

Tour d'horizon du marché

Au quatrième trimestre 2018, le **Fonds mondial de dividendes Mackenzie** (série F) a dégagé un rendement de -7,4 % et affiche maintenant un rendement annualisé de 10,4 % depuis le changement de gestionnaire de portefeuille. En comparaison, l'indice MSCI Monde rendement net (\$ CA) a produit -8,5 % au quatrième trimestre et 9,9 % annualisé depuis le changement de gestionnaire de portefeuille. La sélection d'actions dans les services de communication a contribué positivement au rendement relatif au cours du quatrième trimestre. La sélection de titres dans le secteur des produits industriels a nuï au rendement au cours du trimestre.

Le **Fonds américain de dividendes Mackenzie** a produit -13,8 % au quatrième trimestre de 2018 et affiche maintenant un rendement annualisé de 9,8 % depuis son lancement. En comparaison, l'indice S&P 500 de rendement total au quatrième trimestre a produit -8,6 % et 13,6 % annualisé depuis la création du fonds. La sélection d'actions dans les secteurs de la consommation courante et des produits industriels a nuï à la performance trimestrielle.

Au quatrième trimestre, les actions mondiales ont connu leurs pires résultats trimestriels en plus de sept ans après que le resserrement de la politique monétaire américaine, les tensions entre la Chine et les États-Unis et l'incertitude politique en Europe ont semé des doutes à propos des perspectives économiques mondiales. Pendant le trimestre, 10 des 11 secteurs de l'indice MSCI ont reculé (en devises locales), avec en tête l'énergie et les technologies de l'information. Seul le secteur des services publics a affiché des gains. Les sociétés mondiales liées aux cycles d'investissement ont été durement punies à la fin de l'année, car les usines et les sociétés ont soudainement commencé à perdre ou à retarder des commandes en raison des préoccupations relatives à une véritable guerre commerciale qui ont commencé à avoir des répercussions sur les décisions de gestion. Le mois actuel a été le meilleur janvier depuis des décennies, ce qui souligne à quel point il est difficile de prendre des décisions de répartition de l'actif élargies dans un tel contexte. Le Fonds a repris presque toutes les pertes encourues en 2018.

Les actions américaines ont reculé au quatrième trimestre, car l'incertitude politique s'est intensifiée et la Réserve fédérale a déçu ceux qui espéraient que la banque centrale mettrait fin à ses augmentations de taux lorsqu'elle a annoncé en décembre une augmentation du taux d'intérêt de 25 points de base, pour le porter à 2,25 %. Il s'agit de la neuvième augmentation depuis la crise financière mondiale et les investisseurs ont été déçus que la Fed ait seulement réduit ses prévisions d'augmentations de taux en 2019 de trois à deux (tout comme Trump, qui a laissé entendre qu'il étudierait la possibilité de licencier Powell). Depuis ce temps, Jerome Powell a quelque peu adouci le ton en suggérant que la Fed adoptera une approche plus pragmatique pour ce qui est de la voie empruntée par les taux d'intérêt en concédant que les risques mondiaux ont augmenté. Cela dit, les États-Unis ont terminé l'année 2018 avec le taux de chômage le plus faible des 49 dernières années à 3,7 % et une inflation largement contenue à même les baromètres clés de 2 %.

Les préoccupations à propos de l'administration Trump ont augmenté après la démission du secrétaire à la Défense James Mattis en décembre en réaction à la décision du président de retirer les troupes de la Syrie. Les préoccupations ont encore augmenté lorsqu'une impasse avec le Congrès à propos de payer pour un mur le long de la frontière avec le Mexique a entraîné un arrêt partiel des activités du gouvernement, ce qui a privé 800 000 employés fédéraux de leur chèque de paie et arrêté une vaste gamme de services, de la collecte des déchets dans les parcs nationaux à la sécurité dans les aéroports en passant par les lancements de produits pour les brasseurs artisanaux.

Les actions européennes ont reculé en raison de préoccupations politiques croissantes en France, en Allemagne, en Italie et au Royaume-Uni ainsi que des risques de récession accrus dans la zone euro après la contraction de l'économie allemande au troisième trimestre. Même si les préoccupations ont augmenté parce que la zone euro a à peine réussi à connaître une expansion au troisième trimestre, la Banque centrale européenne a affirmé qu'elle mettrait fin à ses achats d'actifs nets d'ici la fin de l'année. En France, Emmanuel Macron a encaissé un dur coup lorsqu'il a cédé aux demandes généralisées des gilets jaunes. La politique allemande a aussi été ébranlée lorsque le parti politique dirigé par la chancelière Angela Merkel a obtenu de piètres résultats lors de deux élections régionales en octobre, la forçant à annoncer son intention de quitter la direction de l'Union chrétienne-démocrate d'Allemagne à la fin de l'année. Il reste à voir pendant combien de temps elle sera en mesure de diriger la plus grande économie de l'Europe sans diriger un parti politique national. Finalement, au Royaume-Uni, le gouvernement de Theresa May a repoussé le vote parlementaire sur le Brexit

du 11 décembre au milieu de janvier. Pendant la dernière semaine de janvier, madame May a rejeté une proposition de retarder le Brexit si le Royaume-Uni ne réussit pas à formaliser de nouvelles ententes commerciales avec l'Union européenne. Ainsi, le Brexit se déroulera comme prévu, même si le plan n'est toujours pas clair. Le président de la Commission européenne a récemment mis en garde que la tentative du Royaume-Uni de rouvrir son entente de divorce avec l'UE a augmenté les chances d'un Brexit tumultueux et que les dirigeants de l'UE devraient s'attendre au pire avec moins de deux mois avant le départ prévu du Royaume-Uni de l'union. En comparaison, l'arrêt partiel des activités du gouvernement américain n'est rien.

Les actions japonaises ont éprouvé des difficultés après l'annonce par la Banque du Japon d'une réduction des prévisions d'inflation pour 2020 à 1,5 %, ce qui est inférieur à sa cible de 2 %. À la fin de janvier, les investisseurs qui achètent l'équivalent de 1 000 \$ en obligations japonaises à dix ans doivent PAYER environ 10 cents par année pour détenir un tel titre. À titre de comparaison, les détenteurs d'obligations canadiennes obtiennent environ 20 \$ par année en intérêts pour détenir le même instrument gouvernemental à 10 ans. Les actions chinoises ont reculé en raison du différend commercial avec les États-Unis et de mesures répressives contre le système de prêts parallèle qui ont intensifié les doutes à propos de la vigueur de l'économie. Les perspectives mondiales moroses ont fait chuter les marchés émergents.

Malgré le chaos dans le marché, il est intéressant de noter que, si l'on utilise le marché américain en tant qu'indicateur, le marché haussier qui a débuté en mars 2009 a subi 23 corrections de 5 % ou plus, mais il a toujours réussi à remonter. Malgré le changement du taux de croissance qui est entré en territoire négatif, la croissance reste positive dans l'ensemble. Les données économiques réelles sont solides, le taux de chômage est faible, l'inflation est maîtrisée et les évaluations se sont repliées de 15 à 20 % depuis leurs sommets en raison de l'incertitude. En fin de compte, toutes choses étant égales par ailleurs, des évaluations plus faibles dans un contexte économique assez favorable sont une bonne chose.

Nous aimerions prendre quelques instants pour vous offrir nos réflexions à propos du cinquième anniversaire à la fin de janvier de notre prise en main de la gestion du fonds. Malgré une année 2018 difficile, nous sommes fiers d'avoir été en mesure d'ajouter de la valeur en plus de nos indices de référence et d'avoir fait croître le capital à un rythme de plus de dix pour cent au cours des cinq dernières années. Fait intéressant, nous avons été en mesure de le faire dans un environnement peu propice à l'investissement en dividendes. À la fin de 2015, la Réserve fédérale a augmenté ses taux pour la première fois depuis la crise financière mondiale. Nous avons été en mesure de manœuvrer le fonds pour résister aux difficultés causées par un environnement de taux d'intérêt en hausse en mettant l'accent sur des sociétés qui offrent un rendement de dividendes sain, mais ne sont pas nécessairement sensibles à la direction des taux d'intérêt. Même si nous avons toujours une exposition supérieure à la moyenne dans certains secteurs qui ont par le passé offert des rendements élevés et qui affichent en général une corrélation négative avec la hausse des taux d'intérêt (à savoir les produits ménagers, les sociétés de produits alimentaires et de boissons), depuis le début de 2016 et par la suite, nous avons orienté la majorité de notre portefeuille vers ces secteurs qui ne dépendent pas nécessairement de la direction des taux d'intérêt malgré leurs rendements de dividendes solides (à savoir les bourses, les fabricants de semiconducteurs, les sociétés aérospatiales). Malgré l'annonce très récente par le président de la Fed d'un cheminement plus mesuré pour ce qui est des hausses de taux d'intérêt étant donné les incertitudes partout dans le monde, nous croyons qu'il est possible que la Fed continue à augmenter les taux, à réduire les bilans, le resserrement quantitatif, etc., comme la plupart des banques centrales. À un certain point, qu'il s'agisse de la résolution de la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis, de la conclusion du Brexit ou d'un retour d'un semblant de stabilité à la Maison-Blanche, les banquiers centraux pourraient retrouver la confiance nécessaire pour continuer sur la voie qu'ils avaient empruntée. Et si cela n'est pas le cas et que nous avons observé un sommet à court terme des taux mondiaux, nous croyons toujours que détenir un ensemble diversifié de sociétés de grande qualité qui versent des dividendes constitue un bon moyen de faire croître le capital à long terme.

Qu'est-ce qui a apporté une contribution positive au rendement?

Starbucks a le plus contribué aux rendements pendant le trimestre, parce que le titre a grimpé après l'annonce d'une croissance des ventes plus rapide que prévu de 4 % dans les Amériques et de 3 % dans le monde qui a dépassé les attentes au troisième trimestre. La chaîne de cafés a aussi annoncé qu'elle réduirait les effectifs de son siège social de Seattle d'environ 5 % afin de réduire les coûts. **CME Group** et **B3SA** ont apporté les meilleures contributions pendant le trimestre. Une des plus grandes bourses au monde, CME détient un monopole effectif pour la plupart des contrats à terme, des devises, des actions et des obligations du Trésor des États-Unis, ce qui lui fournit un important pouvoir de fixation des prix. B3 occupe une position semblable pour les produits dérivés et les actions du Brésil, et est aussi un centre d'échanges dominant pour les titres à revenu fixe. Les deux sociétés possèdent des ensembles de données exclusives qu'elles peuvent monnayer en raison de leurs positions solides. De plus, la volatilité des marchés est positive, non seulement pour CME et B3, mais pour tous nos titres boursiers, car les volumes ont tendance à augmenter en résultat.

Qu'est-ce qui a nui au rendement?

Apple a chuté après que des évaluations à la baisse des bénéfices par des fournisseurs clés ont soulevé des préoccupations relatives à la vigueur de la demande pour les plus récents appareils d'Apple, combinées à la décision à un moment étrange d'arrêter de fournir aux analystes des données sur le volume d'iPhone, apparemment pour éloigner le discours des produits et faire en sorte que les investisseurs se concentrent plutôt sur l'écosystème global (iTunes, App Store, Apple Music, Apple Pay, dispositifs portables, etc.). Nous détenons des actions Apple depuis beaucoup d'années et avons vécu la « fin d'Apple » à de nombreuses reprises. Selon notre expérience, lorsque le marché escompte une société avec un rendement des flux de trésorerie libres de plus de dix pour cent, insinuant qu'avec 1,4 milliard d'unités installées et des flux de trésorerie libres de 60 milliards, elle cessera d'exister en moins d'une décennie, cela présente habituellement une occasion d'achat.

Allergan a fortement reculé pendant le trimestre en raison du rappel de l'un de ses produits d'implants mammaires en Europe. Il semble y avoir un désaccord avec l'organisme de réglementation à propos de l'information requise pour renouveler l'approbation réglementaire, et le produit, qui représente moins de 1 % des ventes de la société, a dû être retiré. Toutefois, le tout a soulevé des craintes d'importants problèmes de responsabilité à l'égard du produit. Il n'y a aucune preuve de dangers associés aux implants mammaires d'Allergan, car les risques associés à ces produits sont bien connus et divulgués, et sont jugés acceptables par rapport aux avantages. De plus, le rappel est seulement en Europe où la responsabilité de produits constitue un risque nettement plus faible qu'aux États-Unis. Quoi qu'il en soit, même si nous sommes frustrés par la performance décevante des actions, non seulement pendant le trimestre actuel, mais aussi depuis que nous avons ajouté une position il y a deux ans, la thèse sous-jacente de détention d'Allergan n'a pas changé. Ses activités de base en médecine esthétique qui comprennent Botox et Juvederm continuent d'enregistrer une croissance supérieure à dix pour cent et représentent plus de 50 % des bénéfices de la société, et probablement la majorité de la valeur de la société. La société continue d'être un des principaux titres en portefeuille, car ses titres se négocient, au cours actuel et en fonction de notre coût, nettement en deçà de notre calcul de la valeur intrinsèque.

Au quatrième trimestre, tous nos titres du tabac ont nui au rendement, avec en tête **British American Tobacco (BAT)**, qui a reculé de plus de 30 % pendant le trimestre. L'action a reculé en raison de facteurs liés au secteur, mais aussi particuliers à la société. Le secteur du tabac en Europe a enregistré une baisse de 40 % pour l'année, la pire de tous les secteurs, car les investisseurs ont été confrontés à de nouveaux défis réglementaires et à une intensification des menaces de perturbations. Les investisseurs dans le secteur du tabac ne veulent pas penser aux perturbations; ils ont choisi le secteur pour la stabilité, une génération de trésorerie élevée, ancrée par des parts de marché rigides, et une capacité de fixation des prix pour financer des dividendes généreux. Le 25 juillet 2017, BAT a acheté les 58 % de Reynolds American Tobacco qu'elle ne détenait pas déjà, à une valeur d'entreprise totale de 65,7 milliards de dollars. Avec l'acquisition de Reynolds, propriétaire de marques comme Newport, Camel et Pall Mall, BAT a immédiatement obtenu une position solide dans le deuxième plus grand bassin de bénéfices au monde (après la Chine). L'acquisition a aussi misé sur le menthol, car le groupe combiné obtiendrait environ 25 % de ses bénéfices de la vente de menthol aux États-Unis. En novembre 2018, Scott Gottlieb, le nouveau dirigeant de la Food and Drug Administration (FDA) a annoncé qu'il tenterait d'obtenir une interdiction complète des cigarettes au menthol afin de lutter contre l'utilisation du tabac chez les adolescents. Qu'elle que soit la possibilité que cette interdiction soit adoptée, le risque est passé de potentiel à réel, et la probabilité de négligeable à possible. Le risque accru d'un dénouement catastrophique a entraîné les actions de BAT en baisse. Dans l'éventualité peu probable que l'interdiction soit adoptée, elle n'entrerait en vigueur qu'en 2023, ou même plus tard en raison des recours en justice de la société. Malgré cela, une partie importante des 65 milliards de dollars que BAT a dépensés pour faire l'acquisition de Reynolds aura été de l'argent gaspillé, tandis que la dette encourue devra toujours être remboursée.

De façon plus générale, l'industrie du tabac doit affronter des risques de perturbation causés par les cigarettes électroniques et une nouvelle génération de produits. L'équipe des actions et du revenu mondiaux connaissent ces risques en raison de notre participation dans Philip Morris International (PM) et Altria, et précédemment dans Japan Tobacco (JT). Philip Morris a d'abord lancé au Japon son produit iQOS qui chauffe le tabac sans le faire brûler. iQOS a rapidement gagné une part de marché de 15 % en moins de deux ans, ce qui est extraordinaire étant donné que les changements aux parts de marché du tabac dans des marchés parvenus à maturité sont habituellement mesurés en points de base par année. Observant cette adoption précoce dans les villes japonaises, nous avons vendu notre position dans Japan Tobacco. Nous savions que l'hypothèse de rigidité des parts du marché du tabac a été réfutée. Au même moment, JUUL Labs a gagné 75 % du marché américain des cigarettes électroniques en trois ans, ce qui a démontré que les questions posées à propos de la rigidité des parts de marché ne devraient pas être limitées au contexte des consommateurs japonais. De tels changements dans les parts de marché se sont produits pour la dernière fois lors du lancement des cigarettes légères dans les

années 1980 (suivant la même tendance que les boissons diètes), et avec le succès de la campagne à long terme de l'homme Marlboro dans les années 1960. Il est possible de faire valoir que les sociétés de tabac ont perdu leurs capacités de valorisation de la marque lorsque les restrictions sur le marketing sont devenues extrêmement strictes. L'innovation de produits a fait en sorte que les prix sont déterminés par l'offre de produits plutôt que par l'identification des besoins des consommateurs.

Les réponses à l'hyper croissance de JUUL ont accru l'incertitude. La FDA est devenue plus dynamique, d'abord en limitant le nombre de saveurs de cigarettes électroniques. Ensuite, elle a indiqué qu'elle chercherait à réglementer les niveaux de nicotine dans les cigarettes électroniques à des niveaux qui n'engendrent pas de dépendance. La réaction des sociétés de tabac a aussi été remarquable. Tous les joueurs importants n'ont initialement pas pris au sérieux JUUL, en trouvant une excuse après l'autre, mais en fin de compte, Altria a investi 12,8 milliards \$ pour un intérêt de 35 % dans JUUL. L'évaluation de JUUL Labs a atteint 38 milliards de dollars. Pour mettre les choses en contexte, Altria vaut 92 milliards de dollars, alors son évaluation de JUUL est de 41 % d'elle-même. Altria devrait avoir un BAIIA de près de 11 milliards de dollars cette année, une donnée qui équivaut à 7 fois les ventes de 1,5 milliard de dollars de JUUL en 2018. Que JUUL constitue une réussite commerciale à long terme ou non, il est possible que cet investissement s'avère une proposition extrêmement généreuse et une mauvaise répartition du capital. Après cela, Altria a acheté une participation dans Cronos, une société de cannabis canadienne et a payé 1,8 milliard de dollars pour une participation de 45 %. Lorsqu'un joueur conclut une entente de ce type, particulièrement des ententes d'expansion de la catégorie, les autres sont portées à suivre en mouton, ce qui constitue aussi une préoccupation.

Nous investissons dans le tabac depuis 20 ans et ce n'est pas la première fois que le secteur connaît une menace perçue, qu'il s'agisse de recours collectifs, d'imposition excessive, de gains de parts de marché pour la contrebande et, bien sûr, de différentes mesures réglementaires visant à réduire ses activités. Même si nous considérons que la menace provenant des cigarettes électroniques est réelle, nous croyons que le secteur n'a pas dit son dernier mot. Il est aussi important de noter que le marché américain est assez unique parce que la teneur en nicotine permise est plus de deux fois supérieure à celle permise dans les autres marchés... pour l'instant. Les organismes de réglementation aux États-Unis pourraient modifier le contenu des cigarettes électroniques au moindre risque que la nouvelle génération (soit les jeunes) de « vapoteurs » fasse la transition vers la cigarette, ce qui va à l'encontre de l'objectif même de la nouvelle génération de produits. Quoi qu'il en soit, les sociétés que nous détenons actuellement se négocient à des niveaux qui supposent que la rentabilité du secteur du tabac disparaîtra complètement au cours de la prochaine décennie. Nous ne sommes pas d'accord. Même en tenant compte des préoccupations mentionnées ci-dessus, les sociétés constituent toujours un oligopole pour un produit qui crée une dépendance, ne coûte presque rien à produire, se vend à prix élevés et génère des flux de trésorerie et des dividendes formidables. Cependant, nous sommes conscients des risques. Ainsi, le pourcentage du secteur dans le fonds est nettement plus petit qu'il ne l'a été depuis plusieurs années. Nous faisons preuve d'une grande vigilance pour ces positions.

Quels changements avez-vous apportés au Fonds mondial de dividendes Mackenzie?

Nous avons terminé de liquider nos positions dans **Atlantia S. p. A.**, **Cielo** et **Johnson Controls** pour faire place à ce que nous estimons être de meilleurs investissements

Pendant le trimestre, le fonds a établi une position dans **AIA Group Ltd.**, le plus important groupe d'assurance vie panasiatique indépendant coté en bourse au monde. AIA satisfait les besoins d'économies et de protection des personnes en offrant une gamme de produits et de services, dont la planification de retraite, l'assurance vie, ainsi que l'assurance accidents et maladie. La société était auparavant détenue par AIG et pendant la crise financière, elle a été distraite par les difficultés éprouvées par AIG. En tant maintenant que société indépendante cotée en bourse, AIA a démontré sa capacité d'améliorer ses marges et son profil de rendements. Elle possède des filiales ou des succursales d'exploitation en propriété exclusive dans 14 marchés en Asie-Pacifique et une coentreprise en Inde. Le marché de l'assurance vie en Chine en particulier est en pleine expansion. Avec l'augmentation des revenus et la croissance de la classe moyenne dans ce pays, les gens cherchent des façons de protéger le patrimoine de leur famille. Au cours des dix dernières années, les dépenses par habitant en assurance vie ont été multipliées par cinq, de 44 \$ US par année à 225 \$ US. Même si cette croissance est impressionnante, la Chine a beaucoup de chemin à faire avant de rattraper le monde développé, où la prime moyenne par personne est de 1 900 \$ par année. Selon les estimations, l'écart à rattraper en assurance vie en Asie est d'environ 30 à 35 billions de dollars et ce montant double lorsqu'on tient compte de l'assurance maladie, de l'assurance accidents, etc. AIA possède la capacité de vendre ses produits à une vaste clientèle avec des besoins non satisfaits et de lui fournir un filet de sécurité sociale. AIA a connu du succès en Chine, malgré une réglementation qui limite ses activités à seulement trois villes et deux provinces. Malgré ce marché limité, la valeur de ses nouvelles affaires est passée de 68 millions de dollars en 2010 à plus de 825 millions de dollars en 2017. Sa croissance future

pourrait être encore plus robuste : en novembre, la China a annoncé qu'elle permettra aux assureurs étrangers d'être en exploitation partout au pays dans un délai de cinq ans, dans le cadre de la libéralisation et de la déréglementation. En préparation à cette expansion nationale, AIA a conclu des ententes de distribution avec de grandes banques et d'autres sociétés. Elle a récemment annoncé une entente pour vendre de l'assurance vie sur WeDoctor, une plateforme de soins de santé appuyée par Tencent avec plus de 110 millions d'utilisateurs inscrits. La volatilité au trimestre dernier nous a offert une occasion d'établir une position dans une société de l'équipe de rêve que nous observons depuis longtemps, à 15 fois les bénéfices avec un rendement du dividende de 2 %.

Constellation Brands est le troisième plus important brasseur aux États-Unis. La société domine la catégorie mexicaine avec une part de marché de près de 80 % avec des marques comme Corona, Modelo et Pacifico. La catégorie a connu une croissance de près de dix pour cent, tandis que le reste de la catégorie de la bière aux États-Unis est restée stable. Constellation a fortement bénéficié de cette tendance parce qu'elle a fait l'acquisition de 50 % de sa coentreprise avec Budweiser lorsque la société a été achetée par InBev il y a plus de dix ans. Le tout a fourni à Constellation la totalité de la marque de renom Corona et une plateforme pour lancer Modelo et Pacifico. Cette transaction a été aussi heureuse qu'astucieuse en raison de circonstances uniques à l'époque qui ne devraient pas se répéter. La deuxième partie de ce véritable succès est Modelo qui a connu une croissance de plus de 20 pour cent par année pendant cinq ans, avec des possibilités de croissance continue de plus de dix pour cent au cours des quelques prochaines années. La marque représente maintenant plus de 40 % des ventes de bière de Constellation. De plus, la société occupe une part de moins de 12 % du marché de la bière aux États-Unis, soit « seulement » 260 millions de caisses sur un marché de trois milliards de caisses. Les activités brassicoles de Constellation croissent à un rythme de plus de 10 %, tout en générant des marges de 40 %; il s'agit donc de certaines des activités brassicoles les plus rentables au monde. La société vient de terminer une expansion qui a pris cinq ans, et Constellation peut maintenant produire à l'interne toute la bière qu'elle vend malgré une croissance du volume. Les dépenses d'immobilisation devraient donc nettement reculer et la trésorerie libre exploser. Le seul bémol (qui nous a permis d'acheter les titres à un cours raisonnable) est que Constellation compte aussi des activités liées au vin et au spiritueux qui sont plutôt moyennes, et même décevantes. Ces activités représentent plus du tiers des ventes, mais permettent de générer nettement moins de bénéfices. Ce secteur continuera de peser sur les résultats jusqu'à ce qu'il connaisse un revirement ou que le succès continu des activités brassicoles en réduise l'importance pour les investisseurs. Enfin, comme la plupart des Canadiens qui suivent les marchés le savent, la société a conclu une entente pour acheter jusqu'à 51 % de Canopy Growth Corp, la plus importante société de cannabis cotée en bourse. Même si nous n'avons pas encore une opinion bien arrêtée à propos de cette industrie naissante, nous apprécions l'option libre que nous recevons (en plus du profit fictif de 1,3 milliard de dollars que la société a réalisé). Nous estimons que Constellation Brands offre une des meilleures valeurs dans la consommation courante.

Keyence Corporation est le premier fabricant japonais de capteurs et de systèmes de vision utilisés dans l'automatisation industrielle. Les produits de Keyence effectuent essentiellement les tâches visuelles des chaînes de montage en usine comme l'inspection, le dénombrement et la mesure des biens. Même si ces tâches étaient traditionnellement effectuées par des travailleurs en usine, des difficultés mondiales liées à la pénurie de main-d'œuvre et à la hausse des coûts liés à la main-d'œuvre partout dans le monde ont favorisé une adoption rapide de l'automatisation au cours des dernières années, alimentant la demande pour les produits et solutions de Keyence. La société a bénéficié de ces vents favorables et a été en mesure d'obtenir une croissance interne de ses recettes et de son bénéfice d'exploitation de 19 % et de 24 % par année au cours des cinq dernières années. Notamment, pendant cette période, Keyence a réussi à connaître une croissance importante à l'extérieur de son marché national du Japon, et aujourd'hui, plus de la moitié de ses recettes sont générées à l'extérieur du Japon, et sa clientèle comprend certaines des multinationales les mieux établies et les plus connues au monde. La réussite de Keyence repose sur une forte différenciation par rapport à ses concurrents. Keyence est largement considérée comme la société la plus innovatrice de son secteur. Par exemple, 70 % des nouveaux produits développés par Keyence constituent une première mondiale ou une première du secteur, ce qui témoigne des capacités de développement de produits de Keyence. Une autre source de différenciation est que même si la plupart des concurrents de Keyence se fient à de vastes réseaux de distribution pour vendre leurs produits, Keyence emploie une équipe de vente interne qui favorise les relations et vend directement aux utilisateurs finaux à l'aide d'une approche consultative à la vente. Ce modèle aide Keyence non seulement à offrir aux utilisateurs finaux des propositions qui permettent de réaliser des économies, mais aussi de mieux comprendre les besoins précis et les défis sur le terrain des utilisateurs finaux; ces propositions deviennent des données exclusives dont la société peut tirer parti pour développer de nouveaux produits et de nouvelles solutions pour les clients. Le modèle opérationnel différencié de Keyence, ainsi que son utilisation d'un système de production hautement efficace, souple et sans usine, permet à la société de générer une marge opérationnelle et un rendement du capital investi de plus de 50 % et de 150 % respectivement, ce qui fait en sorte que Keyence est l'un des sociétés les plus rentables de notre portefeuille. Il est vrai que les sociétés avec des caractéristiques de qualité exceptionnelles comme Keyence ne sont

pas souvent bon marché, mais heureusement, les ventes sans discernement dans le marché le trimestre dernier nous ont offert une occasion d'ajouter une position dans Keyence à un rendement de flux de trésorerie libres d'environ cinq pour cent, ce que nous estimons être un prix raisonnable pour une société industrielle de classe mondiale avec de longs antécédents de croissance de la rentabilité. Nous avons commencé à vendre **Fanuc**, un fabricant de robots industriels, au printemps et à l'été en raison de préoccupations liées à l'évaluation et avons utilisé le produit de cette vente pour financer l'achat de Keyence. Nous espérons pouvoir considérer la société de nouveau lorsque les prix le justifieront.

Le fonds a ajouté une position dans **Eurofins** à la fin du trimestre. Cette société offre des tests pour les produits destinés à l'alimentation humaine et animale, ainsi que les produits environnementaux et pharmaceutiques. La société est un chef de file indépendant dans les tests et les services de laboratoire pour l'agrosience, la génomique, la pharmacologie de découverte et le soutien aux études cliniques avec plus de 400 laboratoires. La société a été fondée en 1987 avec un seul laboratoire par Gilles Martin, Ph. D., qui n'avait que 24 ans à l'époque. Nous faisons le suivi de l'industrie des tests depuis des années, pendant lesquelles nous avons observé la direction d'Eurofins et admiré la culture et l'entreprise qu'elle a bâties. La société a connu une croissance interne et par acquisitions, pour offrir le rendement le plus élevé de toutes les actions européennes depuis son PAPE en 1997. Étant donné la qualité de l'entreprise et sa forte croissance, l'action s'est toujours négociée à des évaluations très généreuses. L'an dernier, le marché s'est préoccupé de la possibilité d'une croissance trop rapide chez Eurofins. La société a réalisé son plan de croissance externe de cinq ans en 18 mois, et doit maintenant consolider son exploitation. Le marché a puni les actions d'Eurofins en raison de la perspective d'un ralentissement de la croissance pour exécuter une valeur ajoutée interne. Ces activités fondamentales sont moins intéressantes pour les investisseurs que la forte croissance et les ententes. La réaction a été vive et les actions ont reculé de 44 % depuis leur sommet de 559 € à la fin d'octobre 2017, à un plancher de 313 € à la fin de décembre 2018. À notre prix moyen, nous payons moins de 13 fois le ratio valeur d'entreprise/BAIL pour devenir propriétaires d'Eurofins, ce qui se compare à une moyenne de 34 fois le ratio valeur d'entreprise/BAIL, avec un sommet de 47,6 fois! Nous pensons que la capacité bénéficiaire augmentera en raison de la croissance et d'une évaluation favorable des marges à moyen terme. De plus, il existe une valeur intrinsèque dans la fusion et acquisition que la société vient de compléter. L'investissement dans Eurofins a offert toutes les caractéristiques importantes que nous recherchons dans les occasions pour le Fonds mondial de dividendes : une excellente entreprise relativement non cyclique que nous connaissons bien, gérée par d'excellents dirigeants et offerte à une évaluation attrayante. M. Martin, qui a maintenant 56 ans, est impressionnant : modeste, mais dynamique, techniquement doué. Il accorde aussi une grande importance à la responsabilisation et vise l'excellence. Surtout, il fait preuve d'une très grande rigueur pour ce qui est de la répartition de l'actif. La famille Martin détient 36 % de la société, avec Gilles Martin qui détient 25 % et son frère Yves-Loïc Martin, 11 %, qui a longtemps été chef des services technologiques et est maintenant membre du conseil. Nous croyons qu'il s'agit d'un excellent investissement à long terme pour le fonds.

ÉQUIPE DE GESTION DU PORTEFEUILLE :

Darren McKiernan, chef d'équipe, vice-président principal, gestionnaire de portefeuille, Gestion des placements, Placements Mackenzie

Eugene Profis, vice-président, gestionnaire de portefeuille, Gestion des placements, Placements Mackenzie

Ome Saidi, vice-président, gestionnaire de portefeuille, Gestion des placements, Placements Mackenzie

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les taux de rendement indiqués correspondent au rendement annuel composé historique total au 31 décembre 2018 et tiennent compte des variations de la valeur unitaire et du réinvestissement de toutes les distributions, exclusion faite des frais d'acquisition, frais de rachat, frais de distribution, autres frais accessoires ou impôts sur le revenu payables par tout investisseur et qui auraient réduit le rendement.

Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire.

Le rendement de l'indice ne tient pas compte de l'incidence des frais, commissions et charges payables par les investisseurs dans des produits de placement qui cherchent à reproduire un indice.

Ce document renferme des renseignements prospectifs reposant sur des prédictions pour l'avenir au 31 décembre 2018. Corporation Financière Mackenzie ne mettra pas nécessairement à jour ces renseignements en fonction de changements parvenus après cette date. Les énoncés prospectifs ne garantissent en rien les rendements futurs, et les risques et incertitudes peuvent souvent amener les résultats réels à différer de manière importante des renseignements prospectifs ou des attentes. Parmi ces risques, notons, entre autres, des changements ou la

volatilité dans les conditions économiques et politiques, les marchés des valeurs mobilières, les taux d'intérêt et de change, la concurrence, les marchés boursiers, la technologie, la loi ou lorsque des événements catastrophiques surviennent. Ne vous fiez pas indûment aux renseignements prospectifs. Par ailleurs, toute déclaration à l'égard de sociétés ne constitue pas une promotion ou une recommandation d'achat ou de vente d'un titre quelconque.

Le contenu de ce commentaire (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des, produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation.

Le 26 juillet 2013, le Conseils Patrimoine privé Dividendes mondiaux fonds a modifié son mandat d'investissement dans les titres de participation et les titres à revenu fixe de sociétés qui exercent des activités principalement liées à l'infrastructure pour investir principalement dans les titres de participation de sociétés partout dans le monde qui versent ou devraient verser des dividendes. Le rendement antérieur a été obtenu dans le cadre des objectifs précédents.

Les porteurs du Fonds enregistré américain de dividendes Mackenzie ne peuvent le détenir que dans certains régimes enregistrés dont les titulaires doivent être des résidents du Canada ou des États-Unis aux fins de l'impôt, comme expliqué plus en détail dans le prospectus simplifié du fonds.

Le taux de rendement est utilisé uniquement pour illustrer les effets du taux de croissance composé et non pour refléter les valeurs futures du fonds commun de placement ou les rendements d'un placement dans le fonds commun de placement.

Rendement du fonds et de l'indice (%) en date du : 31 décembre 2018	1 an	3 ans	Depuis le changement de gestionnaire*	5 ans	10 ans
Fonds mondial de dividendes Mackenzie, série F	-4,1 %	5,1 %	10,4 %	10,1 %	11,1 %
Indice MSCI Monde RN (\$ CA)	-0,5 %	5,7 %	9,9 %	9,9 %	10,8 %
*La nouvelle stratégie a été pleinement appliquée par le gestionnaire de portefeuille le 1 ^{er} février 2014. Lancement : 12 juillet 2007					
	1 an	3 ans	Depuis le lancement**		
Fonds américain de dividendes Mackenzie F	-10,6 %	5,1 %	9,8 %		
Fonds enregistré américain de dividendes Mackenzie F	-11,1 %	4,8 %	9,5 %		
Indice S&P 500 (\$ CA)	4,2 %	8,6 %	13,6 %		
** Lancement : 24 avril 2014					