obstacles pour devenir un distributeur sont pratiquement inexistantes, le secteur est très fragmenté et la société a de nombreux concurrents. Les clients se soucient rarement du fournisseur, pourvu que les produits soient livrés à temps. Bon nombre de clients disposent de leurs propres capacités de distribution interne, contre lesquelles Bunzl doit également livrer concurrence.

Malgré ce contexte difficile, la feuille de route de Bunzl est impressionnante. Au cours des 10 dernières années, la société a accru de 2,4 fois ses revenus et ses bénéfices tout en remettant à ses actionnaires 40 % de ses flux de trésorerie

disponibles. Durant la même période, les revenus n'ont jamais fléchi et les bénéfices ont diminué une seule fois (de 6 %), au cours de la crise financière de 2009.

Ces résultats éblouissants sont attribuables à quatre décisions clés de la direction :

1. Se concentrer sur des marchés à faible croissance, mais résilients, comme les épiceries, les services alimentaires et les soins de santé.
2. Se démarquer en simplifiant, pour ses clients, des défis de logistique complexes à grande échelle. Par exemple, il est facile de livrer un paquet de papier essuie-tout. Il est par contre beaucoup plus ardu de livrer 200 produits différents dans 187 stations du métro de Londres entre minuit et 2 h.
3. Décentraliser l'organisation, avec des responsabilités claires et des structures incitatives, ce qui permet à la société de fidéliser et de perfectionner ses principaux gestionnaires de l'exploitation.
4. Répartir les capitaux de façon efficace, soit en faisant l'acquisition de sociétés similaires à prix raisonnable soit en retournant les capitaux aux actionnaires.

Fait plus important encore, Bunzl a constamment appliqué cette stratégie, qui n'a pratiquement pas changé depuis 1991.

Nous avons suivi la société pendant un certain temps, mais le cours élevé de l'action nous a empêchés d'investir auparavant. En février dernier, nous avons été en mesure d'effectuer un placement à un cours raisonnable, alors que le marché devenait de plus en plus obsédé par la menace concurrentielle que représente Amazon. Nous

avons beaucoup de respect pour les prouesses concurrentielles d'Amazon, mais nous croyons que la proposition de valeur de Bunzl est difficile à perturber.

Actions asiatiques

L'équipe des actions asiatiques de Burgundy célèbre un anniversaire important ce trimestre-ci : il y a 20 ans, le portefeuille d'actions asiatiques a été lancé et nous avons investi pour la première fois dans cette région. Le Japon a été la première destination de la firme en dehors de l'Amérique du Nord. Nous y avons investi à un moment où le marché des actions japonais était fortement ébranlé. Le marché asiatique était au beau milieu d'une crise financière, les banques du Japon étaient en pleine tourmente et les investisseurs fuyaient tous le pays. Lors du lancement du fonds en 1998, le Japon en était déjà à sa huitième année de correction boursière, les indices boursiers se trouvant environ 60 % plus bas que leur sommet. En tant que fidèles anticonformistes, nous avons été attirés par la perturbation d'un marché qui semblait regorger d'entreprises à prix avantageux. Avec le recul, nous y avons investi beaucoup trop tôt.

Le marché japonais a continué de descendre jusqu'en 2012 (soit pendant 15 autres années). Lorsqu'il a atteint le fond, il se trouvait à 25 % de son sommet, soit à un creux de 26 ans!

Ce placement de 20 ans a nécessité beaucoup de patience, d'endurance et de résistance, en plus d'un grand seuil de tolérance. Cependant, nous avons récolté de bons profits et avons appris des leçons que nous n'oublierons pas de sitôt. C'est pourquoi nous avons décidé de souligner cet anniversaire en invitant toute l'équipe des placements de Burgundy à Tokyo pendant une semaine, en février dernier. Nous espérons accomplir trois choses en amenant

notre équipe de recherche au Japon. D'abord, lui faire connaître le Japon, sa population et sa culture d'entreprise distincte, ainsi que les défis et possibilités uniques d'y investir et d'y faire des affaires. Ensuite, lui présenter certaines grandes sociétés japonaises et favoriser des discussions dans le but de nous améliorer comme investisseurs mondiaux. Finalement, resserrer les liens entre les membres de l'équipe de placements et partager les leçons que nous avons apprises grâce à notre expérience commune de ce voyage vers une destination incomparable des plus intéressantes.

Notre itinéraire comprenait une journée consacrée à la culture et à l'histoire, durant laquelle nous avons visité quelques vieux districts de l'ancienne ville féodale Edo, admiré les murs extérieurs des douves du palais impérial, fait une balade dans un jardin-promenade typiquement japonais et visité un dojo où se pratique le kendo, un art martial ancien. Nous avons organisé deux journées de formation en donnant la parole à des conférenciers de divers horizons, notamment Bill Emmot, auteur de nombreux livres sur le Japon et l'Asie et ancien rédacteur en chef du magazine *The Economist*; Michael Woodford, l'un des quatre étrangers ayant pu diriger une entreprise japonaise (où il a découvert et révélé une fraude de grande envergure, ce qui a entraîné son congédiement); Richard Koo, économiste, auteur et l'un des éminents experts en récession et déflation de bilan; et la professeure Parissa Haghirian (Université Sophia), spécialiste des entreprises japonaises et de leurs pratiques de gestion et d'affaires. Nous avons également rencontré quelques investisseurs locaux aguerris et d'autres personnes profondément attachées à la culture japonaise et aux Japonais. Après ces deux jours,

nous avons visité de nombreuses entreprises (31 au total) et des usines pour explorer d'autres thèmes d'intérêt. L'un des points saillants de notre voyage a été la réception que nous avons organisée à l'un des grands restaurants du Japon en l'honneur des chefs et membres de la direction de quelques-unes des entreprises dans lesquelles nous investissons depuis longtemps. Après tout, sans leur travail et leurs efforts pour créer de la valeur pour les actionnaires, Burgundy n'aurait pas connu toutes ces années fructueuses.

Pour nos collègues, les forces et faiblesses de la culture d'entreprise japonaise ont été quelque peu déroutantes. Ils ont été inspirés par la dévotion envers la clientèle, la qualité des produits et la loyauté envers l'entreprise. Par contre, ils ont été consternés de voir la faiblesse de la gouvernance d'entreprise et l'absence d'affectation efficace des capitaux de bon nombre d'équipes de direction japonaises. Cela dit, depuis 20 ans, nous avons pu constater les efforts que la communauté d'affaires japonaise a déployés (quoique laborieux et graduels). Le Japon a bien des défis à relever : le vieillissement de sa population, sa dette publique, des craintes géopolitiques et l'intensification de la concurrence des pays asiatiques avoisinants. Cependant, le groupe a de bonnes raisons d'être optimiste. D'abord, le Japon a une culture très résiliente et une société très performante, ce qui est plutôt rare de nos jours. Ensuite, le Japon compte de nombreuses entreprises de premier ordre et la gouvernance d'entreprise s'y améliore – et peut-être plus important encore, le leadership des dirigeants. Finalement, le Japon est un marché inefficace, mal compris ou peu convoité par les autres. Et c'est là que Burgundy peut miser sur ses 20 ans d'expérience, de connaissances et de relations pour découvrir des occasions de placement intéressantes qui devraient générer des rendements satisfaisants à long terme. À titre



le Japon est un marché inefficace, mal compris ou peu convoité par les autres.

Et c'est là que Burgundy peut miser sur ses 20 ans d'expérience, de connaissances et de relations pour découvrir des occasions de placement intéressantes qui devraient générer des rendements satisfaisants à long terme.

Craig Pho

Vice-président principal
Gestionnaire de portefeuille,
actions asiatiques

d'exemple, ce trimestre-ci, nous mettons de l'avant Nakanishi, une entreprise qui fait partie de notre portefeuille depuis plus d'une décennie et que nous avons récemment ajoutée à nos mandats Focus.

Nakanishi Inc.

Activité principale: Instruments dentaires

Établie depuis: 1930

Siège social: Shimohinata, Kanuma-shi, Japon

Burgundy cherche à investir dans des entreprises qui ont des atouts concurrentiels, qui sont des chefs de file de leur secteur, qui génèrent des liquidités abondantes (dans les bons comme dans les mauvais moments), qui affichent des bilans vigoureux et qui sont gérées par des équipes de direction qui pensent et se comportent comme des propriétaires. Nakanishi en est un excellent exemple.

Nakanishi fabrique et vend de l'équipement de précision. Ses outils de coupe rotatifs à haute vitesse sont utilisés dans les soins dentaires et chirurgicaux et à d'autres fins industrielles. C'est un modèle d'entreprise « lame et rasoir » dans lequel, outre les pièces à main, Nakanishi vend également des cartouches rotatives très rentables, une composante clé qui nécessite des remplacements réguliers en raison de l'usure causée par l'emploi. Les activités de Nakanishi peuvent sembler simples, mais très peu de fabricants dans le monde peuvent assembler des pièces à main pour dentistes ayant la vitesse et le couple nécessaires (capacité de 200 000 révolutions par minute) et offrant la sécurité exigée par le marché pour prévenir la contamination de l'appareil.

Nakanishi génère constamment des marges d'exploitation et des rendements du capital

investi après impôts de près de 30 %. La société tire profit d'économies d'échelle croissantes pour maintenir des marges bénéficiaires élevées et s'est concentrée à augmenter la satisfaction de la clientèle pour gagner des parts de marché. Elle a aussi profité de la hausse de la demande de soins dentaires dans les pays nouvellement industrialisés. Bien que les marchés à maturité comme les États-Unis, l'Europe et le Japon comptent pour la majorité des ventes, la croissance des pays en développement fait également grimper le nombre de dentistes par habitant, ce qui soutiendra la croissance de Nakanishi dans les années à venir.

Nakanishi est un chef de file de l'industrie et tire profit de capacités de fabrication à faible coût. L'entreprise génère des marges bénéficiaires élevées et des niveaux importants de flux de trésorerie disponibles. Elle dispose également d'un bilan à toute épreuve, exempt de dettes et doté de liquidités abondantes. Si une partie de la demande pour les produits de Nakanishi est alimentée par les dépenses discrétionnaires liées aux soins dentaires esthétiques (comme le nettoyage de dents), la majorité de la demande n'est pas sensible aux fluctuations économiques (les caries doivent être réparées, peu importe la santé de l'économie). Cette demande régulière et récurrente, qui permet à Nakanishi de résister à différents contextes économiques, est l'une des principales raisons pour lesquelles ce placement de grande qualité occupe une place de choix dans notre portefeuille.

Warren Buffett a souvent expliqué que lorsqu'il achète une société, il suppose que le marché boursier pourrait fermer le lendemain pour ne rouvrir que cinq ans plus tard. C'est la conviction que nous avons à l'égard de Nakanishi. Si le contexte économique est plus difficile aujourd'hui que lorsque nous avons acquis les titres de

Nakanishi pour la première fois, nous croyons toujours autant à la qualité des activités de la société et à ses perspectives de croissance à long terme.

Actions marchés émergents

Au premier trimestre de 2018, l'équipe des marchés émergents de Burgundy s'est rendue en Asie dans le cadre d'un voyage de recherche prolongé. Pendant trois semaines, nous avons rencontré des équipes de direction de sociétés en Inde, en Corée du Sud et au Japon. Nous avons d'abord passé une semaine en Inde, où nous avons assisté à un congrès d'investisseurs à Mumbai et abordé une foule de sujets à l'occasion de 42 rencontres au total avec des dirigeants d'entreprises. Au Japon, nous sommes sortis de nos bureaux pendant une semaine en compagnie du reste de l'équipe des placements de Burgundy, afin d'élargir notre connaissance de ce marché unique et de retenir des leçons pouvant être mises à profit dans nos activités de placement partout ailleurs. Notre séjour au Japon a également été ponctué de 17 visites d'entreprises, y compris de nombreux concurrents des sociétés des marchés asiatiques émergents dans lesquelles nous investissons et des sociétés qui font partie de notre équipe de rêve. Nous avons conclu notre voyage à Séoul, en Corée du Sud, où nous avons rencontré les dirigeants de 18 entreprises, notamment ceux de toutes les sociétés coréennes dont nous détenons des titres. Au total, nous avons visité 77 entreprises au cours de ces trois semaines. Nous avons eu l'occasion d'actualiser nos connaissances sur nos titres en portefeuille et les sociétés de l'équipe de rêve, d'explorer de nouvelles idées et, en particulier, de tirer des leçons du Japon, un important concurrent pour

les sociétés des marchés émergents.

Tingyi Holding Corporation

Activité principale: Aliments et boissons

Établie depuis: 1991

Siège social: Tianjin, Chine

Tingyi Holding Corporation est l'un des plus importants fabricants de produits alimentaires et de boissons en Chine. L'entreprise exploite deux segments principaux, soit les nouilles instantanées et les boissons. Fondée à Taïwan par la famille Wei, Tingyi a perçu une occasion en Chine et s'est implantée dans le marché chinois des nouilles instantanées en 1992, en offrant un produit de qualité à un prix raisonnable et en adoptant des tactiques de marketing créatives. En 1999, Tingyi s'est alliée à un partenaire stratégique, Sanyo Foods of Japan, qui a acquis une participation de 33 % dans l'entreprise. Sanyo conserve encore aujourd'hui sa pleine participation en compagnie de la famille Wei, qui détient également une participation de 33 %.

À la suite de l'injection de capitaux par Sanyo, Tingyi s'est de nouveau concentrée sur ses activités fondamentales et a consolidé ses avantages concurrentiels, ce qui lui a permis de devenir un joueur de premier plan dans les marchés chinois des nouilles instantanées et des boissons. La marque « Master Kong » de Tingyi est devenue la plus connue parmi les produits alimentaires et les boissons en Chine, en plus d'être bien présente dans l'esprit des consommateurs. Tingyi a de plus instauré un réseau de distribution panchinois qui couvre plus d'un million de points de vente, 90 % des ventes provenant de petits magasins indépendants. L'espace sur les tablettes de ces petits magasins est limité de sorte qu'ils ne tiennent que les marques les plus populaires qui



Au premier trimestre de 2018, l'équipe des marchés émergents de Burgundy s'est rendue en Asie dans le cadre d'un voyage de recherche prolongé. Pendant trois semaines, nous avons rencontré des équipes de direction de sociétés en Inde, en Corée du Sud et au Japon.

Anne-Mette de Place Filippini
Vice-présidente principale
Gestionnaire de portefeuille,
marchés émergents



Citons Carlos Leitão, ministre des Finances du Québec (qui a découvert la discipline budgétaire) : « Si

tu ne peux pas équilibrer ton budget quand tu es au sommet du cycle, à quel moment pourras-tu le faire? » En fait, si nous regardons les prévisions budgétaires de l'Ontario jusqu'en 2024-2025, on voit que la province n'aura produit qu'un excédent budgétaire en 16 ans!

Vince Hunt

Vice-président
Gestionnaire de portefeuille,
titres à revenu fixe

se vendent bien. Enfin, Tingyi est en mesure de tirer profit de ses économies d'échelle pour construire des installations de production plus vastes et plus efficaces et pour investir dans le marketing et dans des activités de recherche et développement. Cet avantage d'échelle limite la capacité des nouveaux arrivants sur le marché à gagner de l'espace sur les tablettes, à investir dans des produits innovateurs et à demeurer rentables.

Tingyi possède 50 % du marché à maturité des nouilles instantanées, ce qui est deux fois plus que la part de marché de son plus proche concurrent. Les nouilles sont un produit de base de l'alimentation des Chinois, mais le marché se transforme étant donné la hausse du revenu des ménages et l'importance grandissante accordée à la santé. Tingyi améliore son offre de produits pour s'adapter aux besoins en évolution des consommateurs chinois. Le marché des nouilles instantanées est consolidé, les trois plus grands joueurs détenant plus de 75 % des parts. De plus, les sociétés de ce secteur génèrent des flux de trésorerie considérables sans avoir à engager d'importantes dépenses en immobilisations.

Tingyi est entrée dans le segment des boissons en 1996 en lançant plusieurs produits populaires de thé prêt-à-boire et, en 2004, s'est associée à Asahi Breweries à titre de partenaire financier stratégique. Tingyi a acquis les activités chinoises déficitaires de Pepsi, et l'équipe de direction en a assuré le redressement avec succès. Tingyi offre aujourd'hui des boissons gazeuses et des jus sous les marques de Pepsi ainsi que du thé prêt-à-boire et de l'eau sous sa propre marque. En 2017, Tingyi a acquis la participation d'Asahi dans le segment des boissons.

Ce secteur émerge de quelques années difficiles pendant lesquelles la demande des consommateurs a ralenti, les réseaux de distribution ont réduit leurs stocks et la capacité excédentaire a causé des pressions concurrentielles. Tingyi s'est adaptée à cette réalité en lançant des produits contenant des ingrédients de meilleure qualité qui conviennent davantage aux consommateurs urbains très occupés. Tingyi a éliminé la capacité excédentaire et a réduit radicalement les dépenses en immobilisations pour se concentrer sur la production de flux de trésorerie et le versement de distributions aux actionnaires, tout en procédant à des acquisitions opportunistes. Les marges d'exploitation et le rendement des capitaux propres de Tingyi devraient s'améliorer en raison de la croissance des produits à marge élevée, de la rationalisation des installations de fabrication et des efficacités opérationnelles. Nous croyons que le cours de Tingyi est raisonnable, que sa production de flux de trésorerie est vigoureuse, que ses opérations s'améliorent et que les intérêts de son équipe de direction, qui détient une participation élevée dans l'entreprise, sont harmonisés à ceux des actionnaires.

Titres à revenu fixe

Nous l'avons souvent répété ces derniers temps – nous croyons que nous sommes actuellement dans les dernières manches du cycle de crédit actuel. La volatilité observée au premier trimestre est un signal que les participants au marché commencent à douter du discours de faible inflation, de croissance des bénéfices et de prudence des banques centrales. Il est toujours difficile (sinon impossible) de trouver le catalyseur qui bouleversera les marchés et

éloignera les investisseurs du risque.

Quelque chose a récemment attiré notre attention : c'est la question de la dette publique ou, plus précisément, l'ampleur de celle-ci. Bien qu'elle n'ait pas une grande incidence potentielle sur les marchés à court terme, cette situation devrait nous inquiéter à long terme. Il semble que les politiciens et la population en général trouvent normal que la dette publique ne soit pas importante. Depuis la crise financière et la profonde récession qui a suivi, les politiques monétaires accommodantes et les dépenses à tout vent des gouvernements ont été perçues comme étant l'antidote à une croissance économique faible. Cependant, nous devons nous questionner sur leur viabilité. Tous les grands pays développés accumulent des déficits budgétaires. La province d'Ontario vient tout juste d'annoncer qu'elle prévoit six autres années de déficit. Citons Carlos Leitão, ministre des Finances du Québec (qui a découvert la discipline budgétaire) : « Si tu ne peux pas équilibrer ton budget quand tu es au sommet du cycle, à quel moment pourras-tu le faire? » En fait, si nous regardons les prévisions budgétaires de l'Ontario jusqu'en 2024-2025, on voit que la province n'aura produit qu'un excédent budgétaire en 16 ans! Et ce, en pleine croissance économique.

Quel sera l'impact de cette accumulation de dettes à l'échelle mondiale sur notre stratégie de placement? Le surendettement est une bien drôle de chose; on ne s'en soucie pas du tout, et puis soudainement tout le monde en parle. On ne peut certainement pas prédire à quel moment les participants au marché s'en soucieront, mais dans le cas des obligations de la province de l'Ontario, nous ne croyons pas être récompensés pour le risque que nous encourons à les détenir. Nous ne pouvons pas quantifier ce risque ni déterminer à quel moment il comptera, mais en attendant, nous allons chercher de meilleures valeurs ailleurs.

Conclusion

Nous sommes généralement satisfaits de la qualité des sociétés en portefeuille. Elles sont bien financées et rentables. Leurs équipes de direction sont compétentes et nous les connaissons bien, car nous effectuons des recherches sur elles depuis de nombreuses années. Nous avons bon espoir qu'elles pourront continuer d'inscrire de solides résultats.

Annualisés – Résultats de placement

Taux de rendement au 31 mars 2018 (Dressé en \$ CA, avant honoraires)

	Trimestre (%)	Un an (%)	Deux ans (%)	Trois ans (%)	Quatre ans (%)	Cinq ans (%)	Dix ans (%)	Depuis la création (%)	Date de création (AA/MM/JJ)
Actions mondiales									
Global Equity Fund	1,1	7,0	10,6	9,5	13,4	16,3	11,3	11,8	08/02/29
MSCI World Index	1,6	10,5	14,5	9,2	12,3	15,7	9,0	9,3	
Actions internationales									
EAFE Fund*	(0,2)	10,2	11,0	10,3	13,0	15,0	10,6	9,8	05/07/31
MSCI EAFE Index	1,3	11,6	13,4	6,6	8,5	12,2	5,6	6,0	
European Equity Fund	(1,9)	2,7	5,7	7,5	9,4	12,4	9,4	10,1	00/03/31
MSCI Pan-Euro Index	0,7	10,5	12,3	5,3	6,4	11,5	4,7	2,9	
Asian Equity Fund*	5,2	30,9	26,7	18,8	22,1	22,0	15,4	10,6	98/02/28
MSCI Japan Index	3,8	16,2	17,1	9,3	13,9	14,5	6,7	3,1	
MSCI AC Asia Pacific Index	2,8	16,8	18,5	9,2	12,9	13,0	7,4	5,2	
Emerging Markets Fund*	0,8	7,8	12,9	7,5	9,8	9,1	-	10,4	10/04/30
MSCI Emerging Markets Index	4,3	21,3	21,1	9,8	11,2	10,5	-	7,8	
Actions américaines									
American Equity Fund	1,7	7,2	12,4	10,2	15,0	18,0	12,3	9,3	96/06/30
S&P 500 Index	2,0	10,3	15,2	11,4	15,6	18,8	12,0	8,2	
U.S. Small/Mid Cap Fund	4,5	5,7	16,7	10,2	14,1	16,8	14,8	10,9	05/07/31
Russell 2500 Index	2,5	8,7	16,5	8,7	12,9	16,9	12,8	9,1	
U.S. Smaller Companies Fund*	3,8	6,6	16,0	10,7	13,6	17,1	15,8	12,6	97/05/31
Russell 2000 Index	2,7	8,2	18,4	9,0	12,6	16,9	12,4	8,0	
Actions canadiennes									
Canadian Large Cap Fund	(6,1)	(2,0)	6,6	1,9	2,3	5,9	-	6,9	12/02/29
S&P/TSX 60 Index	(4,6)	2,2	10,4	4,6	5,7	7,6	-	7,1	
Focus Canadian Equity Fund*	(6,5)	(1,7)	9,3	2,8	2,8	6,2	7,3	9,8	99/05/31
S&P/TSX 60 Index	(4,6)	2,2	10,4	4,6	5,7	7,6	4,5	7,0	
Canadian Equity Fund*	(6,4)	(2,2)	10,5	2,9	2,7	6,6	8,2	12,8	91/05/31
S&P/TSX Composite Index	(4,5)	1,7	9,8	4,1	4,8	6,9	4,5	8,2	
Canadian Small Cap Fund*	(3,5)	6,2	11,5	4,2	2,0	10,0	15,0	18,0	95/06/30
BMO Small Cap Index	(7,8)	(5,0)	11,1	4,6	1,3	4,0	4,0	7,4	
Titres à revenu fixe									
Bond Fund**	0,4	1,6	1,6	1,6	3,5	2,9	4,5	6,4	91/05/31
FTSE TMX Canada Universe Bond Index	0,1	1,4	1,4	1,2	3,4	2,9	4,4	6,9	
Core Plus Bond Fund	0,4	2,3	3,7	2,7	3,8	3,5	5,2	5,2	08/03/31
FTSE TMX Canada Universe Bond Index	0,1	1,4	1,4	1,2	3,4	2,9	4,4	4,4	

*Stratégies fermées pour les dépôts additionnels

**Gestion active depuis novembre 2004

Année civile – Résultats de placement

(Dressé en \$ CA, avant honoraires)

	AAD (%)	2017 (%)	2016 (%)	2015 (%)	2014 (%)	2013 (%)	2012 (%)	2011 (%)	2010 (%)	2009 (%)
Actions mondiales										
Global Equity Fund	1,1	11,8	3,8	26,7	17,4	36,5	13,9	5,5	7,7	5,9
MSCI World Index	1,6	15,0	4,9	18,9	15,1	35,9	14,2	(2,8)	6,6	11,4
Actions internationales										
EAFE Fund*	(0,2)	18,6	0,8	31,8	9,9	29,8	17,8	1,8	9,8	10,8
MSCI EAFE Index	1,3	17,4	(1,5)	18,8	4,2	31,6	15,5	(9,7)	2,7	12,8
European Equity Fund	(1,9)	12,5	(2,0)	31,1	5,8	31,6	22,2	5,1	9,0	15,5
MSCI Pan-Euro Index	0,7	16,9	(2,3)	14,9	2,5	33,5	16,9	(7,3)	(2,3)	15,3
Asian Equity Fund	5,2	33,7	8,0	33,2	17,8	33,0	12,1	(8,2)	15,3	0,7
MSCI Japan Index	3,8	16,2	(0,3)	31,1	5,0	35,9	6,2	(12,2)	9,7	(9,4)
MSCI AC Asia Pacific Index	2,8	23,4	2,1	17,3	9,4	19,7	14,7	(12,9)	11,3	17,4
Emerging Markets Fund	0,8	19,3	6,1	4,3	16,0	3,4	26,8	(5,9)	–	–
MSCI Emerging Markets Index	4,3	28,7	8,3	1,9	7,1	4,3	16,2	(16,3)	–	–
Actions américaines										
American Equity Fund	1,7	9,6	8,0	24,4	24,5	37,1	13,2	6,7	5,6	0,4
S&P 500 Index	2,0	13,8	8,6	21,0	24,0	41,3	13,7	4,5	9,2	7,7
U.S. Small/Mid Cap Fund	4,5	9,6	13,3	16,1	15,7	41,3	24,9	5,5	16,8	15,4
Russell 2500 Index	2,5	9,1	14,1	15,8	16,8	46,0	15,5	(0,3)	20,3	14,4
U.S. Smaller Companies Fund*	3,8	7,5	15,2	16,0	16,4	43,0	27,1	4,3	22,3	18,6
Russell 2000 Index	2,7	7,1	17,7	14,0	14,4	48,1	14,0	(2,0)	20,4	8,3
Actions canadiennes										
Canadian Large Cap Fund	(6,1)	1,4	28,7	(13,1)	9,9	21,4	–	–	–	–
S&P/TSX 60 Index	(4,6)	9,8	21,4	(7,8)	12,3	13,3	–	–	–	–
Focus Canadian Equity Fund*	(6,5)	3,2	31,1	(13,1)	7,4	22,6	13,4	0,7	19,0	29,3
S&P/TSX 60 Index	(4,6)	9,8	21,4	(7,8)	12,3	13,3	8,1	(9,1)	13,8	31,9
Canadian Equity Fund*	(6,4)	2,6	35,7	(15,3)	7,2	25,4	14,2	2,6	17,5	33,0
S&P/TSX Composite Index	(4,5)	9,1	21,1	(8,3)	10,6	13,0	7,2	(8,7)	17,6	35,1
Canadian Small Cap Fund*	(3,5)	6,7	21,7	(9,3)	2,2	54,2	33,4	14,8	35,8	53,4
BMO Small Cap Index	(7,8)	6,4	35,4	(13,8)	(0,1)	7,8	2,5	(14,2)	38,5	75,1
Titres à revenu fixe										
Bond Fund**	0,4	2,3	2,0	3,8	8,3	(1,4)	4,2	9,2	6,9	9,0
FTSE TMX Canada Universe Bond Index	0,1	2,5	1,7	3,5	8,8	(1,2)	3,6	9,7	6,7	5,4
Core Plus Bond Fund	0,4	3,3	5,7	2,0	6,4	0,9	6,9	8,6	8,1	14,7
FTSE TMX Canada Universe Bond Index	0,1	2,5	1,7	3,5	8,8	(1,2)	3,6	9,7	6,7	5,4

*Stratégies fermées pour les dépôts additionnels

**Gestion active depuis novembre 2004

GESTION D'ACTIFS BURGUNDY
A POUR MISSION DE PROTÉGER ET DE FAIRE CROÎTRE LE
CAPITAL DE SES CLIENTS.

NOUS NOUS EFFORÇONS DE GÉNÉRE DES RÉSULTATS
ABSOLUS SUPÉRIEURS À LONG TERME, TOUT EN OFFRANT
UN SERVICE À LA CLIENTÈLE HORS DU COMMUN.

Pour en apprendre plus à propos de Burgundy, veuillez contacter:

Sylvie Méthot, CFA, Vice-présidente, Responsable principale des relations institutionnelles
(416) 869-6468 ou le 1 (888) 480-1790

Bay Wellington Tower, Brookfield Place, 181 Bay Street
Suite 4510, PO Box 778, Toronto ON M5J 2T3
Ligne direct: (416) 869-3222
Sans frais: 1 (888) 480-1790
Fax: (416) 869-1700

1501 Avenue McGill College
Suite 2090, Montréal QC H3A 3M8
Ligne direct: (514) 844-8091
Sans frais: 1 (877) 844-8091
Fax: (514) 844-7797

GESTION D'ACTIFS
BURGUNDY

info@burgundyasset.com
www.burgundyasset.com

Avis de non-responsabilité relativement au rendement :

Tous les taux de rendement consistent en rendements annuels composés totaux, pondérés en fonction du temps, et sont indiqués avant les frais de gestion des placements, mais après les frais d'exploitation. Les placements dans des fonds en gestion commune de Burgundy reposent sur la prémisse que la totalité des dividendes et des distributions sont réinvestis et ne sont pas assujettis à des frais de vente, de rachat ou de distribution ni à des frais facultatifs, des commissions ou des commissions de suivi qui réduiraient les rendements. Les taux de rendement ne tiennent pas compte non plus de l'impôt sur le revenu payable par les titulaires de parts, le cas échéant. L'indice de référence indiqué pour chacun des fonds en gestion commune Burgundy est une norme adéquate permettant de mesurer le rendement d'un fonds sur de longues périodes. L'indice de référence est un indice ou une combinaison d'indices représentatifs de l'univers des investissements dans lequel les gestionnaires sélectionnent généralement des titres. Le processus de constitution des portefeuilles Burgundy est cependant indifférent à l'indice de référence. Ainsi, les écarts de rendement que les fonds en gestion commune présentent par rapport à l'indice de référence peuvent être prononcés, en particulier sur de courtes périodes. Les placements sur des marchés étrangers peuvent comporter certains risques liés aux taux d'intérêt, aux taux de change et aux conditions économiques et politiques. Les portefeuilles de Burgundy effectuent des placements concentrés dans un nombre limité d'entreprises, et la variation de la valeur d'un titre peut avoir un effet marqué sur la valeur du portefeuille. Les investisseurs doivent noter que leurs placements ne sont pas garantis, que leurs valeurs fluctuent fréquemment et que les rendements passés ne sont pas garants des rendements futurs. Les fonds en gestion commune Burgundy ne sont pas assurés par la Société d'assurance-dépôts du Canada ni aucun autre organisme public d'assurance de dépôts. Le propos du présent document n'est pas d'offrir des possibilités de placement dans le cadre de quelque stratégie de Burgundy que ce soit. Pour plus de détails, veuillez communiquer directement avec Burgundy. Ces informations sont destinées uniquement aux clients et aux consultants de Burgundy et ne doit pas être distribuer sans le consentement de Burgundy. Les titres choisis peuvent être utilisés comme exemples pour illustrer la philosophie d'investissement de Burgundy. Les fonds ou portefeuilles de Burgundy peuvent ou ne peuvent pas détenir ces titres pendant toute la période considérée. Les rendements de certains titres ne représentent pas les rendements de tous les fonds ou portefeuilles de Burgundy. Il n'est pas garanti qu'un fonds ou portefeuille de Burgundy ait la même performance ou une performance similaire. Une liste complète des titres dans les fonds est fournie dans les relevés trimestriels et est également disponible sur demande. Pour plus d'informations, veuillez contacter directement Burgundy.

S&P/TSX Composite	L'indice S&P/TSX composite est l'indice global et la principale mesure générale de l'évolution des marchés boursiers au Canada. Il est constitué d'actions ordinaires et de parts de fiducie de revenu.
BMO Small Cap	L'indice BMO Small Cap mesure la performance du segment des petites capitalisations de l'univers d'actions canadiennes, incluant environ 400 actions et fiducies négociées à la TSX avec une capitalisation boursière inférieure à la limite supérieure (égale à 0,1% de la capitalisation boursière totale de la S & P / TSX Composite Index).
S&P/TSX 60	L'indice S&P/TSX 60 est un sous-indice de l'indice composé S&P/TSX. Il est composé des titres de 60 sociétés canadiennes à grande capitalisation, compte tenu de la répartition sectorielle de l'indice composé S&P/TSX.
S&P 500	Le S&P 500 est conçu pour mesurer la performance des actions américaines à grande capitalisation. L'indice comprend 500 sociétés leaders et prend en compte environ 80% de la capitalisation boursière disponible.
Russell 2500	L'indice Russell 2500 mesure le rendement des sociétés américaines à petite et moyenne capitalisations, notamment environ 2 500 titres parmi les moins importants sur le plan de la capitalisation boursière et de leur place au sein de l'indice.
Russell 2000	L'indice Russell 2000 mesure le rendement du segment des sociétés américaines à petite capitalisation, notamment environ 2 000 titres parmi les moins importants sur le plan de la capitalisation boursière et de leur place au sein de l'indice.
MSCI Japan	L'indice MSCI Japan est conçu pour mesurer la performance des segments à large et moyenne capitalisation du marché japonais. L'indice couvre environ 85% de la capitalisation boursière ajustée par flottant au Japon.
MSCI AC Asia Pacific	L'indice MSCI AC Asia Pacific capture une représentation à grande et moyenne capitalisation dans 5 pays développés et dans 8 pays émergents dans la région Asie-Pacifique. L'indice couvre environ 85% de la capitalisation boursière ajustée par flottement libre dans chaque pays.
MSCI Pan-Euro	L'indice MSCI Pan-Euro représente les compagnies à grande capitalisation dans 15 pays développés en Europe. L'indice couvre environ 70% de la capitalisation boursière ajustée par flottement libre dans l'univers européenne des actions.
MSCI EAFE	L'indice MSCI EAFE est un indice d'action qui permet de capturer une représentation à grande et moyenne capitalisation dans les pays développés à travers le monde, à l'exclusion des États-Unis et du Canada. L'indice couvre environ 85% de la capitalisation boursière ajustée par flottement libre dans chaque pays.
MSCI World	Le MSCI World Index représente les compagnies à grande et moyenne capitalisation dans 23 pays développés. L'indice couvre environ 85% de la capitalisation boursière ajustée par flottement libre dans chaque pays.
MSCI Emerging Markets	L'indice MSCI Emerging Markets représente les compagnies à grande et moyenne capitalisation dans 23 pays émergents. L'indice couvre environ 85% de la capitalisation boursière ajustée par flottement libre dans chaque pays.
FTSE TMX Canada Universe Bond	L'indice FTSE TMX Canada Universe Bond est une large mesure du marché canadien des titres à revenu fixe, couvrant les obligations gouvernementales, quasi gouvernementales et les obligations de sociétés. Il est conçu pour suivre le rendement des obligations libellées en dollars canadiens, avec au moins un an d'échéance effective restante, une note de BBB et plus, ainsi que plus de 10 acheteurs institutionnels. Les obligations incluses doivent comporter des coupons à taux fixe, payable semestriellement avec une taille minimale d'émission de 100 millions de dollars pour les obligations de sociétés et de 50 millions de dollars pour les obligations d'état, y compris les obligations municipales et provinciales.