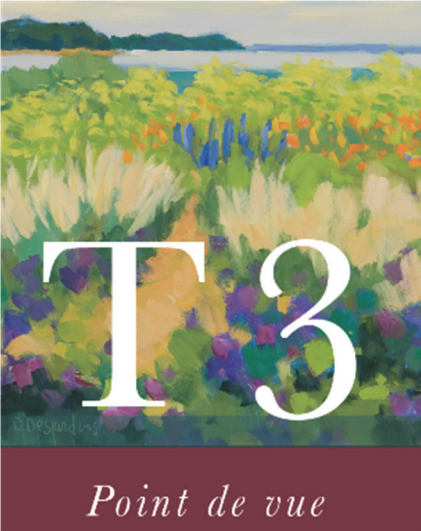




Le 29 octobre 2018

PEMBROKE À 50 ANS

L'année 2018 est marquée par la célébration d'un anniversaire important pour Pembroke. L'entreprise ayant été fondée en 1968, nous fêtons notre 50e anniversaire.

Depuis 50 ans, nous investissons dans des entreprises en croissance et répondons aux besoins en matière d'investissement de nos clients. L'année 2018 est l'occasion de réaffirmer et de célébrer, au-delà du simple passage du temps, nos valeurs fondamentales, la stabilité de notre philosophie de placement et, surtout, tout ce que nous avons accompli pour nos clients.

En tant que société, nous accordons beaucoup d'importance à l'intégrité, l'excellence, l'humilité, la responsabilité et la concordance des intérêts, et nous croyons que la priorité que nous donnons à l'innovation, à la connaissance et à la croissance a été la clé de notre réussite.

Nous avons été témoins d'énormes changements au cours des cinquante dernières années et nous avons investi dans de nombreuses entreprises formidables qui ont créé une grande richesse pour leurs actionnaires. Nous avons également tiré de dures leçons en cours de route. La sagesse acquise chaque année nous a aidés à nous concentrer sur ce qui compte : créer de la richesse pour nos clients à long terme.

Nous tenons à remercier tous nos clients pour votre confiance en Pembroke. Nous avons hâte de célébrer avec vous notre 50e anniversaire tout en poursuivant notre parcours.

2

La tournée des placements

4 « Tenons-nous-en aux faits »

5

Aperçu du trimestre

16

Dans la communauté

LA TOURNÉE DES PLACEMENTS

Pour ceux et celles d'entre nous qui voyagent souvent, les programmes de fidélisation des compagnies aériennes sont particulièrement intéressants.

Points International (« Points » ou « PTS ») est une société de technologie torontoise au service du secteur des programmes de fidélisation. PTS aide les grandes compagnies aériennes, les chaînes d'hôtels et d'autres entreprises dans le domaine du tourisme d'accueil à gérer leurs programmes de fidélisation. Points est une position dans nos portefeuilles canadiens depuis 2012. Bien que le cours de l'action ait éprouvé quelques difficultés, la société a fait d'excellents progrès sur le plan des paramètres fondamentaux.

La fidélisation est un marché important et florissant. Les programmes de fidélisation nord-américains émettent et vendent chaque année des points d'une valeur de plus de 50 milliards de dollars. Les programmes de fidélisation sont des outils clés dans les secteurs du transport aérien et du tourisme d'accueil. Pour de nombreux consommateurs, la collecte de points est une quête, voire une véritable obsession! Le secteur n'est pas bien compris par nombre d'observateurs, mais c'est un fait connu que

l'émission de points est une activité très rentable pour les entités émettrices. En fait, plus de 60 % des milles émis sont maintenant achetés par des tiers dans le cadre d'un programme d'affinité. La carte Aéro Or CIBC est un exemple bien connu. L'émetteur de la carte de crédit achète les points d'Aéropian pour les utiliser à bord des vols d'Air Canada lorsque le consommateur porte des achats à sa carte de crédit.



Points exploite un « réseau de commerces loyaux » qui compte plus de 60 partenaires de programmes de fidélisation utilisant des fonctionnalités du réseau. Points est directement intégrée à ces « banques de points » partout dans le monde. Les exploitants de programmes de fidélisation essaient de stimuler les activités commerciales dans leurs programmes, car l'utilisation des points de récompenses favorise la mobilisation et la satisfaction de la clientèle. Points a trois activités principales :

1. Points de fidélisation du secteur de détail :
Points exploite les programmes Achat/Cadeau/Transfert pour plusieurs de ses clients. Ce programme permet aux clients de programmes de fidélisation de « compléter » leur compte en achetant les milles supplémentaires nécessaires pour atteindre le seuil de récompenses donnant droit à un billet « gratuit ». Les entreprises de fidélisation ont imparti ces fonctions auprès de Points car celle-ci a une expertise pour utiliser efficacement les données afin de mobiliser la clientèle.
2. Points pour voyager :
Ce service aide les programmes de fidélisation à mobiliser davantage leur clientèle. Si le client d'un programme de fidélisation réserve une chambre d'hôtel par l'intermédiaire du site du programme, il pourra accumuler davantage de milles. Points a dressé un inventaire de chambres d'hôtel à prix concurrentiel par rapport aux principaux sites de voyage. Cette position crée une situation avantageuse à la fois pour le programme de fidélisation et pour le consommateur.
3. Plateforme de partenariats :
Points donne accès à son réseau et fournit des outils à des tiers comme Marathon Oil ou Groupon, qui n'ont pas leur propre programme de fidélisation, mais qui utilisent des programmes de fidélisation établis pour stimuler leur clientèle.

Points connaît un franc succès à conserver ses clients. Les seules pertes de clients importantes découlent de regroupements de programmes de fidélisation. Par la vente croisée de services complémentaires, les gains de nouveaux clients et la création de nouvelles sources de revenus, Points a absorbé ces départs et fait la preuve de sa capacité de croître à long terme. Rob Maclean et Chris Barnard, les deux cofondateurs, dirigent toujours la société et l'ont guidée efficacement à travers une période d'investissement s'étendant sur plusieurs années. Comme pour beaucoup de petites entreprises canadiennes, peu d'analystes de firmes de courtage s'intéressent à Points; c'est pourquoi son titre se négocie à une évaluation très modeste.

« TENONS-NOUS-EN AUX FAITS »

Avant d'aborder les commentaires qualitatifs sur le trimestre, nous vous présentons de l'information quantitative sur nos cinq principales positions au Canada et aux États-Unis.

Les cinq principales positions canadiennes

30 septembre 2018

Société	Variation du cours au T3 (CAD)	Croissance estimée des revenus Exercice en cours	Croissance estimée du BAIIA Exercice en cours	Croissance estimée des revenus Prochain exercice	Croissance estimée du BAIIA Prochain exercice
Solium Capital	-2%	27%	11%	19%	113%
Badger Daylighting	-6%	17%	19%	11%	18%
Kinaxis	10%	20%	46%	22%	31%
Canadian Western Bank	-1%	11%	18%	10%	9%
Westaim Corporation	0%	*	*	*	*
Moyenne	0%	21%	28%	15%	43%

Les cinq principales positions américaines

30 septembre 2018

Société	Variation du cours au T3 (USD)	Croissance estimée des revenus Exercice en cours	Croissance estimée du BAIIA Exercice en cours	Croissance estimée des revenus Prochain exercice	Croissance estimée du BAIIA Prochain exercice
Boingo Wireless	54%	22%	74%	19%	16%
Carbonite	2%	28%	648%	12%	18%
HMS Holdings	52%	12%	54%	7%	7%
Euronet Worldwide	20%	13%	34%	13%	20%
Pure Storage	9%	34%	- to +**	27%	57%
Moyenne	27%	22%	200%	15%	23%

Source : Consensus et estimations de Pembroke

*Non significatif

**Non mesurable

APERÇU DU TRIMESTRE

INTRODUCTION

Après un deuxième trimestre solide en 2018, les marchés boursiers américains ont continué de dégager un rendement supérieur à celui de leurs contreparties internationales pendant le troisième trimestre de l'année. Les actions canadiennes ont connu de nouvelles difficultés, freinées par les piètres résultats des actions du secteur des ressources naturelles. Le contexte économique robuste aux États-Unis soutient la fermeté des marchés boursiers du pays. Toutefois, nombre d'experts des marchés sont d'avis que les hausses des taux d'intérêt ralentiront l'économie, ce qui mettra en péril les actions dans les secteurs cycliques tels que l'habitation ou l'automobile. Comme ce fut le cas au premier semestre, les actions de croissance ont mieux fait que les actions de valeur pendant le troisième trimestre, dans un contexte où les investisseurs recherchaient la « sécurité » relative des sociétés en croissance bien établies, pour éviter les risques liés à un ralentissement cyclique. Dans l'univers des actions à petite et moyenne capitalisation, les titres des secteurs des services de communication, des soins de santé et des technologies de l'information sont ressortis du lot. Au Canada, les titres des secteurs des soins de santé, de l'industrie et de l'immobilier ont dégagé un rendement particulièrement vigoureux, à l'instar des sociétés de services financiers, malgré l'aplanissement de la courbe de rendement. Les titres des ressources naturelles et de l'énergie ont été entraînés à la baisse par les inquiétudes entourant le ralentissement économique imminent.

De nombreux placements de Pembroke ont affiché un bon rendement dans ce contexte. Aux États-Unis en particulier, nos principaux placements ont été solides au deuxième trimestre, entraînant un rendement supérieur considérable des portefeuilles par rapport aux principaux indices de

référence. Au Canada, les placements de Pembroke dans les secteurs des technologies de l'information et des services financiers ont contribué à compenser d'une part la faiblesse des avoirs en énergie et ressources naturelles et d'autre part un dernier chapitre décevant de l'un de nos placements de longue date. Les

portefeuilles de dividendes et de croissance de Pembroke ont dégagé un bon rendement pendant le trimestre, surpassant leur indice de référence.



L'équipe des placements de Pembroke est satisfaite des résultats fondamentaux obtenus par ses placements. L'équipe reste à l'affût de nouveaux placements respectant ses paramètres de croissance, de bilan solide et d'évaluation de valeur de l'entreprise. Dans certains cas, les cours des actions ont dépassé leur potentiel à court terme, et les gestionnaires de portefeuille de Pembroke ont vendu l'intégralité des titres ou ont réduit la taille du placement pour protéger les portefeuilles contre une baisse des évaluations. Dans tous les portefeuilles, nous croyons qu'il y a un potentiel de hausse lié à la croissance des résultats à court et à long terme. Nos principaux placements continuent d'afficher des évaluations raisonnables, et ils sont bien positionnés pour continuer de profiter de leur position concurrentielle solide en vue de créer de la valeur pour les actionnaires.

COMMENTAIRE – ACTIONS CANADIENNES



Les portefeuilles d'actions canadiennes de Pembroke ont inscrit des rendements légèrement négatifs au troisième trimestre de 2018, assez conformes à l'indice composé S&P/TSX. Les titres du secteur des ressources sont ceux qui ont le plus nui au rendement, autant sur les marchés canadiens que dans les portefeuilles de Pembroke. Les actions du secteur de l'énergie ont perdu le terrain gagné en raison de l'incertitude qui a suivi un jugement de la cour interrompant la construction du pipeline Trans Mountain, ainsi que des tendances régionales négatives en matière des prix. Entre-temps, les titres du secteur des matériaux ont subi des pressions en raison de l'affaiblissement des prix des métaux précieux et des métaux de base. Les placements technologiques, financiers et industriels du Fonds ont dégagé des gains modestes pendant la période.

Deux actions ont subi des reculs marqués qui ont nui au rendement.

L'action de **DHX Media** (« DHX »), producteur d'émissions et de films télévisés pour enfants, a sous performé pendant le trimestre. L'entreprise a enregistré des résultats trimestriels décevants et conclu un processus d'examen stratégique qui n'a pas permis d'offrir suffisamment de valeur aux actionnaires. Compte tenu du bilan d'exécution de l'entreprise et des opportunités qu'a Pembroke d'affecter du capital à d'autres placements, nous avons cédé notre participation dans DHX.

L'action de **Transcontinental** («TCL.A»), fabricant de produits d'emballage souples et fournisseur de services d'impression commerciale, a baissé au troisième trimestre après l'annonce de résultats intermédiaires inférieurs aux attentes du marché. Le rapport trimestriel a été le premier à inclure l'apport de l'acquisition de Coveris, un acteur important dans le secteur nord-américain des produits d'emballage souples. Même si les marges de Coveris ont été minces en raison du délai à transférer aux clients la hausse des prix des matériaux bruts et des frais de transport, nous restons optimistes quant au potentiel stratégique et financier de l'entreprise.

Deux actions ont contribué de façon importante au rendement au troisième trimestre.

L'action d'**Enerflex** («EFX»), concepteur, fabricant et fournisseur de systèmes de compression de gaz naturel, s'est redressée pendant la période à la suite de la publication de résultats trimestriels reflétant des carnets de commandes bien remplis et des arriérages de production causés par l'augmentation de la demande d'infrastructure de gaz naturel. Enerflex a établi une présence internationale diversifiée, de sorte qu'elle ne dépend pas des niveaux d'activité d'une région donnée productrice de gaz naturel. L'entreprise est bien placée pour jouer un rôle dans les questions de sortie auxquelles sont confrontés les producteurs de gaz naturel et devrait aussi tirer profit de l'approbation annoncée récemment par Shell du projet LNG Canada.

L'action d'**IMAX** («IMAX»), société de technologies de divertissement spécialisée dans les technologies et les présentations de films dans le monde entier, s'est redressée au troisième trimestre. Les résultats intérimaires ont affiché un levier d'exploitation bien accueilli par les investisseurs. Les revenus aux guichets de l'été ont démontré une tendance meilleure que ce que le marché prévoyait. Les revenus aux guichets en 2019 semblent également favorables à IMAX, et les vents contraires soufflant sur les marchés internationaux qui nuisent aux résultats depuis plusieurs années semblent s'apaiser. La société est en bonne situation financière avec une trésorerie nette enviable, elle produit des flux de trésorerie disponibles et demeure raisonnablement évaluée compte tenu de ses perspectives de croissance.

COMMENTAIRE – ACTIONS AMÉRICAINES



Les portefeuilles d'actions américaines de Pembroke ont enregistré de solides rendements absolus et relatifs au troisième trimestre de 2018, s'appuyant sur les rendements robustes obtenus pendant la première moitié de l'année. Une sélection judicieuse des actions, combinée à une importante participation aux secteurs profitant de vents arrière à long terme, a contribué au rendement. Les résultats financiers annoncés par de nombreuses positions ont été impressionnants, entraînant les actions sous-jacentes vers de nouveaux sommets record. Selon l'équipe des placements de Pembroke, la capacité bénéficiaire de ces entreprises reste sous-évaluée, ce qui signifie qu'il y a un bon potentiel d'autres gains sur titres, en particulier à moyen et à long terme.

Les placements dans le secteur des soins de santé ont contribué plus que tout autre secteur au rendement des portefeuilles pendant le troisième trimestre. Au début du trimestre, l'un des principaux placements était **HMS Holdings** (« HMSY »). Cette entreprise, qui aide les gouvernements d'État à recouvrer les factures médicales payées injustement et les compagnies d'assurance à auditer les hôpitaux relativement à leurs pratiques de diligence et de facturation raisonnables, a enregistré un autre trimestre solide, rehaussant considérablement ses perspectives de revenus et de bénéfices pour le reste de 2018. Depuis deux ans, la direction investit dans de nouvelles initiatives de croissance et la simplification de ses activités; ces efforts sont maintenant récompensés par l'expansion des marges bénéficiaires. Grâce à l'acquisition récente de son principal concurrent par une société de capital-investissement privée, HMSY est également bien placée pour accroître sa part de marché. Enfin, les acquisitions réalisées au cours des trois dernières années ont été entièrement consolidées, et HMSY a lancé de nouveaux produits.



Pendant le troisième trimestre, l'action de **Boingo Wireless** (« WIFI ») a atteint un nouveau sommet historique après l'annonce de ses résultats financiers du deuxième trimestre. L'entreprise aide les fournisseurs de télécommunications sans fil à améliorer l'expérience de leurs abonnés en réduisant la congestion du réseau. Des tendances lourdes, comme

la consommation de vidéo, les fichiers multimédias de grande qualité et la prolifération des services de diffusion en continu, soutiennent la demande de données et de bande passante. Il y a un grave problème de congestion du réseau dans les endroits très fréquentés, comme les stades sportifs. WIFI répond à cette demande accrue et séduit autant les propriétaires de lieux que les fournisseurs de télécommunications en améliorant l'expérience des consommateurs utilisant un téléphone mobile. Les résultats du deuxième trimestre ont mis en valeur la marge bénéficiaire potentielle dans les activités de WIFI. La mise en œuvre des réseaux 5G, qui débutera en 2019, pourrait encore stimuler la demande pour les produits de l'entreprise. De plus, une acquisition récente élargit le marché potentiel de l'entreprise et accroît le profil de croissance de WIFI.

L'action d'**Installed Building Products** (« IBP »), société spécialisée dans l'installation de matériaux isolants pour la construction résidentielle, a perdu du terrain au cours des trois derniers mois en raison des inquiétudes qui ont saisi les marchés concernant le coût d'accès à la propriété aux États-Unis.

Plus particulièrement, avec deux hausses des taux d'intérêt annoncées en 2018 et une autre prévue d'ici la fin de l'année, certains participants au marché craignent que l'augmentation des coûts de financement ralentisse la demande de maisons neuves. Pembroke a un point de vue différent sur les perspectives à long terme d'IBP. D'abord, bien que la demande d'habitation soit certes influencée par les taux hypothécaires, les indices du coût d'accès à la propriété demeurent favorables lorsqu'on les examine dans le contexte des 25 dernières années. De plus, les tendances démographiques et les meures de santé des consommateurs continuent de soutenir la demande. Ensuite, l'entreprise est en train d'acquérir des petits concurrents à prix avantageux pour renforcer sa position sur le marché. IBP continue de miser sur son pouvoir d'achat de matériaux bruts pour réduire ses coûts et augmenter les marges bénéficiaires. Enfin, bien que l'entreprise ait été prise au dépourvu par la hausse rapide des coûts des produits isolants pendant la première moitié de 2018, la direction pourrait parvenir à neutraliser cette inflation et continuer d'élargir les marges. Pembroke a profité de la faiblesse récente du cours de l'action pour accroître sa participation dans cet installateur bénéficiant d'une position enviable.



L'action d'**Axos Financial** (« AX », auparavant « **Bofi Holding** ») a perdu une partie des gains réalisés au premier semestre, dans un contexte où les actions des sociétés financières ont pâti de l'aplatissement de la courbe de rendement. L'entreprise a de nouveau enregistré des résultats trimestriels robustes, mais doit absorber les coûts élevés à court terme liés 1) au lancement d'une nouvelle plateforme bancaire numérique, 2) au respect des exigences réglementaires supplémentaires associées au seuil d'actif de 10 milliards de dollars et 3) à l'intégration de nouveaux clients à la suite d'une acquisition récente. La direction d'Axos administre avec brio la banque depuis que Pembroke a acquis ses premières actions en 2013. L'entreprise a réussi à diversifier à la fois ses pratiques de prêt et ses sources de financement, tout en maintenant des normes de crédit strictes et une structure de coûts légère et efficace. Non seulement l'acquisition récente de 3 milliards en dépôts de Nationwide Bank fera baisser les coûts de financement d'AX, mais elle pourrait également offrir des occasions de vente croisée à la clientèle de Nationwide. Après avoir réduit notre participation lorsque les prix étaient élevés, Pembroke a accru sa position dans AX compte tenu du profil de croissance de l'entreprise et de son évaluation attrayante.

COMMENTAIRE – PORTEFEUILLE ÉQUILIBRÉ

Le **Fonds de croissance et de revenu GBC**, un fonds équilibré de Pembroke, a obtenu des rendements légèrement positifs au troisième trimestre de 2018. Le volet revenu fixe du fonds, représenté par le **Fonds d'obligations canadien GBC**, a dégagé un rendement légèrement négatif pendant la période, dans un contexte défavorable aux investisseurs en titres à revenu fixe. Pendant ce temps, le volet actions du portefeuille, a enregistré des rendements absolus positifs qui ont rebondi après la faiblesse connue plus tôt cette année.

Les revenus de ce fonds équilibré proviennent de dividendes et d'intérêts. Le volet actions affiche actuellement un rendement brut annualisé de 3,4 %, alors que le volet revenu fixe est essentiellement investi dans des titres cotés A+ qui, en moyenne, offrent un rendement collectif à l'échéance de 3,1 % et une durée du portefeuille corrigée de 4,7 ans. La composition de l'actif des mandats équilibrés de Pembroke n'a pas beaucoup changé au cours de l'année, environ 30 % des titres en portefeuille ayant été investis dans des titres à revenu fixe au 30 septembre 2018.

Deux actions ont contribué de façon notable au rendement pendant le troisième trimestre de 2018.

L'action d'**Enercare** (« ECI »), fournisseur nord-américain de services résidentiels et commerciaux et de solutions de gestion de l'énergie, a très bien fait pendant le trimestre, soutenue par l'annonce de l'acquisition de la société par Brookfield Infrastructure Partners avec une prime de 53 % par rapport au marché. Brookfield a reconnu la production de flux de trésorerie stables et la vaste clientèle d'Enercare et a vu des occasions de tirer profit de ses activités existantes sur la plateforme d'Enercare. L'opération souligne les écarts d'évaluation importants qui peuvent exister entre les évaluations faites par les marchés public et de celles faites par le privé.



L'action de **Cineplex** (« CGX »), société de divertissement exploitant des salles de cinéma et d'autres actifs de divertissement, a rebondi pendant la période à la suite de la publication d'un rapport trimestriel encourageant. Les résultats financiers ont été stimulés par une amélioration des revenus en salles, qui avaient été un vent contraire pour l'entreprise au cours de la dernière année.

Les investissements dans de nouveaux formats de divertissement commencent également à porter leurs fruits et devraient contribuer aux taux de croissance de l'entreprise. Cineplex continue de générer des flux de trésorerie disponibles suffisants pour financer ses initiatives de croissance et ses versements de dividendes.

Deux actions ont nui de façon importante au rendement pendant le troisième trimestre de 2018.

L'action de **Transcontinental** (« TCL.A »), fabricant de produits d'emballage souples et fournisseur de services d'impression commerciale, a baissé pendant le trimestre après l'annonce de résultats financiers inférieurs aux attentes du marché. Le rapport trimestriel a été le premier à inclure l'apport de l'acquisition de Coveris, un acteur important du secteur nord-américain des produits d'emballage souples. Même si les marges de Coveris ont été minces en raison du délai à transférer sous l'effet du transfert retardé de la hausse des prix des matériaux bruts et des

frais de transport aux clients, nous restons optimistes quant au potentiel stratégique et financier de l'entreprise.

L'action de **Sleep Country Canada Holdings** (« ZZZ »), détaillant de matelas exploitant plus de 185 magasins partout au Canada, s'est repliée pendant le troisième trimestre, car les investisseurs ont intégré la baisse de croissance des ventes de magasins comparables en raison du mauvais temps au printemps. De plus, des vents contraires macroéconomiques potentiels comme le ralentissement du marché de l'habitation et un fléchissement de la confiance des consommateurs ont ébranlé la confiance des investisseurs. Néanmoins, nous croyons que Sleep Country continue d'afficher des perspectives de croissance attrayantes grâce à de nouvelles ouvertures de magasins, aux ventes supplémentaires d'accessoires pour le sommeil et à la contribution potentielle d'initiatives liées au commerce électronique. En plus de son profil de croissance attrayant, l'entreprise est financée prudemment, elle produit des rendements élevés sur le capital investi et elle verse aux actionnaires un dividende bien financé.

COMMENTAIRE – ACTIONS INTERNATIONALES



Le **Fonds de croissance international GBC** a été à la traîne de l'indice MSCI Monde tous pays (excluant les É.-U.) de sociétés à petite capitalisation pendant le trimestre clos le 30 septembre. La sélection des titres des marchés asiatiques émergents a été le principal frein au rendement relatif sur le plan géographique, annulant les effets positifs de la sélection des actions au Royaume-Uni et au Japon.

Sur les marchés asiatiques émergents, la sélection des actions en Chine et à Taiwan a été la principale source du rendement inférieur. La société de biotechnologies chinoise **3Sbio** (« 1530 HK ») a nui de façon importante au rendement, freinée par la croissance des ventes plus faible que prévu de son médicament biosimilaire clé contre l'arthrite. Le fabricant de logiciel chinois **Kingsoft** (« 3888 HK ») a également nui au rendement, l'entreprise ayant connu une diminution de la croissance de son segment de jeux en raison de la concurrence et des faibles sorties de jeux. Cette faiblesse a toutefois été compensée par la solide croissance continue de ses activités infonuagiques et de logiciels de bureau. À Taiwan, la société de semi-conducteurs **Globalwafers** (« 6488 TT ») a été touchée par le recul généralisé des actions liées aux semi-conducteurs pendant la période. Malgré la baisse d'optimisme du secteur, les paramètres fondamentaux

des sociétés sous-jacentes sont demeurés robustes, Globalwafers ayant affiché des revenus et des marges d'exploitation supérieurs aux prévisions générales. La capacité limitée continue sur le marché des tranches de silicium joue en faveur de l'entreprise en ce qui a trait à la fixation des prix.

Burford Capital (« BUR LN »), société de financement des litiges britannique, a annulé ces effets défavorables en publiant des résultats solides pour le premier semestre 2018. Burford est le plus important fournisseur de financement d'arbitrage et de litige dans le secteur et poursuit son expansion. Le financement des litiges est un segment en pleine croissance du droit, et il est en train de s'immiscer dans le secteur juridique grand public. Au Japon, le fabricant de dispositifs médicaux **Asahi Intecc** (« 7747 JP ») a contribué au rendement, soutenu par une ferme croissance des ventes internationales. L'avenir de l'entreprise reposera sur les ventes américaines de ses fils-guides extrêmement rentables.

D'un point de vue sectoriel, les participations du Fonds dans les secteurs des technologies de l'information, et de l'énergie et à l'immobilier ont été augmentées pendant le semestre, contrebalancées par des réductions dans les secteurs des matériaux, des services financiers et des soins de santé. D'un point de vue géographique, les placements au Royaume-Uni et à l'Amérique latine ont été élargis, tandis que la pondération des marchés asiatiques émergents a été réduite.

À l'approche du dernier trimestre de 2018, des enquêtes montrent que la croissance mondiale devrait ralentir légèrement pendant le reste de l'année. Contrairement à nos attentes de stabilisation à court terme de l'été, nous continuons de voir des signes de ralentissement du rythme de croissance. Plus particulièrement, les enquêtes menées auprès des directeurs d'achats continuent de signaler une décélération de la croissance de la production industrielle. Étant donné les changements importants et assez brusques dans la politique commerciale des États-Unis, nous prévoyons maintenant un ralentissement de l'activité économique à court terme, dans un contexte où les entreprises s'adaptent aux nouvelles règles et intègrent leur impact sur les chaînes d'approvisionnement.

En même temps, nous prévoyons que l'écart grandissant entre les États-Unis et les autres économies commencera à se normaliser. Plus particulièrement, au deuxième trimestre de 2018, l'économie américaine a progressé à un taux annuel de 4,2 %, taux de croissance qui pourrait

bien marquer le sommet du cycle. Reflétant ce taux de croissance élevé généralisé à l'ensemble de l'économie, la croissance des bénéfices des entreprises s'est accélérée pour s'établir à 22 % en cumul annuel, un sommet de dix ans (si l'on fait abstraction du bond qui a suivi la Grande Crise financière). À moins d'un regain de volonté politique, on voit mal les entreprises américaines maintenir ce taux de croissance des bénéfices. L'entrée en vigueur du tarif de 10 % sur une vaste gamme de biens de consommation à la fin septembre devrait entraîner une hausse des prix des produits visés vers la fin de cette année, agissant comme un vent contraire à la croissance de la consommation ou un coup à la rentabilité des entreprises. Si le reste du monde continue de croître au rythme actuel, alors que l'économie américaine ralentit légèrement, l'écart de croissance et, par extension, le rendement supérieur considérable des marchés américains par rapport au reste du monde, pourraient diminuer à partir de maintenant.

Les marchés émergents (MÉ) ont été durement touchés au troisième trimestre 2018. Ce rendement est en grande partie propre au secteur et auto-infligé : la décision du gouvernement sud-africain de rouvrir la possibilité de reprises de fermes, par exemple, l'élection présidentielle prochaine au Brésil, où les deux principaux candidats sont l'un de l'extrême-droite et l'autre de l'extrême-gauche, les politiques économiques de plus en plus imprudentes en Turquie et la fragilité exposée du système financier de l'Inde ont également nui au rendement des MÉ. En même temps, l'augmentation des rendements américains et l'élargissement des déficits budgétaires sur les MÉ ont réduit la liquidité du dollar américain. Plus récemment, la hausse des prix du pétrole dans la foulée des nouvelles sanctions économiques imposées par les États-Unis à l'Iran a contribué à un contexte macroéconomique plus difficile pour les MÉ, qui demeurent en grande partie de grands importateurs d'énergie.

Du point de vue de la stratégie de portefeuille, le positionnement dans le fonds reflète nos prévisions plus prudentes, avec une pondération réduite des MÉ en faveur d'une participation accrue aux marchés développés. Sur les MÉ, nous maintenons la surpondération en Inde, au Mexique et en Afrique du Sud. En Chine, nous continuons de mettre l'accent sur les entreprises de consommation et de technologies axées sur la clientèle nationale, que nous jugeons bien placées pour profiter de la transition en cours de l'économie vers un modèle de croissance reposant sur la consommation et les services.

COMMENTAIRE – REVENU FIXE



La trajectoire ascendante des taux d'intérêt s'est poursuivie au troisième trimestre, même si les tensions entourant les négociations de l'ALENA ont freiné la hausse. Entre-temps, la Réserve fédérale des États-Unis exprime très ouvertement son désir de relever les taux pour les faire revenir à des niveaux « normaux » et agit résolument dans ce sens. Cette approche politique est tout à fait sensée, étant donné que l'économie américaine est en plein essor sous l'impulsion des baisses d'impôt, des dépenses gouvernementales et de la faiblesse persistante des taux d'intérêt par rapport à l'inflation.

Le gouvernement canadien a semblé extrêmement soulagé de l'entente de principe conclue en ce qui a trait au nouvel ALENA, maintenant appelé « AEUMC ». L'entente a été conclue tout juste à la date limite imposée par les États-Unis. Plus de certitude sur les conditions du commerce avec les États-Unis aidera la Banque du Canada à relever elle aussi les taux d'intérêt.

Commentaire sur le Fonds d'obligations canadien GBC

Le **Fonds d'obligations canadien GBC** a dégagé un rendement négatif au cours du trimestre, mais a tout de même déclassé son indice de référence, l'indice obligataire universel FTSE TMX Canada. Le rendement supérieur du fonds est attribuable aux facteurs suivants. D'abord, la durée plus courte du fonds que celle de l'indice de référence a contribué au rendement puisque le rendement de l'indice de référence a augmenté de 20-25 points de base. Ensuite, les billets à taux variable ont généré un rendement supérieur aux émissions à taux fixe à court terme. Parmi les principaux contributeurs, mentionnons les titres à taux variable détenus dans le fonds, dont la Banque TD, BMO, la RBC, GE Capital et Lloyds Bank PLC.

À la fin du trimestre, le rendement à l'échéance du portefeuille était de 3,1 %. Comme 25 % du fonds était investi dans des billets à taux variable, le **Fonds d'obligations canadien GBC** reste en bonne position pour tirer parti de nouvelles hausses des taux pendant le dernier trimestre de 2018. Canso Investment Counsel estime encore que cette position est prudente, car les investisseurs ne sont pas adéquatement rémunérés pour le risque de durée auquel les exposent les taux de rendement des obligations canadiennes à long terme à 2,5 %.

DANS LA COMMUNAUTÉ

Maggie Pagonis, directrice des finances, a coprésidé le Gala Ilios annuel de la Hellenic Ladies Benevolent Society, qui s'est tenu dans la salle de bal de l'hôtel Windsor à Montréal le 1er juin 2018. L'événement, qui sert à financer le programme de camp d'été et le programme d'aide aux études, a permis de recueillir 80 000 \$, assurant une année remplie de succès pour de nombreux enfants dans le besoin de la communauté hellénique de Montréal.



Membres du comité du Gala Ilios de la *Société d'entraide des femmes Grecque*

Nicolas Chevalier, associé et gestionnaire de portefeuille, a présidé le comité organisateur du 27^e Tournoi de golf annuel de la Fondation Jeunes en Tête. Le tournoi a eu lieu le 11 juin 2018 au Club de golf Elmridge et a permis de recueillir 762 000 \$. La fondation a pour mission d'aider à prévenir la détresse psychologique chez les jeunes de 11 à 18 ans au Québec.



Membres du comité du tournoi de golf *Fondation Jeunes en Tête*

Dans le cadre des célébrations entourant son 50e anniversaire, **Pembroke** est le commanditaire principal de l'exposition consacrée à l'inventeur radical Alexander Calder au Musée des beaux-arts de Montréal. L'exposition est présentée jusqu'au 24 février 2019.

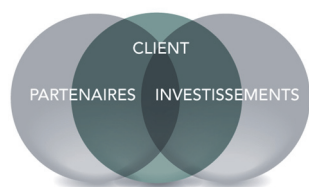
Des étudiants de Lambton College (Sarnia, Ontario) se sont rendus à San José pour participer à la Coupe du monde Enactus, où ils ont rivalisé avec



L'équipe gagnante de Lambton College

succès avec les équipes championnes nationales de 34 autres pays, pour sortir grand vainqueur. Leur projet « Une semence » a eu une influence considérable dans les régions rurales de Zambie. Le programme expérimental Enactus permet aux étudiants du Canada et partout dans le monde d'appliquer les principes entrepreneuriaux pour bâtir un monde meilleur et plus durable. **Ian Aitken** est le fondateur et président du conseil d'Enactus Canada, une organisation que Pembroke est fière d'appuyer.

LA FIRME



Alignement des intérêts

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

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

CONTACT - GESTION PRIVÉE PEMBROKE

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

MISE EN GARDE

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

Le 29 octobre 2018