

Sur la route : l'édition de Nashville

Fermer nos chiffriers, sortir du bureau, sauter dans un avion et visiter des entreprises, voilà comment nous donnons vie à nos investissements! C'est en nous rendant sur le terrain que nous parvenons à bien saisir la taille des marchés, le caractère unique d'une solution ou l'ampleur d'un défi.

Les déplacements sont également un rite de passage pour les analystes de Pembroke. Nos gestionnaires de portefeuille principaux se souviennent de leurs premiers voyages à l'étranger comme analystes et des apprentissages qu'ils ont faits auprès de leurs mentors. C'est à leur tour aujourd'hui de transmettre leurs connaissances à nos jeunes analystes. Au cours du troisième trimestre, les analystes et les gestionnaires de portefeuille de Pembroke se sont rendus ensemble à Nashville pour mieux connaître sept entreprises du secteur des soins de santé.

Nashville est un important centre d'innovation dans ce secteur aux États-Unis. Les gestionnaires de portefeuille et les analystes de Pembroke s'y rendent depuis des décennies et ont toujours aimé y séjourner. Encore une fois, ils ont pu constater tout le talent des dirigeants du secteur de la santé qui y sont établis et la pertinence des solutions qu'ils proposent aux patients américains. Ce voyage n'était pas différent des précédents et a prouvé que Nashville est beaucoup plus qu'une ville de musique.

02

Sur la route à nouveau

05

Juste les faits

06

Vue d'ensemble du trimestre

15

Le point sur nos activités

17

Dans la collectivité



Sur la route

La ville de Nashville : plus que de la musique country!

Nashville, une ville en pleine expansion, est bien connue pour sa scène de musique country et ses bons restaurants. Les professionnels de la santé et les investisseurs la reconnaissent également pour le dynamisme de son secteur de la santé. Selon le Nashville Health Care Council, plus d'un milliard de dollars de capital de risque ont été investis dans les entreprises de soins de santé au cours de la dernière décennie. Selon le département du Travail américain, en mai 2018, le secteur des soins de santé représentait environ 10 % des emplois à Nashville. En outre, environ le tiers des sociétés cotées en bourse dont le siège social se trouve à Nashville font partie du secteur des soins de santé.

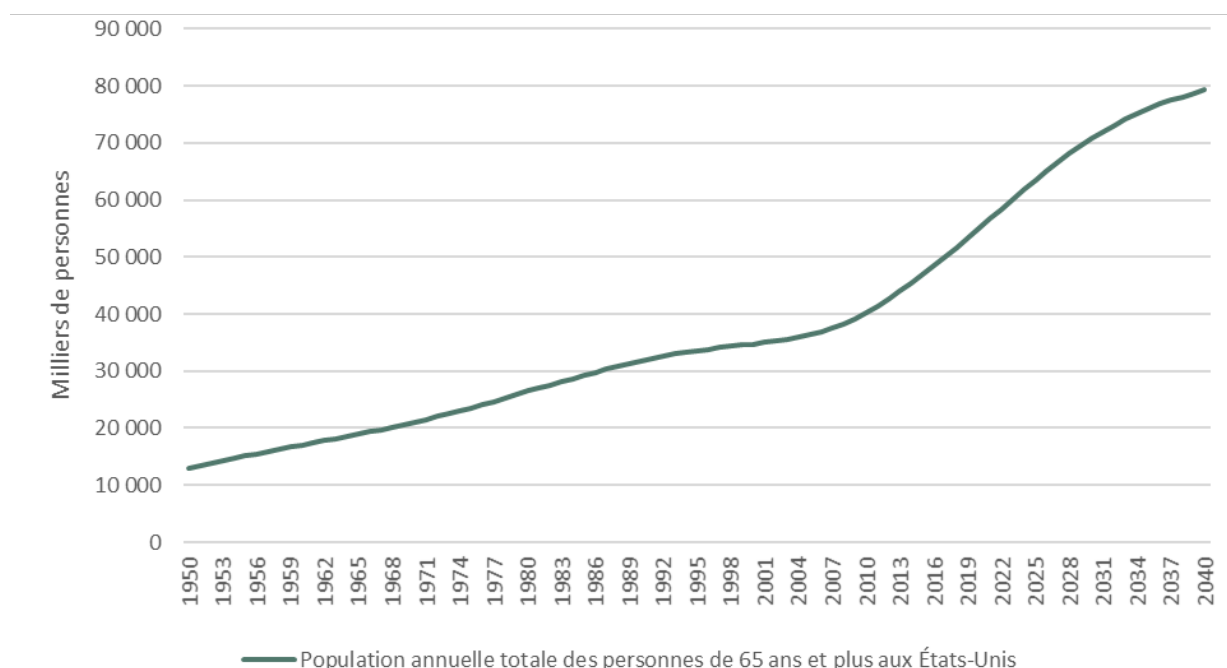


Au cours des 50 dernières années, Pembroke a repéré de nombreux investissements prometteurs dans les soins de santé à Nashville. L'un des premiers investissements de son histoire a été fait dans la Healthcare Corporation of America. Notons que Pembroke avait vu juste en pensant que les organisations à but lucratif dirigées par des équipes de direction centrées sur les besoins des patients étaient en mesure d'améliorer l'accès à des services de soins de santé de grande qualité. Nous le croyons toujours 50 ans plus tard. En septembre, nous sommes allés à la rencontre de sept entreprises de soins de santé à Nashville, notamment chez Amedisys (« AMED »), un chef de file

Fait saillant : Un nombre croissant d'Américains âgés auront besoin de soins médicaux. Les payeurs de ces services veulent sortir les patients des structures coûteuses des hôpitaux et les patients souhaitent recevoir leurs soins dans le confort de leur foyer.

dans la prestation de soins à domicile, de soins palliatifs et de soins personnels. Chez Pembroke, nous nous concentrons sur des entreprises de haute qualité qui ont un potentiel de croissance à long terme. AMED est de celles-là. Le vieillissement de la population américaine est l'un des facteurs clés de la croissance à long terme du secteur des soins à domicile.

Aux États-Unis, la population des personnes de 65 ans et plus devrait passer d'environ 50 millions en 2017 à près de 80 millions en 2040 (tableau 1). Le taux de croissance annuel de ce segment de population devrait dépasser le taux de croissance du produit intérieur brut pendant environ une décennie. Comme les payeurs souhaitent ardemment que les patients quittent les structures coûteuses des hôpitaux et que les patients veulent tout aussi vivement recevoir des soins dans le confort de leur foyer, le secteur des soins à domicile a le vent en poupe.

Tableau 1 - Population des personnes de 65 ans et plus aux États-Unis

Source : Nations Unies, Département des affaires économiques et sociales, Division de la population (2019). *World Population Prospects 2019, édition en ligne. Rév. 1.*

En janvier 2020, les taux de remboursement des soins de santé à domicile appliqués dans le régime d'assurance-maladie devraient être modifiés, ce qui aura une incidence majeure sur les fournisseurs de ces services. Notons que ces modifications ne visent pas à faire économiser de l'argent au gouvernement, mais plutôt à amener un plus grand nombre de patients souffrant de maladies chroniques à sortir de l'hôpital pour retourner à la maison et y recevoir leurs traitements. Cependant, le secteur des soins à domicile demeure très fragmenté. On y trouve plus de 12 000 entreprises et les cinq fournisseurs de soins à domicile les plus importants couvrent moins de 20 % du marché. Les ajustements tarifaires prévus exerceront des pressions sur bon nombre des petits joueurs, qui forment la majorité dans le secteur et dont la situation financière est souvent précaire. Les modifications réglementaires pourraient donc favoriser les regroupements et, en fin de compte, avoir un impact positif sur les grands joueurs comme AMED. La direction d'AMED a d'ailleurs établi un plan détaillé visant à atténuer la plupart des répercussions que les modifications auront sur sa rentabilité. Si elle réussit, elle pourrait consolider sa position de leader sur le marché à mesure que les joueurs les plus faibles déclareront forfait.

Amedisys est bien positionnée pour croître à l'interne et à l'externe. Cette croissance sera alimentée par le vieillissement de la population, la préférence croissante des consommateurs et des payeurs pour les soins à domicile, les possibilités de regroupements et les investissements dans des technologies visant à optimiser ses protocoles de traitement. Pendant notre séjour à Nashville, nous avons eu l'occasion de rencontrer un des fournisseurs de l'entreprise, Medalogix (dans laquelle Amedisys a récemment pris une participation), ainsi que des concurrents. Ces initiatives font partie

intégrante de notre contrôle diligent. Ainsi, nous en avons appris davantage sur le modèle prédictif mis au point par Medalogix pour améliorer la structure de coûts des fournisseurs de soins de santé à domicile comme AMED.

Les innovations destinées à réduire les coûts sont parmi les plus prisées dans tous les secteurs d'activité. Les coûts exercent une pression extrême sur celui des soins de santé aux États-Unis, qui s'intensifiera à mesure que les personnes âgées représenteront une proportion de plus en plus importante de la population. Selon l'équipe d'investissement de Pembroke, AMED fait partie de la solution. Il est moins coûteux et plus sûr, dans de nombreux cas, d'administrer le traitement à domicile plutôt qu'en milieu hospitalier. De plus, beaucoup de patients préfèrent rester à la maison. L'équipe de direction d'AMED a prouvé qu'elle savait gérer les turbulences réglementaires et elle est bien positionnée pour bénéficier des modifications proposées pour 2020. Pembroke se réjouit donc des perspectives de croissance à long terme d'AMED.

Juste les faits

Avant de fournir des commentaires qualitatifs sur le trimestre, nous présentons de l'information quantitative sur nos cinq principaux titres canadiens et américains.

Cinq principaux titres canadiens

30 septembre 2019

Société	Variation des cours au T3 (CA)	Croissance des revenus, exercice en cours	Croissance du BPA ou du BAIIA, exercice en cours	Croissance des revenus, prochain exercice	Croissance du BPA ou du BAIIA, prochain exercice
BRP inc.	10 %	16 %	25 %	5 %	7 %
Equitable Group Inc.	43 %	29 %	26 %	12 %	9 %
Colliers International Group Inc.	6 %	12 %	20 %	6 %	10 %
Banque canadienne de l'Ouest	12 %	9 %	3 %	6 %	9 %
Kinaxis Inc.	6 %	26 %	23 %	13 %	9 %
Moyenne	16 %	18 %	20 %	8 %	9 %

Cinq principaux titres américains

30 septembre 2019

Société	Variation des cours au T3 (US)	Croissance des revenus, exercice en cours	Croissance du BPA ou du BAIIA, exercice en cours	Croissance des revenus, prochain exercice	Croissance du BPA ou du BAIIA, prochain exercice
Stoneridge Inc.	-2 %	11 %	-12 %	4 %	21 %
Euronet Worldwide Inc.	-13 %	11 %	25 %	12 %	16 %
Installed Building Products Inc.	-3 %	11 %	11 %	7 %	10 %
Albany International Corp.	9 %	8 %	8 %	8 %	12 %
Franklin Covey Co.	3 %	9 %	60 %	8 %	44 %
Moyenne	-1 %	7 %	18 %	8 %	21 %

Source : Bloomberg

Vue d'ensemble du trimestre

Introduction aux commentaires sur les portefeuilles canadiens et américains

Les marchés boursiers nord-américains ont suscité l'intérêt des investisseurs au troisième trimestre de 2019. En juillet et août, les actions de sociétés américaines à petite et moyenne capitalisation ont reculé après un premier semestre vigoureux. En septembre, les principaux indices, comme le Russell 2000, se sont redressés. Cependant, des rotations importantes entre les secteurs et les styles de placement ont eu lieu. Plus précisément, de nombreux titres de croissance de grande qualité ont été en difficulté, tandis que des titres qui avaient enregistré des performances en deçà des attentes, mais qui ont offert des possibilités de gain à court terme plus prometteuses, ont rebondi. Par ailleurs, les actions canadiennes à petite et moyenne capitalisation ont mieux fait. Début 2019, un bon nombre de titres canadiens de Pembroke présentait des profils risque/rendement attrayants en raison de la solidité de leurs caractéristiques fondamentales et de leurs faibles valorisations. Les investisseurs canadiens ont été récompensés de leur patience après une fin d'année 2018 difficile.

Il n'est pas étonnant que les marchés boursiers connaissent des fluctuations et des revirements compte tenu du contexte politique et économique actuel. Les principales données économiques ont été généralement positives, mais tout aussi incohérentes. Ainsi, les mises en chantier de logements aux États-Unis ont donné toutes les indications d'un contexte économique vigoureux en septembre, alors que les données manufacturières ont commencé à montrer des signes de relâchement. Les tensions commerciales restent au cœur des préoccupations. Qui plus est, la Chambre des représentants aux États-Unis a ouvert une enquête de destitution qui a amené les investisseurs à examiner les répercussions possibles de l'élection d'un démocrate à la Maison-Blanche en 2020. Pendant ce temps, les banques centrales du monde entier font leur possible pour soutenir la croissance économique. La crainte d'une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis à la fin de 2018 s'est rapidement transformée en débats sur le nombre de fois où la Banque centrale américaine va réduire ses taux en 2019. Résultat : malgré un climat clément en apparence, une volatilité continue des marchés, attestée par les principaux indices. En d'autres termes, les marchés des actions de sociétés à petite et moyenne capitalisation aux États-Unis et au Canada ont maintenu leurs gains pour l'année, mais, au cours des derniers mois, les secteurs qui dominent le marché ont changé. Le secteur de la santé, par exemple, a été mis sous pression tandis que les secteurs qui bénéficient des faibles taux d'intérêt, comme celui des services publics et de l'immobilier, ont connu un très bon troisième trimestre. La poursuite ou non de ces tendances dépend d'innombrables facteurs, notamment de la politique commerciale, des interventions de la banque centrale, des modifications réglementaires et des pronostics électoraux.

Les gestionnaires de portefeuille de Pembroke continuent de mettre l'accent sur l'identification d'entreprises de croissance de grande qualité dirigées par des équipes de direction axées sur les intérêts des actionnaires. Nos portefeuilles demeurent diversifiés dans tous les secteurs d'activité. Par conséquent, les revers subis dans certains secteurs du marché boursier au cours des derniers trimestres sont partiellement compensés par l'intérêt renouvelé des investisseurs dans d'autres secteurs. Compte tenu du contexte actuel, l'équipe d'investissement fait des analyses particulièrement attentives des bilans et a réduit certains placements potentiellement plus vulnérables en période de ralentissement économique pour accroître les participations dans des

entreprises qui ont des structures financières traditionnelles et des sources de revenus plus stables. De même, l'équipe surveille et gère l'exposition du portefeuille à des titres coûteux offrant des perspectives de hausse supérieures à long terme, mais une capacité de gain limitée à court terme. Même si ces rajustements à la marge sont importants, l'équipe de Pembroke se concentre sur l'analyse des entreprises plutôt que sur les projections macro-économiques ou les fluctuations du marché. L'équipe maintient une vision à long terme de ses investissements et suit leurs progrès financiers, leurs positions concurrentielles et les changements de gouvernance qui les affectent, dans l'optique qu'une croissance soutenue du bénéfice par action et de la rentabilité finira par l'emporter sur la volatilité à court terme du marché. Dans cette logique, la volatilité du marché a ses avantages. Surtout, un marché volatil offre la possibilité de consolider des positions existantes et offre des points d'entrée pour prendre des positions dans des entreprises que nous aimons depuis longtemps, mais dont les titres nous avaient paru trop chers. Nous sommes satisfaits de l'évolution de nos portefeuilles. Nos sociétés ont affiché d'excellents résultats au deuxième trimestre et nous croyons que l'accent mis sur la qualité et la solidité des bilans permettra au portefeuille de bien résister à un éventuel ralentissement économique.

Commentaire sur les portefeuilles canadiens

Les portefeuilles d'actions canadiennes de Pembroke ont affiché de très légers gains au troisième trimestre de 2019, qui s'ajoutent aux rendements générés au premier semestre. Les tensions commerciales, la crainte d'un ralentissement économique et les variations des taux d'intérêt sont demeurées à l'avant-plan des préoccupations des investisseurs sur les marchés financiers, bien que les actions canadiennes aient terminé en territoire positif pour la période.



Les rendements des groupes sectoriels ont été hétérogènes au cours du trimestre dans nos portefeuilles : si les secteurs des services financiers, de l'immobilier et des communications ont bien fait, leur performance a été contrebalancée par la faiblesse des secteurs de l'énergie, de l'industrie, des matériaux et des soins de santé. Les mandats d'actions canadiennes de Pembroke ont affiché un rendement inférieur à celui de l'indice composé S&P/TSX et de l'indice complémentaire S&P/TSX au troisième trimestre, bien qu'ils aient dépassé celui de l'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX qui a perdu du terrain au cours de la période.

Deux titres ont apporté une contribution positive significative au cours du troisième trimestre :

L'action de **Groupe Équitable (« EQB »)**, entreprise canadienne de services financiers offrant des prêts résidentiels et commerciaux ainsi que des solutions d'épargne à ses clients, s'est redressée au troisième trimestre, les résultats provisoires de l'entreprise ayant été bien accueillis par les investisseurs. Bien que le marché canadien de l'habitation ait été touché par la modification des conditions d'admissibilité aux prêts hypothécaires, les restrictions relatives à la propriété étrangère et l'incertitude économique régionale, EQB a affiché une croissance soutenue de ses prêts, une excellente qualité de crédit et une rentabilité enviable. La société a augmenté son dividende, ce qui témoigne des bonnes perspectives de l'entreprise.

L'action de **Groupe Altus (« AIF »)**, important fournisseur indépendant de logiciels, de solutions numériques et de services d'experts dans le secteur de l'immobilier commercial, a fait des gains au cours du troisième trimestre. Les résultats trimestriels probants de l'entreprise ont été bien accueillis par le marché, tout comme la transition annoncée précédemment vers un modèle de service-logiciel pour l'une des offres clés de l'entreprise.

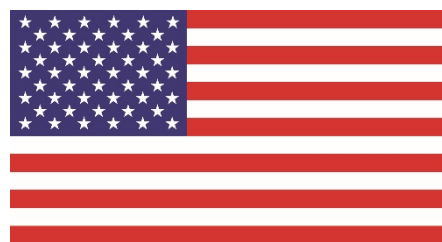
Deux titres ont eu un effet négatif important au troisième trimestre :

L'action d'**Horizon North Logistics (« HNL »)**, fournisseur d'hébergement et de services de traiteur destinés à la main-d'œuvre ainsi que de solutions en matière de revêtement de plancher et de construction modulaire, a fléchi au troisième trimestre, la société ayant affiché des résultats trimestriels décevants au mois d'août. Bien que la société gagne progressivement des parts de marché dans le secteur émergent de la construction modulaire, son activité première d'hébergement de la main-d'œuvre tourne au ralenti et ses actifs dans ce domaine sont sous-utilisés. Compte tenu des pressions exercées sur les résultats d'exploitation de HNL et de sa flexibilité financière réduite, nous avons pris la décision de liquider notre position dans l'entreprise.

L'action de **DIRTT Environmental Solutions (« DRT »)**, fournisseur de solutions d'aménagement intérieur modulaires sur mesure pour les bureaux et d'autres environnements institutionnels, a fléchi au troisième trimestre, après l'annonce de résultats d'exploitation inférieurs aux prévisions, et a réduit ses attentes pour le reste de son exercice. DIRTT est aux prises avec un problème de productivité de sa force de vente, qui mine ses perspectives de revenus et de profits à court terme. Nous croyons que la situation est temporaire et que les perspectives à long terme de gagner des parts de marché dans l'industrie nationale de la construction demeurent inchangées pour l'entreprise.

Commentaire sur les portefeuilles américains

Après un premier semestre de 2019 nettement positif, les portefeuilles américains de Pembroke ont suivi le mouvement baissier des marchés américains au troisième trimestre. Malgré des résultats fondamentaux concluants et les perspectives affichées par bon nombre de nos portefeuilles, la plupart d'entre eux ont été mis sous pression en raison des



craintes grandissantes relatives à l'économie et au contexte politique. Au troisième trimestre, les titres de valeur ont généralement mieux performé que les titres de croissance et comblé une partie de l'écart de rendement du premier semestre. Les titres des soins de santé ont été particulièrement faibles, en grande partie en raison des inquiétudes suscitées par les élections américaines de 2020. Bref, alors que le président Trump risque d'être destitué, les investisseurs commencent à envisager la possibilité d'un changement de gouvernement et ses répercussions sur la réglementation des soins de santé. Selon l'équipe d'investissement de Pembroke, des changements radicaux sont peu probables et des changements progressifs pourraient profiter à certaines sociétés. Les placements de Pembroke dans les technologies de l'information ont affiché un rendement médiocre au cours des trois derniers mois, en partie en raison des difficultés de certains titres, mais aussi en raison des pressions globales qui pèsent sur le secteur. Les titres du

secteur de l'industrie ont été le rayon de soleil des trois derniers mois, sous l'impulsion des titres liés à l'habitation et d'une de nos sociétés du secteur aérospatial.

L'action de **Carbonite (« CARB »)** a chuté après un deuxième trimestre tumultueux. Carbonite aide les consommateurs et les petites entreprises à sauvegarder leurs données en ligne. Bien que la société ait dépassé ses prévisions de bénéfices, elle a réduit ses prévisions de revenus pour toute l'année en raison de la faiblesse des ventes dans son activité principale. Toutefois, ces résultats ont été éclipsés par la démission surprise du chef de la direction de l'entreprise, qui a décidé de poursuivre sa carrière ailleurs. Son départ a ébranlé la confiance des investisseurs, étant donné qu'il était responsable de la stratégie d'acquisition et de la stratégie de produits de l'entreprise, y compris de la récente acquisition de Webroot, qui promet d'avoir un effet régénérateur. Pembroke a réduit sa participation au deuxième trimestre lorsque la société a contracté une dette pour acquérir Webroot, et nous avons décidé de nous retirer entièrement au troisième trimestre, après le départ du chef de la direction.

Boingo Wireless (« WIFI ») fait partie du portefeuille américain de Pembroke depuis environ quatre ans. Au cours de cette période, l'action a connu une forte progression en raison de l'augmentation du BARRA, du passage à un flux de trésorerie disponible positif et de la confiance générale dans la capacité de l'entreprise à bâtir une infrastructure réseau destinée à aider ses clients des télécommunications à gérer des réseaux de données mobiles de plus en plus congestionnés. Malheureusement, l'action a régressé en raison de modifications comptables, des inquiétudes concernant la fusion de Sprint avec T-Mobile (et des répercussions possibles sur la société), du changement de chef de la direction et, enfin, du questionnement sur la pertinence de Boingo dans un monde branché au réseau 5G. Nous comprenons mieux maintenant les défis auxquels l'entreprise fait face et nous croyons que ses perspectives de croissance ne sont pas compromises. Nous maintenons notre position dans l'entreprise parce que l'excellence de sa réputation auprès de sa clientèle et la congestion croissante du réseau sont de nature à favoriser le développement majeur de ses activités.

L'action de **Liveperson (« LPSN »)** s'est bien comportée en raison de l'accélération des prévisions de croissance des revenus de la société. LPSN aide les grandes entreprises à converser avec leurs clients en ligne par de multiples canaux, allant du texto au clavardage. De plus en plus, les clients ne veulent pas appeler leur banque ou leur compagnie de téléphone pour poser des questions. Personne n'aime rester en attente pendant 30 minutes! Liveperson a utilisé sa technologie et son expérience dans le clavardage pour élaborer une suite d'outils et de ressources faisant appel à l'intelligence artificielle qui améliorent les taux de conversion et la fidélisation des clients tout en réduisant les coûts de gestion d'un grand centre d'appels. Pembroke suit LPSN — et son fondateur et chef de la direction qui en est un actionnaire important — depuis plus de 15 ans. Nous sommes impressionnés par la décision bien sous-pesée de l'entreprise d'accroître sa force de vente afin de tirer parti de son leadership technologique et de ses produits. Bien que l'entreprise ait une perspective de croissance excitante dans les années à venir, Pembroke a réduit sa position face à la valorisation croissante de l'action.

L'action de **Trex (« TREX »)**, qui fabrique des produits composites faits de plastique recyclé pour remplacer le bois utilisé dans les terrasses extérieures, continue de bien se comporter. L'entreprise s'appuie sur la force de sa marque pour gagner des parts de marché et afficher d'excellents

résultats financiers. Il est encourageant de constater que ses nouveaux produits d'entrée de gamme et à bas prix gagnent du terrain sur les produits en bois à un rythme plus rapide que prévu. Le marché américain de la construction résidentielle est également vigoureux, ce qui stimule la demande pour les terrasses. Étant donné le caractère cyclique de l'entreprise, les cycles pouvant être de courte durée, et que l'action s'est passablement valorisée, Pembroke a récemment réduit sa position, mais demeure confiante quant aux possibilités de croissance à long terme de TREX.

Commentaire sur le fonds équilibré

Le portefeuille canadien équilibré de Pembroke, le **Fonds de croissance et de revenu GBC**, a affiché de légers gains au troisième trimestre de 2019 grâce à sa composante actions dont les rendements ont été soutenus par une croissance modeste des bénéfices et des valorisations en hausse.

Le rendement des actions du Fonds a été largement alimenté par des placements dans les secteurs des services financiers, de l'immobilier, des services de communication et des biens de consommation de base. Les participations du Fonds dans les secteurs industriel et de l'énergie ont beaucoup nuí au rendement au cours de la période.

Deux titres ont apporté une contribution positive importante au troisième trimestre de 2019 :

L'action de **Collectors Universe (« CLCT »)**, fournisseur important de services d'authentification et de classement d'objets de collection de grande valeur comme les pièces de monnaie et les cartes à collectionner, a gagné du terrain au troisième trimestre, après l'annonce de résultats solides au deuxième trimestre. Le volume d'activité du classement des pièces de monnaie a rebondi après une période de ralentissement, et la croissance organique des activités de classement des cartes à collectionner se poursuit à un très bon rythme. De plus, la direction a pris des mesures, y compris de rationalisation et d'optimisation des activités, qui favorisent une productivité et une rentabilité accrues. La société est bien capitalisée et génère d'importants flux de trésorerie disponibles pour financer un dividende modéré.

L'action de **Cogeco inc. (« CGO »)**, câblodistributeur dont le réseau couvre l'Ontario, le Québec et la côte est des États-Unis, a bien fait au troisième trimestre, après l'annonce par l'entreprise de bons résultats trimestriels. La vente par la société de ses actifs de centres de données plus tôt en 2019 a amélioré sa marge de manœuvre financière et simplifié l'analyse de notre investissement. Ainsi, les actions de Cogeco ont connu une réévaluation à la hausse jusqu'à des niveaux plus proches de ceux de câblodistributeurs comparables.

Deux titres ont eu un effet négatif important au cours du troisième trimestre de 2019 :

L'action d'**Horizon North Logistics (« HNL »)**, fournisseur d'hébergement et de services de traiteur destinés à la main-d'œuvre ainsi que de solutions en matière de revêtement de plancher et de construction modulaire, a fléchi au troisième trimestre, la société ayant affiché des résultats trimestriels plus faibles que prévu par les investisseurs. Bien que la société soit sur le point de gagner

des parts de marché dans la construction modulaire, un secteur en plein essor, son activité première d'hébergement de la main-d'œuvre a souffert d'un essoufflement de la demande et ses actifs dans ce domaine sont sous-utilisés. Compte tenu des résultats d'exploitation décevants de HNL et d'une flexibilité financière inférieure à nos attentes, nous avons pris la décision de liquider notre position dans l'entreprise.

L'action d'**Enerflex (« EFX »)**, fournisseur mondial d'équipement de compression de gaz naturel, de traitement pétrolier et gazier, de réfrigération et de production d'électricité, a affiché un piètre rendement au troisième trimestre, le carnet de commandes ayant diminué par rapport aux niveaux record qu'il avait atteints au cours des périodes précédentes. La société reste engagée dans un nombre intéressant de projets, qui génèrent des flux de trésorerie disponibles permettant de verser un dividende raisonnable. Bien que des vents contraires soient attendus à court terme, nous sommes optimistes quant aux perspectives à long terme pour l'entreprise.

La composante revenu fixe du Fonds, représentée par le **Fonds d'obligations canadiennes GBC**, a affiché de légers gains au cours du trimestre en raison de la baisse des taux d'intérêt qui a fait monter le prix des obligations. Ces gains ont contribué au rendement global du mandat tout en assurant une diversification par rapport à la volatilité des marchés boursiers.

Le revenu du fonds équilibré est généré par une combinaison de dividendes et d'intérêts. La composante actions du Fonds affiche un rendement brut annualisé de 3,3 %, tandis que la composante revenu fixe est investie principalement dans des titres ayant une cote « AA et plus » qui, en moyenne, ont un rendement collectif à maturité de 2,9 % et une durée ajustée de 1,9 an. La composition des actifs des mandats équilibrés de Pembroke n'a que très peu changé pendant l'année, et environ 29,5 % du portefeuille était investi en titres à revenu fixe au 30 septembre 2019.

Le Fonds équilibré mondial GBC

Le Fonds équilibré mondial GBC, lancé le 8 avril, a fait des gains au cours du troisième trimestre. Le Fonds, le plus diversifié de Pembroke, est conçu pour offrir aux investisseurs une croissance du capital et du revenu à long terme grâce à la diversification de l'actif, des régions et des capitalisations boursières. Pembroke utilise une stratégie permettant de rééquilibrer les placements du Fonds en fonction des objectifs visés, en allant chercher du capital dans les catégories d'actifs qui dépassent la pondération cible et en le redirigeant vers les catégories qui se retrouvent au-dessous de la pondération visée. Le Fonds emploie des stratégies d'investissement actives, comme les fonds d'investissement de Pembroke gérés à l'interne et des stratégies d'investissement passives, avec les fonds négociés en bourse (FNB), qui tentent de reproduire les rendements d'un indice général ou de référence. Les principaux titres détenus par le Fonds au cours du trimestre comprenaient le Fonds d'obligations de sociétés GBC, le fonds Guardian Fundamental Global Equity Fund, le Fonds de croissance canadien GBC et le FNB iShares Core S&P500.

Le Fonds équilibré mondial GBC est conçu pour constituer un placement de base pour nos clients privés. Pour en savoir plus sur le Fonds, veuillez vous adresser à votre représentant Pembroke.

Commentaire sur le Fonds international

Le Fonds de croissance international GBC est resté à la traîne de l'indice MSCI Monde tous pays (excluant les É.-U.) de sociétés à petite capitalisation pour le trimestre terminé le 30 septembre. La sélection des titres dans les secteurs des services financiers et des technologies de l'information est le facteur qui a le plus nui au rendement, effaçant les effets positifs de la sélection des titres dans les produits de consommation de base et du secteur industriel.

L'effet défavorable de la sélection des titres dans le secteur des services financiers est surtout attribuable à **Burford Capital (BUR LN)**, un chef de file dans le financement juridique, un secteur d'importance et en plein essor. Burford est un fournisseur mondial de capitaux d'investissement et de solutions en matière de risque, qui se spécialise dans les litiges commerciaux. L'action de la société a subi des pressions à la baisse après qu'un vendeur à découvert a publié un rapport remettant en question le rendement des placements, les pratiques comptables et la solvabilité globale de la société. La direction a rapidement réfuté les allégations et exprimé sa volonté de faire preuve de plus de transparence avec les actionnaires à l'avenir. Nous croyons que le rapport du vendeur à découvert était sans fondement et que la société demeure bien positionnée pour demeurer chef de file à long terme dans un marché important encore largement sous-exploité.



La faiblesse dans le secteur des technologies de l'information vient principalement de **Cyberark Software (CYBR US)**, un chef de file mondial dans la gestion des droits d'accès. Les dépenses en matière de sécurité informatique sont devenues une priorité absolue pour les entreprises et les organisations, étant donné les conséquences dévastatrices d'une cyberattaque. La société continue de bénéficier de la réputation enviable de sa marque grâce à ses produits innovateurs. Après une reprise au premier semestre, l'action a reculé au troisième trimestre aux côtés de ses pairs du secteur des logiciels, dans un contexte de rotation généralisée du marché où les titres à forte performance et à valorisation élevée ont cédé la place aux titres à faible bêta et à faible valeur.

Ces effets ont été partiellement compensés par la sélection judicieuse des titres dans les produits de consommation de base et du secteur industriel. Dans le secteur des produits de consommation de base, **Matsumotokiyoshi (3088 JP)** a contribué aux résultats relatifs. L'exploitant japonais de pharmacies profite de la demande croissante pour les produits de santé et de soins personnels par une population vieillissante. La société occupe une position de premier plan parmi les chaînes de pharmacies japonaises, avec son modèle d'affaires attrayant, axé sur les magasins relativement petits, faciles d'accès et situés en zones urbaines, dans des endroits très achalandés. Le cours de l'action a progressé au troisième trimestre à la suite de l'annonce d'un projet de fusion entre Matsumotokiyoshi et **Cocokara Fine (3098 JP)**, un concurrent. Une fusion complète créerait la plus grande compagnie pharmaceutique du pays avec un chiffre d'affaires de 1 billion de yens (9,4 milliards de dollars).

Commentaire sur les fonds à revenu fixe

Au troisième trimestre de 2019, le marché obligataire semblait positionnée pour poursuivre la route qu'il avait tracée au deuxième trimestre, avec une attention particulière aux signes précurseurs d'un ralentissement de l'économie. La Réserve fédérale américaine a suivi et a abaissé son taux directeur à deux reprises au cours du trimestre. Comme les obligations se sont bien comportées en juillet et plus encore en août, les actions ont reculé en réaction aux guerres commerciales, aux discussions entourant la destitution et au manque d'enthousiasme pour les nouvelles émissions d'actions du secteur des technologies. Les marchés ont semblé croire que tout cela était exagéré et se sont brusquement inversés en septembre : les actions se sont redressées et les obligations ont glissé.

Malgré le changement de tendance en cours de trimestre, les obligations à long terme ont été gagnantes, car la durée a été récompensée. L'indice des obligations provinciales à plus longue durée a gagné 1,6 % au cours du trimestre. Dans l'ensemble, les obligations des sociétés ont surpassé les obligations du Canada grâce à un rendement plus élevé, même si les écarts de taux étaient légèrement plus importants. Pour le trimestre, l'indice des sociétés a affiché un rendement de 1,1 % contre 1,2 % pour l'indice universel. Pour l'année, les sociétés ont également accusé un léger retard par rapport à l'indice universel en raison d'écarts de taux légèrement plus importants et d'une durée moins élevée, mais dans les deux cas les rendements absolus ont été impressionnants.



Fonds d'obligations canadien GBC

Le Fonds a enregistré un rendement de 1,1 % au troisième trimestre, soit 0,1 % de moins que l'indice de référence. La durée plus courte du Fonds par rapport à celle de l'indice a nui au rendement, car les rendements obligataires ont continué de diminuer au cours du trimestre. Cependant, l'effet négatif de la durée a été compensé par la performance remarquable de l'Autoroute 407 et des obligations feuilles d'érable de Neder Waterschapsbank et de Lloyds Bank. Le Fonds avait également une exposition de 28 % aux émissions feuilles d'érable (des titres de créance d'émetteurs étrangers libellés en dollars canadiens). Les émissions feuilles d'érable sont des atouts pour le Fonds, car elles lui procurent des rendements appréciables et une diversification accrue.

Le Fonds a une durée de 2,7 ans de moins que celle de l'indice, qui est de 8,1 ans, mais il procure un rendement de 2,5 %, soit 0,4 % de plus que celui de 2,1 % de l'indice. Ce positionnement continue de générer un bon rendement, mais il se révélera défensif en cas de hausse des taux d'intérêt. Le Fonds continue de maintenir un bon niveau de liquidités, qui pourraient servir à des achats si de bonnes occasions se présentent.

Fonds d'obligations de sociétés GBC

Le Fonds d'obligations de sociétés a affiché un rendement de 0,9 % au cours du trimestre, soit 0,2 % sous l'indice des obligations de sociétés. La durée du Fonds est beaucoup plus courte que celle de l'indice de référence, ce qui a nu au rendement dans une période où les taux d'intérêt ont chuté. Le Fonds a bénéficié du rétrécissement des écarts et de l'augmentation des prix dans des émissions comme celles de Sobeys, Ford, Lloyds Bank et Pages jaunes.

À la fin de septembre, le Fonds avait un rendement de 3 %, ce qui se compare favorablement au rendement de 2,7 % de l'indice, avec une durée de 1,2 an, soit 5,5 ans de moins que la durée de 6,7 ans de l'indice. Ce positionnement continue de générer un bon rendement, mais il se révélera défensif en cas de hausse des taux d'intérêt. Le Fonds continue de maintenir un bon niveau de liquidités, qui pourraient servir à financer des achats si de bonnes occasions se présentent.

Le point sur nos activités

Pembroke devient signataire des Principes pour l'investissement responsable (PRI) des Nations Unies

Pembroke fait maintenant partie des signataires des Principes pour l'investissement responsable (PRI), parrainés par l'ONU. PRI est un organisme sans but lucratif dont les membres se consacrent à la mise en place d'un système financier mondial durable fondé sur la bonne gouvernance, l'intégrité et la responsabilité. L'initiative PRI est soutenue par l'Organisation des Nations Unies et d'autres décideurs mondiaux, mais ne fait pas partie de l'ONU et n'est affiliée à aucun gouvernement. Les signataires des PRI reconnaissent les avantages pour l'environnement et la société d'un système financier mondial pérenne et efficace du point de vue économique et s'engagent à soutenir les six principes volontaires suivants :

- 1) Nous intégrerons les questions environnementales, sociales et de gouvernance d'entreprise (ESG) à nos processus décisionnels et d'analyse des investissements.
- 2) Nous serons des actionnaires actifs et intégrerons les questions ESG à nos politiques et procédures en matière d'actionnariat.
- 3) Nous demanderons, autant que faire se peut, aux entités dans lesquelles nous investissons de faire preuve de transparence concernant les questions ESG.
- 4) Nous encouragerons l'adoption et la mise en œuvre des Principes dans le secteur des investissements.
- 5) Nous coopérerons pour améliorer l'efficacité de notre mise en œuvre des Principes.
- 6) Nous rendrons chacun compte de nos activités et des progrès accomplis concernant la mise en œuvre des Principes.

Ian Aitken, associé directeur de Pembroke, a déclaré : « Nous sommes heureux de figurer parmi les signataires des Principes pour l'investissement responsable de l'ONU, car ces principes cadrent avec notre philosophie en matière d'investissement et devraient contribuer à créer de la valeur. » La directrice générale des PRI, Fiona Reynolds, s'est quant à elle réjouie en ces termes : « Nous sommes très heureux d'accueillir Pembroke parmi les signataires des PRI. En soutenant les PRI, Pembroke souligne son engagement à tenir compte des questions ESG dans les stratégies de placement de ses clients privés et institutionnels au Canada et ailleurs dans le monde. Nous avons hâte de travailler avec eux. »

Investisseur fondamental à long terme, Pembroke a pour mission d'aider ses clients à assurer leur avenir financier. Nous agissons en leur nom en tant que fiduciaires et analysons les caractéristiques de rendement et de risque de tous les placements potentiels. De plus, nous croyons que de saines pratiques en matière d'ESG peuvent réduire le risque d'une entreprise et améliorer son rendement opérationnel, financier et boursier, et que nos clients bénéficieront de notre appui aux PRI de l'ONU.

Pembroke dans la collectivité

Pembroke était le principal commanditaire du Cyclo Tour Espoir et Gratitude des Cèdres, une randonnée à vélo organisée par un survivant du cancer au profit de la Fondation du cancer des Cèdres. **Ian Aitken** et son fils ont parcouru les 112 km de l'événement près de Bromont, au Québec, par une journée venteuse de septembre. L'événement a permis d'amasser plus de 126 000 \$ pour soutenir la recherche sur le cancer et les soins aux personnes qui en sont atteintes. Si vous faites du vélo, vous pouvez obtenir un maillot de cycliste Pembroke en contactant votre représentant, jusqu'à épuisement des stocks !

CYCLO TOUR ESPOIR ET GRATITUDE DES CÈDRES



En septembre, l'équipe d'Enactus Canada du Collège Lambton a été nommée finaliste de la coupe du monde Enactus 2019 pour son projet *One Seed* qui a eu un impact extrêmement positif en Zambie rurale. Les étudiants Enactus du monde entier lancent des projets de type entrepreneurial pour aider les personnes dans le besoin. **Ian Aitken** a été juge à l'événement et a dirigé la délégation canadienne à titre de président d'Enactus Canada. Gestion Pembroke est fière d'appuyer Enactus Canada.



PEMBROKE

INNOVATION > INSIGHT > GROWTH

SINCE 1968

Gestion Pembroke

Gestion Pembroke Ltée a été fondée en 1968; son siège social est situé à Montréal. Le concept de l'intérêt du propriétaire est au cœur de la philosophie d'affaires et de placement de Pembroke. En effet, les propriétaires d'entreprise agissent dans l'intérêt à long terme de leurs clients et de leurs parties prenantes pour maximiser leur propre richesse. Pour cette raison, Pembroke soutient généralement les équipes de direction qui détiennent des participations significatives dans les entreprises qu'elles gèrent ou dont les participations représentent une part importante de leur patrimoine personnel. De plus, Pembroke s'efforce de ne pas prendre de risques inutiles dans ses portefeuilles de placement parce que les associés de Pembroke sont des actionnaires importants des fonds de la société. Il en résulte une authentique concordance des intérêts.

Pembroke est inscrite à titre de conseiller en placement au Québec, en Ontario, en Colombie-Britannique, en Alberta, au Manitoba, aux États-Unis, au Danemark et en Irlande. La société gère des portefeuilles distincts pour le compte de clients institutionnels et de clients fortunés. Gestion privée de patrimoine Pembroke, filiale de Gestion Pembroke, est le courtier et gestionnaire d'organismes de placement collectif pour la famille de fonds communs de placement GBC et la famille en gestion commune Pembroke.

Contact

Pour de plus amples renseignements concernant Gestion privée de patrimoine Pembroke, veuillez communiquer avec nous à Montréal au 514-848-0716 ou 800-667-0716 ou à Toronto au 416-366-2550 ou 1-800-668-7383, ou consulter notre site Web www.pml.ca.

LIMITATION DE RESPONSABILITÉ

Le bulletin Point de vue Pembroke a pour objectif de donner un aperçu de notre philosophie de placement, de notre stratégie actuelle et de notre mode de gestion de nos portefeuilles. Point de vue Pembroke ne vise pas à fournir des renseignements précis sur une entreprise et ses activités. Les titres individuels mentionnés dans le présent bulletin ne le sont qu'à titre d'information. La composition des portefeuilles peut être modifiée à tout moment. Les renseignements factuels proviennent de sources que nous jugeons fiables, mais nous ne pouvons en garantir l'exactitude, l'exhaustivité, ni l'interprétation. Les renseignements et les avis donnés sont ceux de Gestion Pembroke Ltée. Ils sont à jour à la date du présent document seulement et peuvent être modifiés sans préavis. Ils ne constituent pas des conseils ni des recommandations de placement à l'égard des titres mentionnés et ne doivent pas être interprétés en ce sens. Ils ne constituent pas non plus une offre de titres ni une offre d'aucune sorte. Cette version de Point de vue Pembroke a été préparée à l'intention des investisseurs non qualifiés.