

## RAPPORT DE GESTION

### RENDEMENT GLOBAL

Les indices boursiers ont continué d'atteindre des sommets sans précédent au troisième trimestre de 2017. Malgré le scepticisme des investisseurs quant à la mise en œuvre des politiques favorables à la croissance par la nouvelle administration américaine, les titres à petite capitalisation se sont envolés en septembre en raison du retour de l'effet Trump après l'annonce du projet de réforme fiscale. Contrairement aux sociétés à grande capitalisation du S&P 500, les sociétés à petite capitalisation génèrent la majeure partie de leurs profits aux États-Unis et bénéficieront donc davantage de la baisse de l'impôt sur les sociétés, d'autant que les taux d'imposition américains sont actuellement supérieurs aux taux d'imposition étrangers. La Réserve fédérale américaine (la « Fed ») n'a pas relevé ses taux d'intérêt à court terme pendant le trimestre, mais a laissé entendre qu'une hausse avant la fin de l'année n'était pas exclue. Plus important encore, la Fed a indiqué qu'elle entend commencer à réduire son portefeuille d'obligations (qui compte des titres du Trésor américain et des titres adossés à des créances hypothécaires) en septembre, ce qui marquerait le début du retrait progressif des mesures de relance adoptées au moment de la crise. Cette décision avait été largement annoncée par les représentants de la Fed, et la réaction des marchés boursiers américains a été relativement modérée dans l'ensemble. La Banque du Canada a quant à elle emboîté le pas à la Fed en relevant deux fois ses taux d'intérêt au cours du trimestre. En Europe continentale, la croissance économique est demeurée stable, mais l'euro s'est raffermi face au dollar américain puisque la BCE pourrait entamer en 2018 le retrait progressif de ses mesures de relance.

Paramount Resources (« POU »), Tower Semiconductors (« TSEM »), Radware (« RDWR »), Solar Edge (« SEDG ») et Axcelis Technologies (« ACLS ») comptaient parmi nos plus importantes positions au 30 septembre 2017. Dans ce groupe, la société canadienne de prospection et de production pétrolières et gazières POU a beaucoup progressé, son titre ayant gagné plus de 29 % sur le trimestre. Comme nous l'avons déjà mentionné, POU a annoncé des développements importants au troisième trimestre, notamment l'acquisition de parcelles voisines et des actifs d'Apache Canada (au coût de 460 M\$ CA). En outre, POU a fait part de sa fusion avec Trilogy Energy (« TET »), société ouverte valorisée à 1,1 G\$ CA. Les deux sociétés auront le même chef de la direction, TET étant issue de la scission de POU. Ces transactions ont toutes été effectuées à la mi-septembre. Il semble que de nombreux intervenants de marché estiment que POU a acquis ces parcelles à des valorisations intéressantes. Par conséquent, nous nous attendons à ce que les transactions produisent un effet relutif sur les flux de trésorerie par action et augmentent les chiffres de production pour l'exercice. Ces transactions consolident la position de leader de POU dans la région de Montney au Canada.

Tower Semiconductor (« TSEM »), spécialiste en fonderie de semi-conducteurs analogiques, a également gagné 29 % au cours du trimestre. Elle a annoncé un partenariat avec une société chinoise pour la construction d'une usine en Chine, ce qui lui permettra d'entrer sur ce marché vaste et émergent tout en augmentant de 10 % sa capacité de production. Qui plus est, TSEM réalise cette augmentation de sa capacité de production avec une dépense d'investissement relativement modeste. Nous ne sommes pas étonnés de cette transaction, car la direction a déjà fait ses preuves en utilisant judicieusement du capital pour accroître intelligemment la capacité de production. Le cours de Solar Edge (« SEDG »), fournisseur de matériel d'énergie solaire, a augmenté de plus de 40 % au cours du trimestre. La société a dépassé les attentes en présentant des résultats trimestriels records et a relevé au-delà du consensus ses prévisions pour le troisième trimestre de 2017. SEDG a également dévoilé son optimiseur de puissance de dernière génération, un onduleur de capacité supérieure destiné aux grandes installations commerciales, ainsi qu'un produit novateur pour le marché des équipements de chargement des véhicules électriques.

Du côté des résultats négatifs, Depomed (« DEPO ») a encore une fois déçu les attentes. DEPO avait annoncé des résultats inférieurs aux attentes au deuxième trimestre et avait même revu ses prévisions à la baisse pour l'exercice. Le marché semble partager notre découragement face au recul persistant de ce titre. Comme nous l'avons mentionné dans les rapports précédents, nous serons patients avec la nouvelle direction et nous évaluerons notre position plus tard. TrueCar (« TRUE »), marché en ligne permettant aux acheteurs de voitures d'obtenir des prix et de trouver des concessionnaires, a vu son cours baisser de 20 % après une augmentation de 28 % au deuxième trimestre. La société a affiché de solides bénéfices au deuxième trimestre, mais a publié des prévisions décevantes pour le troisième trimestre. TRUE tire principalement ses revenus de nouveaux concessionnaires qui lui versent une commission lorsqu'un client recommandé par TRUE achète une voiture auprès de ce concessionnaire.

Senvest a enregistré un bénéfice net attribuable aux propriétaires de la société mère de 75 M\$, ou 27,10 \$ par action ordinaire (montant de base et dilué) pour le trimestre clos le 30 septembre 2017, contre un bénéfice net attribuable aux propriétaires de la société mère de 109,9 M\$, ou 39,08 \$ par action ordinaire (montant de base et dilué) pour le troisième trimestre de 2016. La forte appréciation du dollar américain par rapport au dollar canadien au cours des années précédentes a été en partie effacée depuis le début de l'exercice en cours, et il en est résulté une perte de change d'environ 35 M\$ pour le troisième trimestre de 2017 et de 65 M\$ depuis le début de l'exercice. Ce montant n'est pas présenté dans l'état du résultat net de la société, mais plutôt dans l'état du résultat global.

Le bénéfice tiré des placements en titres de capitaux propres de la société pour le troisième trimestre de 2017 explique la majeure partie du bénéfice net enregistré, mais il est inférieur à celui du troisième trimestre de 2016. Le gain net sur les placements en titres de capitaux propres et autres titres (et sur les actions vendues à découvert et passifs dérivés) a totalisé 235,4 M\$ pour le trimestre considéré, contre une perte de 318,6 M\$ pour le trimestre correspondant de 2016. En raison de la dépréciation du dollar américain par rapport aux autres grandes monnaies, notre perte de change pour le trimestre s'est établie à environ 3,4 M\$.

La société a fait des investissements importants dans ses activités aux États-Unis, principalement dans le personnel, les systèmes, la technologie et les locaux. Ces investissements représentent un effort considérable sur une courte période en vue d'améliorer la qualité de l'infrastructure et du personnel. Les coûts d'exploitation de la société ont donc augmenté ces dernières années pour atteindre des niveaux historiques. De plus, les charges de rémunération pour l'exercice en cours ont augmenté comparativement à l'exercice précédent en raison de la forte augmentation des primes à payer.

Le fonds Senvest Master (Senvest Partners), qui a célébré son 20<sup>e</sup> anniversaire en avril 2017, se concentre avant tout sur les sociétés à petite et à moyenne capitalisation. Pour le trimestre, il a enregistré un bénéfice de plus de 10 %, déduction faite des frais. Le fonds affiche une croissance de 20 % depuis le début de l'exercice. L'essentiel du portefeuille en position acheteur étant investi en actions de sociétés à petite et à moyenne capitalisation, la performance du fonds a été supérieure à celle de son indice de référence le plus pertinent, l'indice Russell 2000, au cours du trimestre. La performance du fonds pour le trimestre est également supérieure à celle de l'indice S&P 500, bien que cet indice ne soit pas considéré comme un indice de référence pertinent du fonds. Le fonds Senvest Israel Partners, établi en 2003, investit principalement dans des sociétés liées à Israël. Ce fonds affiche un bénéfice de plus de 5 % après déduction des frais pour le trimestre et affiche une croissance de plus de 25 % depuis le début de l'exercice (les résultats mensuels des deux fonds sont affichés sur le site Web de l'entreprise). Au 30 septembre 2017, les deux fonds géraient des actifs nets d'environ 1,5 G\$. Les comptes de ces deux fonds sont consolidés avec ceux de la société.

La société détient un portefeuille de biens immobiliers qui totalisait 56,5 M\$ au 30 septembre 2017. Une tranche de ce montant représente des placements détenus dans différentes FPI américaines. Ces FPI ne sont pas négociées en bourse, et il n'existe aucun marché établi pour celles-ci. Le scénario de sortie le plus probable pour ces placements est la vente des biens immobiliers sous-jacents des FPI et la distribution du produit de la vente aux porteurs. La société détient également des participations minoritaires dans des entités à capital fermé dont les principaux actifs sont des biens immobiliers. Comme pour les FPI, le scénario de sortie le plus probable pour ces placements est la vente des biens immobiliers sous-jacents.

Les placements dans des biens immobiliers comprennent également des immeubles de placement constitués de terrains et de bâtiments utilisés en vue de générer un revenu de location. Les immeubles de placement sont initialement évalués au coût, incluant les coûts de transaction. Après leur comptabilisation initiale, les immeubles de placement seront réévalués à la juste valeur selon le modèle de la juste valeur. La juste valeur repose sur les évaluations externes de tiers évaluateurs. Les profits ou pertes découlant des variations de la juste valeur des immeubles de placement seront inclus dans le résultat net de la société. La société a acquis une majorité de ces biens dans le cadre d'un regroupement d'entreprises. La société (l'acquéreur) a acquis 100 % des actions avec droit de vote de Bogas costa del sol SL, Globalbox arganda SL, Globalbox rivas SL et Coldstream SL (les entités acquises) le 16 janvier 2017. Le paiement a consisté en une contrepartie en trésorerie de 9,8 M\$. La transaction a été comptabilisée selon la méthode de l'acquisition. L'actif net des entités acquises a été évalué à la juste valeur et il n'y a pas eu de goodwill à l'acquisition. Il n'y avait pas non plus de contrepartie éventuelle et l'acquisition n'a pas donné lieu à des participations ne donnant pas le contrôle. La dette afférente à ces immeubles de placements totalise environ 5 M\$ au 30 septembre 2017 et a été incluse dans les autres passifs.

La société consolide Senvest Management LLC, entité qui agit à titre de gestionnaire de portefeuille pour Senvest Partners et Senvest Israel Partners, ainsi que les commandités des fonds. La part des rendements résiduels prévus des entités structurées qui ne revient pas à la société est présentée à l'état de la situation financière à titre de participation ne donnant pas le contrôle. Cette participation ne donnant pas le contrôle est détenue par un dirigeant de la société et totalisait 118,9 M\$ au 30 septembre 2017, contre 98,1 M\$ au 31 décembre 2016.

Au 30 septembre 2017, l'actif consolidé de Senvest totalisait 3 103,9 M\$, contre 2 563,2 M\$ à la fin de 2016. Cela s'explique principalement par la variation des placements en titres de capitaux propres et autres titres, dont la valeur a augmenté, passant de 2 289,3 M\$ en décembre dernier à 2 601,4 M\$. La société a acheté pour 1 131,7 M\$ de placements au cours de la période et en a vendu pour 1 141,6 M\$. Le passif de la société a augmenté à 2 043,3 M\$, contre 1 620,7 M\$ à la fin de 2016. L'une des causes de cette augmentation consiste dans la hausse du passif au titre des parts rachetables. L'accroissement de ce compte s'explique principalement par l'appréciation des intérêts détenus par les investisseurs autres que Senvest dans les fonds. Les ventes à découvert d'actions et les passifs dérivés ont également augmenté depuis la fin de l'exercice. Le produit de la vente à découvert d'actions s'est établi à 2 036,1 M\$ et le montant des positions vendeur couvertes a atteint 1 717,3 M\$ pour la période. Ces deux montants sont supérieurs aux montants correspondants de l'exercice précédent. Ces ventes nettes ont entraîné une augmentation de notre position vendeur. Jusqu'à présent, l'exercice 2017 a été moins volatil que l'exercice 2016.

## **Monnaie fonctionnelle**

Les éléments des états financiers de chacune des entités de la société sont évalués dans la monnaie de l'environnement économique principal dans lequel l'entité exerce ses activités (la monnaie fonctionnelle). La monnaie fonctionnelle de la société mère est le dollar américain.

## **Monnaie de présentation**

La société a adopté le dollar canadien comme monnaie de présentation, lequel, selon la direction, est la monnaie de présentation la plus appropriée. Par le passé, les états financiers consolidés de la société étaient présentés en dollars canadiens et, comme la société est cotée sur une bourse de valeurs canadienne, la direction estime qu'il est plus utile pour les actionnaires que les états financiers consolidés continuent d'être publiés en dollars canadiens. Les états financiers consolidés en dollars américains sont convertis dans la monnaie de présentation comme suit : les actifs et passifs sont convertis au cours de clôture à la date de clôture de l'état consolidé de la situation financière; les produits et charges sont convertis au taux moyen de la période. Toutes les variations qui en résultent sont comptabilisées dans les autres éléments du résultat global à titre d'écarts de change. Les éléments de capitaux propres sont convertis au taux historique.

## **Risques**

### **Facteurs de risques financiers**

Les activités de la société l'exposent à divers risques financiers, à savoir le risque de marché (y compris le risque de taux d'intérêt lié à la juste valeur, le risque de taux d'intérêt lié aux flux de trésorerie, le risque de change et le risque de prix sur instruments de capitaux propres), le risque de crédit et le risque de liquidité.

Le programme global de gestion des risques de la société vise à maximiser les rendements en fonction du niveau de risque auquel la société est exposée et à réduire au minimum les effets défavorables potentiels sur sa performance financière. La direction gère ces risques conformément aux politiques en la matière approuvées par le conseil.

La société utilise différentes méthodes pour évaluer et gérer les divers types de risques auxquels elle est exposée. Ces méthodes sont expliquées ci-dessous.

### **Risque de marché**

Risque de taux d'intérêt lié à la juste valeur et aux flux de trésorerie

Le risque de taux d'intérêt s'entend du risque que la juste valeur des instruments financiers ou les flux de trésorerie futurs qui en découlent fluctuent en raison des variations des taux d'intérêt du marché.

La majeure partie des emprunts de la société repose sur des taux variables, lesquels exposent la société à un risque de taux d'intérêt lié aux flux de trésorerie. La société n'a pas de flux de trésorerie à long terme pouvant être affectés à ce type de dette à taux fixe; elle préfère donc utiliser des emprunts à taux variable à court terme. La société ne limite pas son exposition aux fluctuations des taux d'intérêt sur les instruments d'emprunt à taux variable. Si les taux d'intérêt augmentaient en flèche, la société pourrait avoir recours à

des swaps de taux d'intérêt ou, plus probablement, réduire son niveau d'endettement. Au 30 septembre 2017, la société détenait suffisamment d'actions de sociétés ouvertes qu'elle peut vendre pour rembourser en totalité ses emprunts à taux variable.

### **Risque de change**

Le risque de change s'entend du risque que la valeur des actifs et des passifs financiers monétaires libellés en monnaies étrangères fluctue en raison des variations des taux de change sous-jacents. La monnaie fonctionnelle de la société est le dollar américain. La société est exposée au risque de fluctuations des cours du dollar canadien, de la livre sterling, de l'euro, de la couronne norvégienne, du yen japonais et du shekel israélien.

### **Risque de prix sur instruments de capitaux propres**

Le risque de prix sur instruments de capitaux propres s'entend du risque que la juste valeur des placements en actions et autres titres ainsi que des actions vendues à découvert et des dérivés fluctue en raison des variations de cours. La valeur de la majeure partie des actions et autres titres et de la totalité des actions vendues à découvert est fondée sur les cours du marché à la date de clôture de l'état consolidé de la situation financière. Les cours des titres cotés et des dérivés peuvent varier en raison d'un changement des perspectives financières des entités émettrices ou de la situation générale du marché. Lorsque des instruments financiers non monétaires, par exemple des actions, sont libellés dans des monnaies autres que le dollar américain, le prix, initialement exprimé dans une monnaie étrangère et converti ensuite en dollars américains, fluctue également au gré des variations des taux de change.

Les actions vendues à découvert sont des engagements de la société à livrer des titres donnés à une date future. La société doit alors acheter ces titres au cours du marché au plus tard à la date de livraison. Il en résulte le risque que le montant payé par la société pour s'acquitter de son obligation de livrer un titre soit supérieur au montant reçu lors de la prise de l'engagement ou au montant de l'obligation comptabilisé dans les états financiers consolidés. De plus, la société est partie à des instruments financiers dérivés dont le notionnel excède la juste valeur comptabilisée dans les états financiers. Il en résulte un risque que la société soit tenue de régler ces instruments à une valeur supérieure ou inférieure au montant auquel ils sont comptabilisés dans les états financiers.

Les placements en actions et autres titres de la société comportent un risque de baisse limité à leur valeur comptable, tandis que le risque lié aux actions vendues à découvert et aux dérivés est illimité. La société est soumise à des marges obligatoires qui la protègent contre la variabilité des risques liés aux actions vendues à découvert et aux dérivés. En outre, la société surveille étroitement ses placements en actions et autres titres ainsi que ses actions vendues à découvert et ses dérivés.

Au 30 septembre 2017, l'incidence d'une variation de 30 % des cours des titres de capitaux propres cotés et des dérivés, des actions vendues à découvert et des passifs dérivés de la société s'établissait comme suit (en milliers) :

|                                                    | Juste valeur | Augmentation de<br>30 % de la juste<br>valeur estimative | Diminution de<br>30 % de la juste<br>valeur estimative |
|----------------------------------------------------|--------------|----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| Placements en titres de capitaux propres et autres |              |                                                          |                                                        |
| Titres de capitaux propres cotés et dérivés        | 2 470 703    | 3 211 914                                                | 1 729 492                                              |
| Actions vendues à découvert et passifs dérivés     | (1 009 233)  | (1 312 003)                                              | (706 463)                                              |
| Incidence avant impôt sur le résultat net          |              | 438 441                                                  | (438 441)                                              |

### Risque de liquidité

Le risque de liquidité correspond au risque que la société éprouve des difficultés à honorer ses obligations financières. Les actifs les plus importants de la société sont des placements en actions et d'autres placements. La majorité de ces actifs est composée d'actions de sociétés ouvertes qui peuvent être liquidées dans un délai relativement court. Étant donné que la société détient une grande quantité d'actifs liquides, elle est d'avis qu'elle dispose de ressources suffisantes pour honorer ses obligations à l'échéance.

Tous les passifs financiers autres que les actions vendues à découvert et les passifs dérivés et les autres passifs à la date de clôture de l'état consolidé de la situation financière viennent à échéance ou devraient être remboursés à moins d'un an. Le risque de liquidité associé à ces passifs est géré en maintenant un portefeuille d'actifs de placement liquides.

### Risque de crédit

Le risque de crédit s'entend de la possibilité qu'une contrepartie ne réussisse pas à s'acquitter de ses obligations contractuelles et qu'elle occasionne une perte pour la société.

Toutes les transactions sur titres cotés sont réglées ou payées au moment de la livraison par des courtiers approuvés. Le risque de défaillance est considéré comme minimal, car la livraison des titres vendus ne se fait qu'une fois le paiement reçu par le courtier. Un achat est payé lorsque les titres ont été reçus par le courtier. La transaction échoue si l'une ou l'autre des parties manque à ses obligations.

La société est également exposée au risque de crédit lié à la contrepartie sur sa trésorerie et ses équivalents de trésorerie, ses placements à court terme soumis à restrictions et les montants à recevoir de courtiers.

La société acquiert, à l'occasion, des instruments financiers dérivés, principalement des bons de souscription et des options d'achat ou de vente sur actions, sur indices boursiers et sur devises, des swaps sur actions, des contrats de change à terme et des contrats à terme sur devises. Ces instruments dérivés sont comptabilisés à la valeur du marché. Il est présumé que les contrats à terme normalisés et certaines options qui sont négociés en bourse ne comportent aucun risque de crédit. Les bons de souscription et certaines options qui ne sont pas négociés en bourse confèrent à la société le droit d'acheter les actions sous-jacentes à un prix préétabli. Les swaps sur actions représentent des flux de trésorerie futurs que la société et ses

contreparties conviennent d'échanger à des dates établies dans le futur. Les contrats de change à terme sont des contrats d'achat ou de vente de monnaies étrangères à un prix spécifié à une date future.

### **Gestion du risque de capital**

L'objectif de gestion du capital de la société consiste à maintenir une structure du capital solide et adaptée à la nature de ses activités. La société considère que son capital correspond à ses capitaux propres et gère sa structure du capital en fonction de l'évolution de la conjoncture économique. Pour maintenir ou rajuster sa structure du capital, elle procède à des offres publiques de rachat dans le cours normal des activités ou modifie le montant des dividendes versés. La société gère son capital en se fondant sur son ratio capitaux empruntés nets/capitaux propres. Celui-ci se présente comme suit (en millions) :

|                                           | <u>Au 30 septembre 2017</u> | <u>Au 31 décembre 2016</u> |
|-------------------------------------------|-----------------------------|----------------------------|
| Total des capitaux empruntés nets         | 1 614,4 \$                  | 1 402,1 \$                 |
| Total des capitaux propres                | 1 060,5 \$                  | 942,6 \$                   |
| Ratio capitaux empruntés/capitaux propres | 1,52                        | 1,49                       |

L'objectif de la société est de maintenir un ratio capitaux empruntés nets/capitaux propres inférieur à 2,0 afin de limiter le risque. Le total des capitaux empruntés nets correspond au total des passifs moins la trésorerie, les équivalents de trésorerie et les montants à recevoir de courtiers. La société estime que le maintien de ce ratio dans cette limite est le meilleur moyen de contrôler le risque. Le ratio capitaux empruntés nets/capitaux propres a augmenté pour s'établir à 1,52 à la fin de septembre 2017, contre 1,49 à la fin de 2016.

### **Risques liés aux placements**

Outre ce qui a été mentionné précédemment, la société est assujettie à des risques supplémentaires en ce qui a trait à ses placements.

La valeur du portefeuille de la société peut diminuer et augmenter en raison de divers facteurs, comme la conjoncture économique générale et des facteurs liés au marché. Il se peut en outre que les décisions de placement prises par la société ne soient pas toujours rentables ou ne s'avèrent pas toujours judicieuses en définitive. Les stratégies de placement peuvent en tout temps entraîner des pertes importantes. Ces pertes peuvent être attribuables à divers facteurs, entre autres une baisse généralisée sur le marché sous-jacent, un manque de liquidité sur les marchés sous-jacents, la volatilité excessive d'un marché donné, une intervention du gouvernement ou les politiques monétaires ou budgétaires d'une région ou d'un pays donnés. La rentabilité d'une bonne part des placements de la société dépend en outre dans une large mesure de la capacité de la société de prévoir correctement les variations futures des cours des titres et d'autres placements. Rien ne garantit que la société sera en mesure de prévoir ces variations des cours avec exactitude.

La stratégie de placement de la société est de nature spéculative et comporte des risques. La société négocie des options et d'autres dérivés, et elle a recours à la vente à découvert et à l'endettement. Le portefeuille n'est pas nécessairement réparti entre un vaste éventail d'émetteurs ou de secteurs d'activité. De plus, la société peut prendre des positions concentrées dans les titres à l'égard desquels elle a de fortes convictions, investir dans des titres à haut rendement ou investir sur des marchés étrangers, à l'extérieur des États-Unis et du Canada. Le portefeuille de placements peut donc être exposé à des fluctuations de valeur plus rapides

que si la société était tenue de maintenir une grande diversification de son portefeuille entre plusieurs secteurs d'activité, domaines, types de titres et émetteurs.

La société peut investir dans les titres de sociétés à forte croissance. Plus particulièrement, la société peut détenir des placements importants dans de petites et moyennes entreprises dont la capitalisation boursière est de moins de 2 G\$ US. Bien que les sociétés de plus petite taille puissent afficher un potentiel de croissance rapide, elles présentent souvent une plus grande part de risque, car elles n'offrent pas l'expérience en matière de gestion, les ressources financières, la diversification des produits et les atouts concurrentiels des sociétés de plus grande taille. Ces facteurs font en sorte que les sociétés de plus petite taille sont beaucoup plus susceptibles que les grandes sociétés de connaître sur le plan opérationnel et financier des revers importants qui menacent leur viabilité à court et à long terme. En outre, dans de nombreux cas, la fréquence et le volume des transactions portant sur les titres de ces sociétés sont beaucoup moins élevés que ceux des sociétés de plus grande taille. Il en ressort que les titres des sociétés de plus petite taille peuvent être exposés à des fluctuations des cours plus importantes et qu'il peut être difficile de se départir des placements dans ces titres à des cours appropriés, ou sans encourir de délais importants. Par ailleurs, une partie du portefeuille peut être investie dans des sociétés des secteurs de la technologie ou liés à la technologie et du secteur biotechnologique. Ces types de sociétés peuvent consacrer des montants plus élevés que la normale à la recherche et au développement de produits. Les cours des titres de ces sociétés peuvent connaître des fluctuations plus grandes que la moyenne du fait des perceptions quant aux perspectives de réussite de leurs programmes de recherche et de développement. Ces sociétés peuvent également être exposées à des conséquences défavorables dans l'éventualité où un ou plusieurs de leurs nouveaux produits ne sont pas acceptés sur le plan commercial ou du fait de changements technologiques ou de l'obsolescence. L'historique d'exploitation de certaines de ces sociétés peut être limité, si bien que leurs marchés demeurent encore inexplorés ou limités, que leurs produits sont restreints, qu'elles ne disposent pas d'antécédents de rentabilité établis, qu'elles fonctionnent à perte ou affichent des variations importantes des résultats d'exploitation d'une période à l'autre, qu'elles ont un accès limité à des capitaux ou qu'elles se trouvent à la phase du développement de leurs activités.

La société tente de gérer les risques susmentionnés en surveillant son levier financier, en suivant activement les activités des sociétés dans lesquelles elle investit et en tentant de réagir judicieusement aux conditions du marché. Cela dit, la société s'attend à un degré plus élevé de volatilité pour son portefeuille que pour les portefeuilles investis dans des sociétés plus stables de plus grande envergure dont les placements obéissent à des limites plus précises. Au 30 septembre 2017, plus de 90 % du portefeuille de la société était investi en titres de niveau 1. La société surveille le pourcentage de ses titres de niveau 1 par rapport au total de ses placements, mais elle n'a pas établi de seuil en deçà duquel ce pourcentage ne peut descendre.

### **Estimations et jugements comptables critiques**

La société fait des estimations et pose des hypothèses relatives à des événements futurs qui, par définition, correspondent rarement aux résultats réels. Les estimations et jugements qui suivent sont ceux qui ont l'incidence la plus significative sur les états financiers consolidés de la société. Il existe un risque important que ces estimations et jugements donnent lieu à des ajustements significatifs des valeurs comptables des actifs et des passifs au cours du prochain exercice.

## **Consolidation d'entités dans lesquelles la société détient moins de 50 % des droits de vote**

La direction considère que la société exerce un contrôle de fait sur Senvest Management LLC (« SML »), RIMA Senvest Master Fund GP LLC et Senvest Israel Partners GP LLC, trois entités juridiques entièrement détenues par un dirigeant de la société, du fait de la présence de celui-ci au sein du conseil de celle-ci et des conditions contractuelles de l'entente de conseil en placement conclue avec celle-ci. SML agit à titre de conseillère en placement des fonds tandis que RIMA Senvest Master Fund GP LLC agit à titre de commandité de Senvest Master Fund LP et que Senvest Israel Partners GP LLC agit à titre de commandité de Senvest Israel Partners Master Fund LP.

La direction estime que la société contrôle Senvest Master Fund LP, Senvest Israel Partners Master Fund LP et Senvest Cyprus Recovery Investment Partners LP, même si elle détient moins de 50 % des droits de vote de chacun des fonds. La société a établi que les droits de révocation des porteurs de parts non affiliés sont exerçables, mais qu'ils ne sont pas suffisamment significatifs compte tenu du pouvoir décisionnel dont elle dispose à l'égard des activités pertinentes, de la rémunération à laquelle elle a droit et de son exposition aux rendements. La société, par l'intermédiaire de son entité structurée, est le porteur de parts majoritaire de chacun des fonds et agit à titre de mandant, les autres porteurs de parts n'ayant pas constitué de groupe pour exercer leurs droits de vote collectivement.

## **Estimation de la juste valeur des instruments financiers**

La juste valeur des instruments financiers lorsqu'il n'existe pas de marché actif ou lorsque des prix cotés ne sont pas disponibles est déterminée à l'aide de techniques d'évaluation. En pareil cas, la juste valeur est estimée à partir des données observables concernant des instruments financiers similaires ou par l'utilisation de modèles. Lorsque des données de marché observables ne sont pas disponibles, la juste valeur est estimée d'après des hypothèses appropriées. Dans la mesure du possible, les modèles n'utilisent que des données de marché observables; toutefois, des facteurs comme le risque de crédit (tant le risque de crédit propre à l'entité que le risque de crédit de la contrepartie), la volatilité et la corrélation exigent que la direction fasse des estimations. Des changements apportés aux hypothèses concernant ces facteurs pourraient avoir une incidence sur la juste valeur présentée des instruments financiers.

### **Instruments financiers classés au niveau 1**

La juste valeur des actifs financiers et des passifs financiers négociés sur des marchés actifs est fondée sur les cours de clôture à la date de clôture. Les prix cotés sur un marché pour les actifs financiers et les passifs financiers détenus par la société correspondent au cours de clôture. Les placements classés au niveau 1 comprennent les actions cotées sur un marché actif et les dérivés négociés en bourse. Les actifs financiers classés au niveau 1 représentent plus de 90 % du total des actifs financiers.

### **Instruments financiers classés au niveau 2**

Les instruments financiers classés au niveau 2 sont négociés sur des marchés qui ne sont pas considérés comme actifs, mais évalués en fonction des cours du marché ou des cotes fournies par des courtiers ou au moyen de techniques d'évaluation qui utilisent des données de marché. Ces techniques d'évaluation maximisent l'utilisation de données d'entrée observables disponibles et s'appuient le moins possible sur des estimations propres à l'entité. Si toutes les données d'entrée importantes requises pour déterminer la

juste valeur d'un instrument sont observables, l'instrument est inclus au niveau 2. Ces instruments comprennent les obligations de sociétés, les actions cotées peu négociées, les instruments dérivés négociés hors bourse et les actions de sociétés fermées.

La société utilise diverses méthodes et pose des hypothèses qui sont fondées sur les conditions du marché existantes à chaque date de clôture d'exercice. Les techniques d'évaluation utilisées pour les instruments financiers non standardisés, comme les options et les autres dérivés négociés hors bourse, sont les suivantes : la comparaison avec des opérations comparables conclues dans des conditions de concurrence normale, la comparaison avec d'autres instruments très similaires, l'analyse des flux de trésorerie actualisés, les modèles d'évaluation des options et d'autres techniques d'évaluation couramment utilisées par les intervenants du marché en maximisant l'utilisation des données de marché et en s'appuyant le moins possible sur des données propres à l'entité. Les actifs financiers classés au niveau 2 représentaient moins de 4 % du total des actifs financiers.

### **Instruments financiers classés au niveau 3**

L'évaluation des placements de niveau 3 se fonde sur des données d'entrée non observables importantes, car ces placements ne se négocient qu'occasionnellement. Les instruments classés au niveau 3 comprennent principalement les placements en actions non cotées et les placements immobiliers. Puisqu'il n'y a pas de cours observables disponibles pour ces titres, la société a recours à des techniques d'évaluation pour établir leur juste valeur. Les actifs financiers classés au niveau 3 représentent moins de 5 % de la juste valeur totale des actifs financiers.

Les évaluations classées au niveau 3 sont examinées par le chef des finances de la société, qui rend compte directement au conseil chaque trimestre, selon les dates d'établissement des rapports de la société. Sur une base annuelle, à l'approche de la clôture de l'exercice, la société obtient des évaluations de tiers indépendants pour déterminer la juste valeur des placements les plus importants classés au niveau 3. Les évaluations trimestrielles et annuelles des placements importants classés au niveau 3 sont effectuées par des tiers. Le chef des finances de la société examine les résultats des évaluations indépendantes. L'examen vise principalement à déterminer si le modèle d'évaluation utilisé est approprié, si les hypothèses posées sont compatibles avec la nature du placement et si les conditions du marché et les données d'entrée utilisées telles que les flux de trésorerie et les taux d'actualisation sont raisonnables.

Au 30 septembre 2017, les instruments classés au niveau 3 sont issus de diverses sociétés et de divers secteurs d'activité. Les placements immobiliers comprennent les placements dans des sociétés immobilières fermées, dans des FPI et dans des immeubles de placement. Pour les principaux instruments classés au niveau 3, la société s'appuie sur les évaluations de tiers indépendants ou des transactions récentes. Comme il n'existait pas de marché établi pour ces placements, le scénario de sortie le plus probable est la cession des actifs sous-jacents. En ce qui a trait aux placements dans les FPI, la société s'appuie principalement sur les états financiers audités qui évaluent les actifs à la juste valeur. Le scénario de sortie le plus probable est la vente des immeubles sous-jacents et les distributions subséquentes aux porteurs.

## Passif au titre des parts rachetables

Le passif au titre des parts rachetables correspond aux parts des fonds consolidés qui ne sont pas détenues par la société. Les parts peuvent être rachetées à la fin de n'importe quel trimestre, mais moyennant des frais de rachat payables aux fonds si les rachats sont effectués dans les 24 premiers mois. En outre, un préavis de 60 jours doit être donné avant tout rachat. Senvest Cyprus Recovery Investment Fund LP a des parts qui ne peuvent être rachetées avant décembre 2018. Les parts sont comptabilisées initialement à la juste valeur, déduction faite des coûts de transactions, s'il y a lieu, et sont évaluées ultérieurement au prix de rachat. Au niveau des fonds individuels, cet élément n'est pas présenté dans le passif; il est présenté dans les capitaux propres. Cet élément n'est considéré comme un passif qu'aux fins des états financiers consolidés, car ceux-ci sont préparés du point de vue de la société mère.

## Impôt sur le résultat

La société est assujettie à l'impôt sur le résultat dans de nombreux pays. Une part significative de jugement est requise pour déterminer le montant des charges d'impôt à l'échelle mondiale. L'incidence fiscale définitive de bon nombre de transactions et calculs est incertaine. La société comptabilise des passifs pour les questions prévues au titre du contrôle fiscal en s'appuyant sur des estimations permettant de déterminer si des impôts additionnels devront être payés. Lorsque le règlement définitif d'un enjeu fiscal donne lieu à un montant d'impôt différent du montant comptabilisé initialement, l'écart se répercute sur les actifs et les passifs d'impôt exigible et différé de l'exercice au cours duquel le montant du règlement définitif a été établi.

## RÉSULTATS TRIMESTRIELS

(en milliers, sauf le résultat par action)

| Période | Total des revenus et<br>des gains (pertes)<br>de placement | Résultat net –<br>propriétaires de<br>la société mère | Résultat<br>par action |
|---------|------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|------------------------|
| 2017-3  | 236 284                                                    | 74 964                                                | 27,1                   |
| 2017-2  | 121 348                                                    | 42 669                                                | 15,4                   |
| 2017-1  | 129 106                                                    | 47 843                                                | 17,24                  |
| 2016-4  | 64 623                                                     | 26 923                                                | 9,67                   |
| 2016-3  | 328 896                                                    | 109 942                                               | 39,08                  |
| 2016-2  | 73 023                                                     | 14 748                                                | 5,22                   |
| 2016-1  | (130 714)                                                  | (54 830)                                              | (19,47)                |
| 2015-4  | 16 102                                                     | 5 470                                                 | 1,99                   |

La société a connu des fluctuations marquées de sa rentabilité d'un trimestre à l'autre pour les deux derniers exercices, comme l'illustre le tableau qui précède. Des huit derniers trimestres, sept ont été rentables et un a été déficitaire. Toutefois, les bénéfices ont sensiblement varié d'un trimestre à l'autre. Le trimestre le plus rentable affiche un bénéfice de plus de 100 M\$ et le moins rentable, une perte de plus de 50 M\$. Ces fortes fluctuations sont principalement attribuables aux ajustements à la valeur de marché importants apportés trimestriellement au portefeuille de titres de sociétés ouvertes de la société. Nous prévoyons cependant que la volatilité et l'agitation des marchés se traduiront par de fortes variations des bénéfices d'un trimestre et d'un exercice à l'autre. Se reporter à la rubrique « Risques liés aux placements » plus haut.

La société détient des comptes auprès de plusieurs institutions financières importantes aux États-Unis, qui sont ses courtiers primaires, et auxquelles elle cède certains actifs en nantissement de sa dette. Bien que ces derniers soient des institutions financières importantes, rien ne garantit qu'une institution financière, quelle qu'elle soit, pourra satisfaire à ses obligations. En outre, la société pourrait se heurter à des contraintes d'échéancier ou d'ordre pratique au moment de faire valoir ses droits en cas d'insolvabilité.

Le *Bankruptcy Code* et la *Securities Investor Protection Act* des États-Unis visent à protéger les actifs d'un client en cas de défaillance, d'insolvabilité ou de faillite d'un courtier, mais rien ne garantit que la société ne subirait aucune perte advenant la défaillance d'un courtier qui détient ses actifs en garantie, étant donné qu'elle n'aurait pas accès à ses actifs durant un certain temps ou pourrait ne les recouvrer que partiellement. Comme la plupart des actifs nantis de la société sont confiés à quatre courtiers primaires, ces pertes éventuelles pourraient être importantes.

Le 14 août 2017, Senvest a entrepris, dans le cours normal des activités, une nouvelle offre publique de rachat visant jusqu'à 82 000 de ses propres actions ordinaires avant le 13 août 2018. La société a racheté à ce jour 6 100 actions dans le cadre de la nouvelle offre, et 18 800 actions depuis le début de l'exercice. Le nombre d'actions ordinaires en circulation s'établissait à 2 759 024 au 30 septembre 2017 et à 2 756 724 au 1<sup>er</sup> novembre 2017. Aucune option sur actions n'était en cours au 30 septembre 2017 et aucune option sur actions n'a été émise depuis 2005.

La société a obtenu auprès d'une banque un financement constitué d'une facilité de crédit et d'une facilité garantie. Une hypothèque mobilière de premier rang d'un montant de 30 M\$ grevant la totalité de ses actifs a été cédée en nantissement des deux facilités. Aux termes des facilités, la société est tenue de respecter certaines clauses restrictives de nature financière. Toutes ces clauses ont été respectées pendant la période.

La société a également des comptes sur marge auprès de courtiers.

### **Incidence de certaines nouvelles règles fiscales et d'IFRS à venir**

Des modifications importantes ont été apportées à certains éléments du régime canadien des sociétés étrangères affiliées, avec prise d'effet le 1<sup>er</sup> janvier 2015. Les modifications ont une incidence sur le mécanisme par lequel certains revenus étrangers de la société sont imposés au Canada. Elles auront une incidence négative sur la charge d'impôt et le passif d'impôt de la société ainsi que sur ses flux de trésorerie pour l'année d'imposition considérée et les suivantes.

*IFRS 15 Produits des activités ordinaires tirés de contrats conclus avec des clients* porte sur la comptabilisation des produits des activités ordinaires et établit les principes que l'entité doit appliquer pour présenter des informations utiles aux utilisateurs des états financiers concernant la nature, le montant, le calendrier et le degré d'incertitude des produits des activités ordinaires et des flux de trésorerie provenant d'un contrat conclu avec un client. Des produits des activités ordinaires sont comptabilisés lorsque le client obtient le contrôle du bien ou du service et qu'il a, par conséquent, la capacité de décider de l'utilisation de celui-ci et d'obtenir les avantages y afférents. La norme remplace IAS 18 *Produits des activités ordinaires* et IAS 11 *Contrats de construction* et les interprétations connexes. La norme s'applique aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018, et l'adoption anticipée est autorisée. La société ayant peu de produits des activités ordinaires, IFRS 15 ne devrait pas avoir une incidence importante sur ses méthodes et procédures comptables et sur son environnement de contrôle interne.

IFRS 9 introduit une approche fondée sur les principes pour le classement des actifs financiers qui repose sur le modèle économique de l'entité et la nature des flux de trésorerie liés à l'actif. Tous les actifs financiers, y compris les contrats hybrides, sont évalués à la juste valeur par le biais du résultat net (la « JVRN »), à la juste valeur par le biais des autres éléments du résultat global ou au coût amorti. Pour les passifs financiers, IFRS 9 comprend les exigences en matière de classement et d'évaluation auparavant incluses dans IAS 39. IFRS 9 introduit en outre un modèle de dépréciation fondé sur les pertes attendues pour tous les actifs financiers qui ne sont pas comptabilisés à la JVRN. Le modèle comporte trois volets : 1) lors de la comptabilisation initiale, les pertes de crédit attendues pour les 12 mois à venir sont comptabilisées en résultat net et une correction de valeur pour pertes est établie; 2) si le risque de crédit a augmenté de manière importante et qu'il n'est pas considéré comme étant faible, les pertes de crédit attendues pour la durée de vie sont comptabilisées; et 3) lorsqu'un actif financier est considéré comme s'étant déprécié, les revenus d'intérêts sont calculés en fonction de la valeur comptable de l'actif, déduction faite de la correction de valeur pour pertes, plutôt qu'en fonction de sa valeur comptable brute. Enfin, IFRS 9 introduit un nouveau modèle de comptabilité de couverture qui aligne de plus près la comptabilisation des relations de couverture sur les activités de gestion des risques de l'entité, permet d'appliquer la comptabilité de couverture à un plus vaste éventail d'instruments de couverture et de risques et exige la communication d'informations supplémentaires. Cette nouvelle norme repose sur le principe selon lequel les actifs financiers doivent être classés et évalués à la JVRN, principe appliqué depuis quelques années par la société dans la préparation de ses états financiers. Par conséquent, IFRS 9 ne devrait pas avoir une incidence importante sur les méthodes et procédures comptables et sur l'environnement de contrôle interne.

IFRS 16 *Contrats de location* a été publié en janvier 2016 par l'IASB. Cette norme remplacera les indications contenues actuellement dans IAS 17 et exige que les preneurs comptabilisent un actif et une obligation locative qui reflètent, respectivement, un « droit d'utilisation » et les paiements futurs au titre de la location, et ce, pour pratiquement tous les types de contrats de location. La norme s'applique aux exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2019, et l'application anticipée est permise si IFRS 15 *Produits des activités ordinaires tirés de contrats conclus avec des clients* est adoptée. La société évalue actuellement l'incidence d'IFRS 16 sur ses états financiers consolidés, mais cette norme ne devrait pas avoir une incidence importante sur les méthodes et procédures comptables et sur l'environnement de contrôle interne.

## **Opérations avec les parties liées**

La société consolide Senvest Management LLC, entité qui agit à titre de gestionnaire de portefeuille pour le compte de Senvest Partners et de Senvest Israel Partners, ainsi que pour les commandités des fonds. La part des rendements résiduels prévus des entités structurées qui ne reviennent pas à la société est présentée à l'état de la situation financière à titre de participation ne donnant pas le contrôle. Cette participation ne donnant pas le contrôle est détenue par un dirigeant de la société et totalisait 118,9 M\$ au 30 septembre 2017, contre 98,1 M\$ au 31 décembre 2016.

## **Placements importants en actions**

Pour obtenir le sommaire de l'information financière de certaines entités détenues importantes, voir le rapport annuel de 2016. Les comptes de Senvest Partners, de Senvest Israel Partners et de Senvest Cyprus Recovery Investment Fund sont consolidés avec les comptes de la société.

## ÉNONCÉS PROSPECTIFS

Le présent rapport de gestion contient des « énoncés prospectifs » qui reflètent les attentes actuelles de la direction concernant la croissance, les résultats opérationnels, la performance ainsi que les perspectives et les possibilités commerciales futurs. Dans la mesure du possible, des termes tels que « pouvoir », « ferait », « pourrait », « fera », « prévoit », « estimer que », « planifier », « s'attendre à », « avoir l'intention de », « estimer », « viser », « s'efforcer de », « projeter », « continuer » et d'autres expressions similaires sont utilisés pour identifier ces énoncés prospectifs. Ces énoncés reflètent nos opinions actuelles concernant des événements futurs et sont fondés sur l'information dont nous disposons actuellement. Les énoncés prospectifs impliquent des risques importants connus et inconnus, des incertitudes et des hypothèses. De nombreux facteurs pourraient faire en sorte que nos résultats, notre performance ou nos réalisations réels diffèrent considérablement des résultats, de la performance ou des réalisations futurs exprimés ou sous-entendus dans ces énoncés prospectifs, y compris, sans s'y limiter, les facteurs de risque énumérés dans la notice annuelle de la société. Si un ou plusieurs de ces risques ou incertitudes devaient se réaliser ou si les hypothèses sous-jacentes aux énoncés prospectifs se révélaient inexacts, les résultats, la performance ou les réalisations réels pourraient différer considérablement de ceux exprimés ou sous-entendus dans les énoncés prospectifs contenus dans le présent rapport de gestion. Ces énoncés prospectifs sont faits en date du 10 novembre 2017 et ne seront pas mis à jour ni révisés, sauf si la réglementation sur les valeurs mobilières applicable l'exige.

## AUTRES INFORMATIONS FINANCIÈRES

Des informations financières supplémentaires sur la société se trouvent sur SEDAR à l'adresse [www.sedar.com](http://www.sedar.com) et sur le site Web de la société à l'adresse [www.senvest.com](http://www.senvest.com), ainsi que dans les documents déposés par la société (ou Senvest Management) auprès de la SEC aux termes de l'article 13 aux États-Unis et d'autres documents qui se trouvent sur le site [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

## CONTRÔLE INTERNE

Au cours du trimestre clos le 30 septembre 2017, il n'y a pas eu de changements dans le contrôle interne à l'égard de l'information financière de la société ayant eu une incidence importante ou étant raisonnablement susceptible d'avoir une incidence importante sur le contrôle interne à l'égard de l'information financière

*(signé)*

Victor Mashaal

**Le président du conseil et président de la société**

---

Le 10 novembre 2017

*(Le rapport de gestion présente une revue des activités, de la performance et de la situation financière de Senvest Capital Inc. pour la période close le 30 septembre 2017 et doit être lu en parallèle avec les documents annuels de 2016. Le lecteur est aussi invité à consulter le site Web de SEDAR à l'adresse [www.sedar.com](http://www.sedar.com) pour un complément d'information. Le présent rapport de gestion renferme des énoncés prospectifs concernant la société. De par leur nature, ces énoncés comportent des risques et des incertitudes qui pourraient faire en sorte que les résultats réels diffèrent considérablement des résultats qui y sont formulés. À notre avis, les hypothèses sur lesquelles reposent ces énoncés prospectifs sont raisonnables. Néanmoins, le lecteur ne doit pas s'y fier outre mesure, étant donné que les hypothèses relatives à des événements futurs, dont bon nombre sont indépendants de notre volonté, pourraient se révéler erronées.)*