



VAN BERKOM ET ASSOCIÉS INC. (« VBA ») SE VOIT ACCORDER UN NOUVEAU MANDAT

VBA a le plaisir d'annoncer qu'un nouveau mandat de gestion de titres américains lui a été confié par un client institutionnel basé aux États-Unis.

RENDEMENTS DE VBA – MARCHÉ AMÉRICAIN

J'ai de nouveau le plaisir de vous annoncer les rendements remarquables de la division de gestion d'actions américaines à faible capitalisation boursière.

Le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain pour les périodes se terminant le 30 juin 2011 se classe :

- dans le 21^e percentile sur dix ans,
- dans le 8^e percentile sur cinq ans,
- dans le 17^e percentile sur quatre ans,
- dans le 16^e percentile sur trois ans et
- dans le 94^e percentile sur un an

Le tableau ci-dessous indique les rendements du Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain pour la période terminée le 30 juin 2011, comparativement à ceux de l'indice des titres à petite capitalisation Russell 2000 et de l'indice S&P 500.

**Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain
Taux de rendement totaux annualisés pour les périodes supérieures à un an
(au 30 juin 2011)
(en dollars US)**

| | 3 mois (%) | Cumul annuel à ce jour (%) | 1 an (%) | 2 ans (%) | 3 ans (%) | 4 ans (%) | 5 ans (%) | 7 ans (%) | 9 ans (%) | 10 ans (%) | Début 30/juin/2000 (%) |
|--|---------------|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|------------------------------|
| Fonds composé de VBA | -2,06 | 7,56 | 29,55 | 29,74 | 13,65 | 6,24 | 10,83 | 10,47 | 10,73 | 10,41 | 12,31 |
| Indice Russell 2000 | -1,61 | 6,21 | 37,41 | 29,20 | 7,77 | 1,20 | 4,08 | 6,28 | 8,06 | 6,27 | 5,74 |
| Indice S&P 500 | 0,10 | 6,02 | 30,69 | 22,29 | 3,34 | -1,05 | 2,94 | 4,22 | 5,32 | 2,72 | 0,98 |
| Valeur ajoutée (portefeuille moins le Russell 2000) | -0,45 | 1,35 | -7,86 | 0,54 | 5,88 | 5,04 | 6,75 | 4,19 | 2,67 | 4,14 | 6,57 |

Note : Van Berkom et Associés Inc., entité inscrite auprès des commissions des valeurs mobilières du Québec, de l'Ontario, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique à titre de gestionnaire de portefeuille et auprès de la Securities and Exchange Commission (États-Unis) à titre de conseiller en placement, a préparé et présenté ce rapport conformément aux normes de présentation des données du Global Investment Performance Standards (« GIPS ») du CFA Institute. Le CFA Institute n'a pas été engagé dans la préparation ni la révision de ce rapport. Au 30 juin 2011, le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain («Fonds composé de caisses de retraite») totalisait 844,5 millions de dollars US en titres à petite capitalisation boursière, soit 93,6 % de l'actif US géré et 53,2 % de l'actif total géré par la firme. Le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain comprend dix-sept importants comptes institutionnels. Une liste complète des fonds composés de la firme, accompagnée d'une description de chacun d'eux, est disponible.



RENDEMENTS COMPARATIFS EN REGARD DE CEUX DE L'UNIVERS DES GESTIONNAIRES DE TITRES AMÉRICAINS À PETITE CAPITALISATION BOURSIÈRE DU *RUSSELL INVESTMENT GROUP*

Vous trouverez ci-joint les rendements comparatifs du Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain en regard de ceux de l'Univers des gestionnaires de titres américains à petite capitalisation boursière du *Russell Investment Group*. Vous trouverez également ci-joint un diagramme comparant le rendement ajusté pour le risque du Fonds composé de caisses de retraite – marché américain à ceux de 162 portefeuilles de placement évalués par *BNY Mellon Asset Servicing*.

COMPTE-RENDU ET PERSPECTIVES DES ACTIONS AMÉRICAINES À PETITE CAPITALISATION BOURSIÈRE

Veillez trouver ci-joint le compte-rendu de notre performance et les perspectives des actions américaines à petite capitalisation boursière du deuxième trimestre 2011.

Si vous désirez de plus amples renseignements sur VBA et la division de gestion d'actions américaines à petite capitalisation boursière, n'hésitez pas à communiquer avec moi en tout temps au (514) 985-5759, poste 223, ou avec Mathieu Sirois, au poste 237 ou par courrier électronique à contact@vbassociates.com. Nous vous invitons également à consulter notre site web à l'adresse suivante : www.vbassociates.com.

Veillez agréer l'expression de mes sentiments les meilleurs.

Le président et chef de la direction,

J. Sebastian van Berkom

JSvB/dr

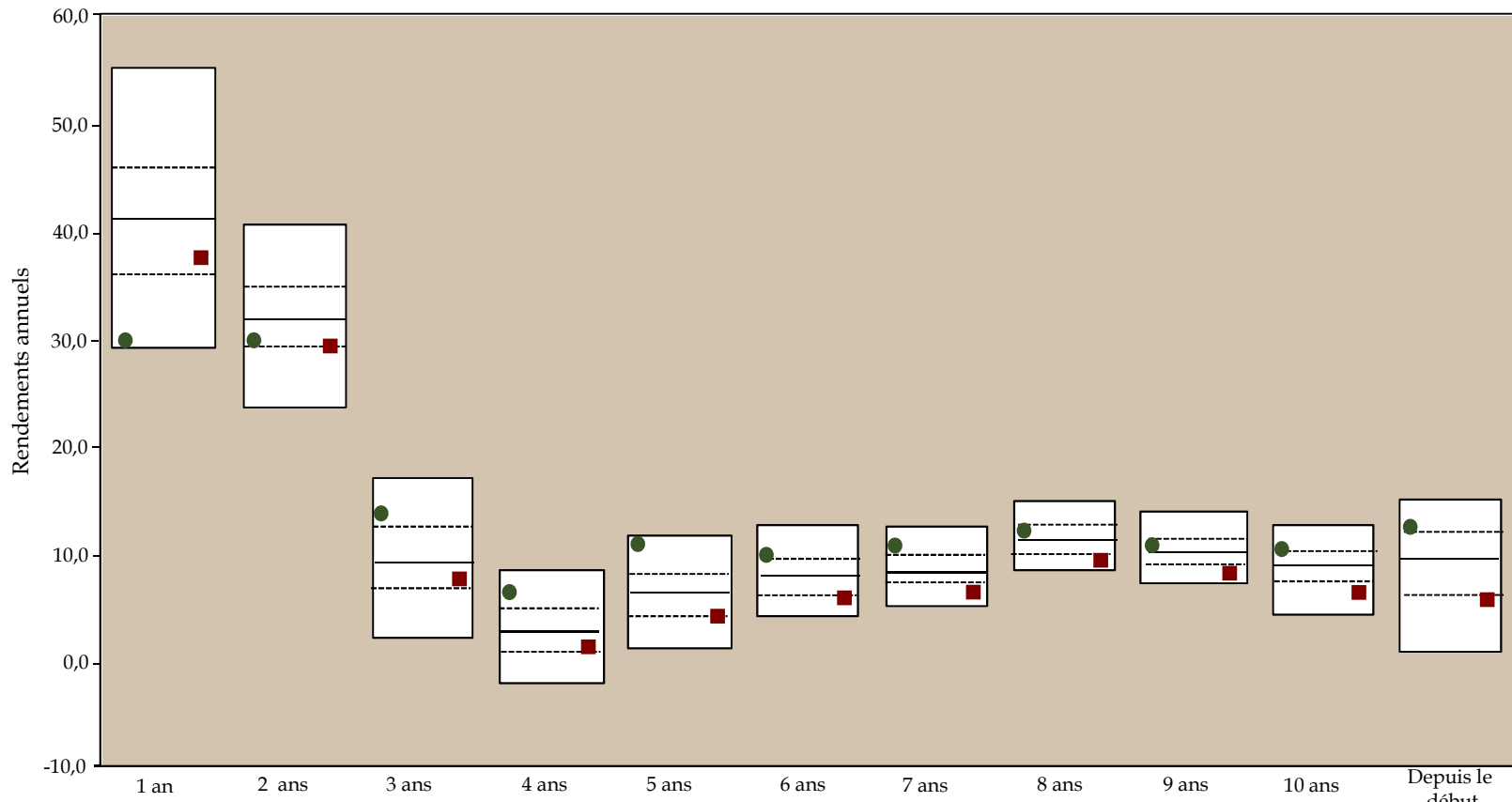
p.j.

PERFORMANCE DU FONDS COMPOSÉ DE VBA – MARCHÉ AMÉRICAIN PAR RAPPORT À L'UNIVERS RUSSELL INVESTMENT GROUP



Univers d'actions à petite capitalisation

Taux de rendement pour les périodes se terminant le 30 juin 2011



| | 1 an | 2 ans | 3 ans | 4 ans | 5 ans | 6 ans | 7 ans | 8 ans | 9 ans | 10 ans | Depuis le début |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| % Tile | % Tile | % Tile | % Tile | % Tile | % Tile | % Tile | % Tile | % Tile | % Tile | % Tile | % Tile |
| ● Fonds composé de VBA | 94 | 72 | 16 | 17 | 8 | 23 | 19 | 33 | 35 | 21 | 18 |
| ■ Indice Russell | 69 | 76 | 65 | 71 | 77 | 80 | 88 | 86 | 88 | 87 | 79 |
| # of Portfolios | 376 | 366 | 344 | 327 | 299 | 264 | 237 | 217 | 189 | 166 | 143 |

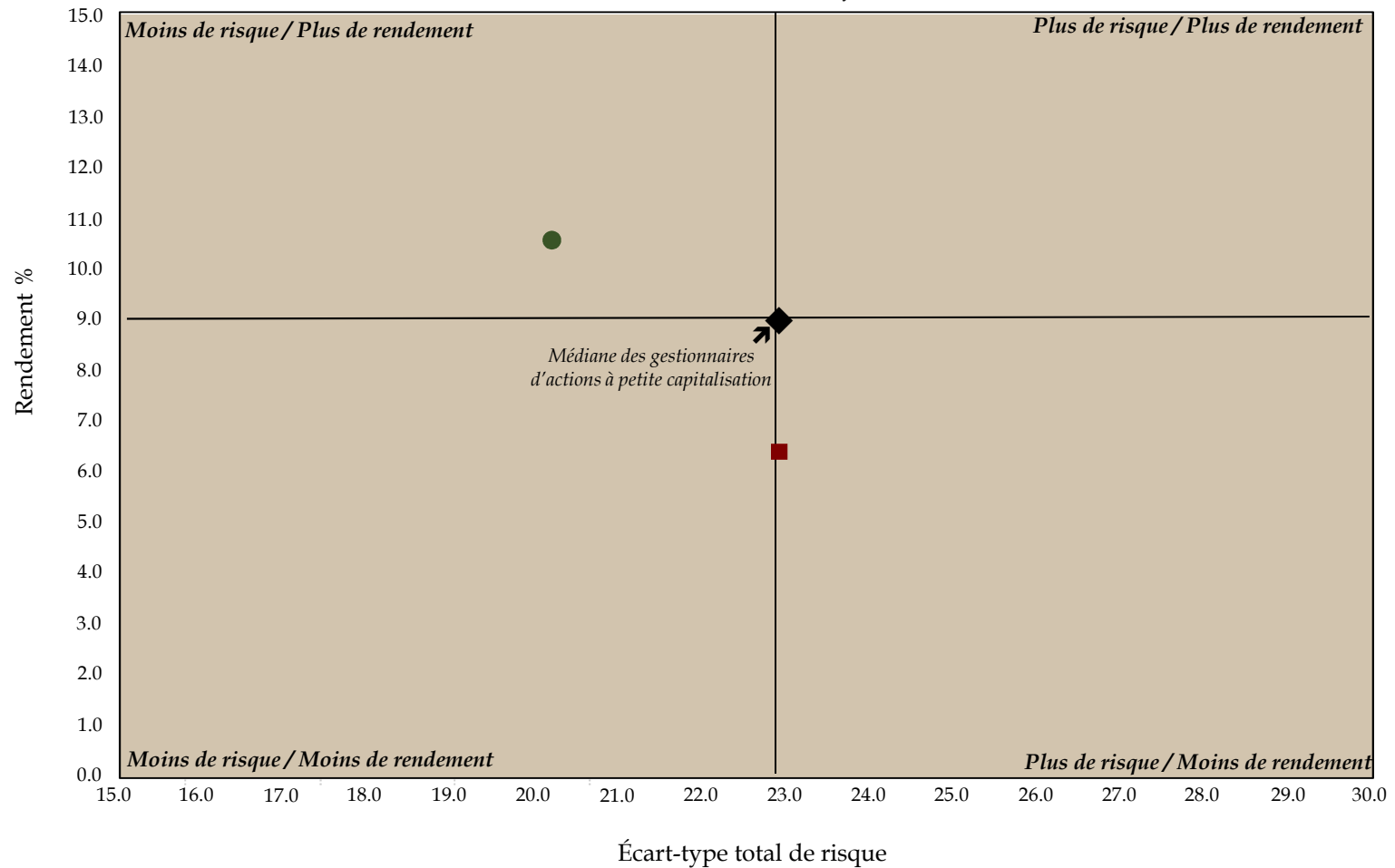
Source de l'univers : Russell Investment Group

RISQUE/RENDEMENT DU FONDS COMPOSÉ DE VBA - MARCHÉ AMÉRICAIN PAR RAPPORT À L'INDICE RUSSELL 2000



Univers d'actions à petite capitalisation

Période de 10,0 ans se terminant le 30 juin 2011



- VBA
- Russell 2000

Source d'univers : Russell Investment Group



COMPTE-RENDU ET PERSPECTIVES DES ACTIONS AMÉRICAINES À PETITE CAPITALISATION BOURSIÈRE

Par moments au dernier trimestre, les sentiments éprouvés par les investisseurs et les nouvelles macroéconomiques étaient si sombres que c'était à se demander si cet épisode ne marquerait pas le début de l'importante correction qui, pour plusieurs d'entre nous, était prévisible en cours d'année. Quoi qu'il en soit, la plupart des grands indices boursiers américains ont terminé le trimestre au neutre ou en légère baisse dans la foulée de ce qui s'est avéré n'être rien de plus qu'une correction superficielle et un autre exemple fort éloquent de résilience, ce qui ne manqua pas de nous étonner à nouveau compte tenu du flot de nouvelles plutôt moroses ayant déferlé ces trois derniers mois.

La crise financière en Grèce, les enjeux liés à la dette souveraine qui ont de nouveau occupé le premier plan en Europe et les ratés évidents de l'économie américaine ont contribué à ériger un barrage d'inquiétudes que le marché a difficilement surmonté au deuxième trimestre. La situation était d'autant plus préoccupante qu'elle s'inscrivait dans le sillage d'un redressement des marchés sur plusieurs trimestres qui ouvrait la porte à une belle correction dès les premiers signes d'une nette détérioration des indicateurs macroéconomiques. En dépit de tous ces « bruits de fond » qui ont marqué le trimestre et de quelques moments particulièrement terrifiants pour les investisseurs survenus ces derniers mois, les principaux indices boursiers américains affichent une hausse moyenne d'environ 4 % à 5 % depuis le début de l'année, ce qui constitue une performance somme toute fort respectable.

Dans un tel contexte, il n'est pas surprenant que les titres de grande capitalisation aient finalement surclassé ceux de petite capitalisation, les investisseurs cherchant à réduire le niveau de risque de leur portefeuille. Logiquement, on peut penser que le ralentissement relativement marqué de l'économie américaine a un impact plus prononcé sur les entreprises de petite capitalisation davantage orientées vers le marché intérieur. Qui plus est, les multiples d'évaluation relative et absolue commandés par les titres de petite capitalisation ont atteint des sommets inégalés ces derniers mois. Compte tenu de ces circonstances, nous avons été étonnés que la sous-performance des titres de petite capitalisation n'ait pas été plus marquée au dernier trimestre. Et sur l'ensemble du premier semestre de 2011, la performance des actions de petite capitalisation demeure légèrement supérieure à celles des titres de grande capitalisation.

Il est clair que le ralentissement de l'activité économique constitue un vent contraire pour toutes les sociétés, et ce, indépendamment de leur taille. À nos yeux, la situation est relativement claire : le vaste processus de désendettement, si pénible soit-il, se poursuit, alors que les gouvernements de par le monde, certaines sociétés financières et les consommateurs demeurent trop lourdement endettés pour soutenir et contribuer plus sérieusement au redressement économique. Malheureusement, se soulager d'un endettement trop lourd est un processus de longue haleine pour toute entité qui mène un tel combat. C'est donc dire que cette opération de désendettement fera partie de la réalité économique pour un certain temps encore. Il n'est donc pas étonnant d'assister à cette reprise économique moins intense que la normale qui s'accompagne de sa juste part de craintes et de travers comme en font foi la faiblesse des données du PIB au premier trimestre, le marché de l'habitation qui semble s'enliser près des bas-fonds, la reprise mitigée du marché de l'emploi et le niveau de confiance des consommateurs qui régresse continuellement pour se rapprocher dangereusement des creux atteints il y a plusieurs mois. Toutefois, ces difficultés économiques n'ont pas empêché les entreprises américaines d'afficher des bénéfices en forte hausse. Néanmoins, nous entretenons de sérieuses réserves quant à la durabilité de cette tendance, comme nous vous l'expliquions plus en détails dans notre précédent bulletin trimestriel check.

Bien qu'un marché en dents de scie constitue généralement pour nous un environnement favorable pour ajouter de la valeur, nos compétences ont été mises à rude épreuve au dernier trimestre en raison de l'étroite corrélation observée entre les titres, et à cause d'un marché boursier qui, une fois de plus, a été largement entraîné par les questions macroéconomiques et les changements d'ordre réglementaire. Les titres qui affichaient déjà une nette tendance à la hausse à l'amorce du trimestre ont continué à dominer le marché grâce au raffermissement soutenu de leurs multiples d'évaluation. Au dernier trimestre, nous avons surclassé comme d'habitude notre indice de référence durant les périodes de repli du marché. En revanche, nous avons affiché une sous-performance plus marquée encore durant les périodes de redressement des marchés telles qu'en avril et à la fin du mois de juin. Au final, ces importantes fluctuations intra-trimestrielles se sont traduites par une très légère sous-performance de notre portefeuille sur la durée du trimestre. Néanmoins, pour les six



premiers mois de 2011, ce dernier affiche toujours une longueur d'avance par rapport à l'indice de référence des titres de petite capitalisation, et ce, dans un marché qui demeure très robuste.

Comme on pouvait s'y attendre, nos plus grands gagnants lors de la plus récente période ont été les mêmes titres qui avaient poussé fortement à la hausse la valeur de notre portefeuille lors des précédents trimestres tels *Herbalife Ltd.*, *Tempur-Pedic International Inc.*, *Fossil, Inc.*, *True Religion Apparel, Inc.*, et *Graco Inc.* Ces entreprises sont issues de différents secteurs d'activité qui ont été portés par l'économie et ont profité de bénéfices en forte hausse, d'une amélioration rapide de leurs paramètres d'exploitation fondamentaux et d'un accroissement soutenu du cours de leurs actions ces derniers mois. Pas de surprise non plus en ce qui concerne nos plus grands perdants, des sociétés provenant soit de secteurs aux fondamentaux fragilisés présentement ou éprouvés par un environnement réglementaire difficile. Ainsi, *Lender Processing Services, Inc.*, *LHC Group, Inc.*, *TCF Financial Corporation*, *CBOE Holdings, Inc.*, *QLogic Corporation* et *Interval Leisure Group, Inc.* figuraient parmi les titres les moins performants de notre portefeuille au dernier trimestre. Certaines de ces entreprises font partie du groupe de titres à caractère défensif de notre portefeuille. Les marchés en dents de scie ont incité les investisseurs à effectuer un changement de cap vers les secteurs plus défensifs. Mais cette tendance n'a été que d'un secours limité pour nous, certains de nos titres défensifs n'ayant su jouer le rôle qui leur incombe normalement dans un marché en perte de vitesse. Cette situation découle du fait que ces titres demeuraient aux prises avec un contexte d'affaires ou réglementaire difficile. Ainsi, tout bien considéré, les changements d'ordre réglementaire dans les secteurs des soins de santé, des services bancaires et des services financiers en particulier ont continué à jouer globalement contre nous. En ce qui concerne notre exposition aux secteurs davantage réglementés, l'éclaircie est venue du côté des services en éducation. En juin dernier, des changements favorables à la réglementation ont été proposés, ce qui a provoqué un redressement intéressant des titres de ce secteur dont nous avons su profiter notamment grâce à notre participation dans *Grand Canyon Education, Inc.*

Plus tôt durant le trimestre, le repli du marché nous a entretenus dans l'espoir que de nouvelles occasions de placement pourraient finalement s'ouvrir à nous. Mais les débouchés sont pour la plupart tombés en désuétude avant même d'émerger de l'ombre. Les évaluations sont demeurées élevées pour la majorité des titres de petite capitalisation. Jamais elles ne sont redescendues à des niveaux vraiment attrayants. En dépit de cette difficulté à dénicher des occasions de placement intéressantes dans ce type de marché boursier, nous sommes parvenus à nous constituer une position dans un nouveau titre ces dernières semaines, à savoir celui d'*Iridium Communications, Inc.* (« Iridium »). Peu de titres sont demeurés imperméables à la vague d'optimisme qui a déferlé sur le marché ces derniers trimestres. Iridium est toutefois de ce nombre. À première vue, il est relativement facile de comprendre pourquoi les investisseurs qui s'attardent brièvement à son histoire ont des chances d'être rebutés par l'évolution instable de cette entreprise, issue des actifs de satellites de Motorola, qui ont déjà connu la faillite et qui, d'ici 2015, devra investir pas moins de 3 milliards de dollars dans son programme de dépenses en immobilisations en vue de renouveler sa constellation de satellites. Mais notre analyse préliminaire nous a convaincus qu'Iridium avait le potentiel pour s'élever au rang des sociétés de grande qualité qui respectent nos critères d'investissement. Pour nous, l'occasion unique dans ce cas tient du fait que notre analyse approfondie de cette entreprise pourrait éventuellement confirmer que les craintes des investisseurs, qui se reflètent aujourd'hui dans la faible évaluation du titre en Bourse, étaient en fin de compte largement non fondées et malavisées.

Nous avons donc décidé d'étudier plus en profondeur l'histoire d'Iridium qui se spécialise dans la fourniture de services de communications mobiles, voix et données, à l'aide d'une constellation de satellites en orbite terrestre basse. La compagnie d'aujourd'hui est bien différente de ce qu'elle était dans le giron de Motorola. À l'époque l'entreprise était non rentable, et sa portée en terme de services était restreinte. Aujourd'hui, grâce au travail accompli par l'actuelle équipe de direction, Iridium est devenue un véritable chef de file qui dessert de nombreux marchés par l'entremise d'un portefeuille étendu de produits et d'applications et d'un très vaste réseau de distribution. De nos jours, Iridium compte plus de 440 000 clients qui souscrivent à des contrats de services, voix et données récurrents et à marge élevée. Ces dernières années, la clientèle d'Iridium s'est développée rapidement grâce notamment à la chute des prix des équipements et au développement, par la société, de plusieurs produits et applications commerciales. Ces divers éléments ont favorisé l'adoption des services de communication par satellite par un nombre considérable d'utilisateurs. Par conséquent, la société est parvenue à développer un modèle d'affaire solide et durable dans plusieurs secteurs d'activités dont les secteurs gouvernementaux, maritime, de la logistique, de l'aérospatiale et minier.



Il nous est difficile d'imaginer un domaine d'activité qui présente davantage de barrières à l'entrée que celui dans lequel évolue Iridium. Tout nouveau joueur qui envisagerait offrir des services concurrentiels devrait, dans un premier temps, se voir attribuer un spectre suffisamment large pour pleinement déployer son réseau de satellites et fournir des services similaires à sa clientèle. Comme nous avons pu le constater à quelques reprises ces dernières années, un tel exploit s'avère quasi impossible à réaliser. Par ailleurs, pour proposer une solution concurrentielle à celle du réseau d'Iridium, l'aspirant concurrent serait probablement contraint d'investir quelque 3 milliards de dollars en dépenses en immobilisations simplement pour se doter d'une constellation de satellites. Le financement d'un tel projet, à des conditions raisonnables, ne peut généralement être obtenu que par une entreprise qui offre déjà des services de communications par satellite. Par conséquent, les chances sont bien minces qu'un nouvel acteur parvienne à pénétrer le marché d'Iridium avec une offre concurrentielle au cours des prochaines années.

Notre analyse approfondie nous a également convaincu qu'en comparaison des autres acteurs de l'industrie, la société jouit d'avantages concurrentiels indéniables qui semblent durables. Dans un premier temps, Iridium possède le seul réseau satellitaire apte à assurer une couverture complète de la terre, y compris les pôles. Il s'agit là d'un facteur déterminant pour remporter des contrats auprès de certains clients en quête de services de communications par satellite spécialisés d'importance critique, et ce, au détriment de fournisseurs existants dont la couverture des services offerts n'est que régionale ou encore d'Inmarsat, une entreprise d'envergure du Royaume-Uni qui exploite un réseau de satellites géostationnaires. En comparaison d'Inmarsat, le principal avantage d'Iridium et de sa constellation de satellites, outre le fait d'assurer une couverture complète de la terre, réside dans le temps d'attente réduit et la vitesse nettement plus rapide de la réponse vocale, prouesses technologiques rendues possibles grâce aux satellites en orbite terrestre basse qui composent son réseau. Par ailleurs, en raison de sa technologie satellitaire et de son quasi monopole dans certains marchés finaux, Inmarsat est en mesure de proposer à sa clientèle des solutions et des applications nettement plus coûteuses qu'Iridium dans certains secteurs d'activité clés. Fortement axée sur la recherche et le développement, Iridium s'est montrée particulièrement novatrice ces dernières années avec le lancement de nouvelles applications à la fine pointe de la technologie n'ayant pas leur pareil chez la concurrence. Tôt ou tard, la concurrence devrait parvenir à rattraper la société au niveau des applications, en supposant qu'il soit techniquement possible pour les réseaux satellitaires de la concurrence d'offrir des solutions similaires. Néanmoins, l'effort particulier que porte la société au maintien de son avance devrait mener au développement de nouvelles applications dans les années à venir qui, en retour, lui permettront de conserver une longueur d'avance sur la concurrence. De plus, depuis un certain nombre d'années, Iridium travaille en étroite collaboration avec le département de la Défense américaine à la construction d'une passerelle à usage exclusif et d'un système de données cryptées et de traitement de la voix compatible seulement avec le réseau satellitaire d'Iridium, et ce, afin de combler les attentes du gouvernement américain en matière de réseau à sécurité élevée et à temps d'attente réduit. Cette collaboration d'affaires revêt un caractère hautement défensif et durable pour Iridium. Enfin, nous sommes d'avis que les membres de l'équipe de direction sont des gens hautement compétents, qui possèdent d'excellents antécédents, qui démontrent de la cohérence dans l'exécution des stratégies, qui jouissent de connaissances approfondies et qui ont une belle vision de l'avenir de la société.

Pour Iridium, ces avantages concurrentiels marqués se sont traduits ces dernières années en des gains considérables de parts de marché, au détriment d'Inmarsat et des exploitants régionaux de satellites, de même qu'en une croissance rapide des recettes provenant des services. De fait, depuis 2005, les revenus de services de la société ont progressé à un rythme annuel de 18 %. Avec une structure où les coûts fixes sont très importants, les marges bénéficiaires marginales réalisées à la suite de l'ajout de nouveaux abonnés aux services d'Iridium s'avèrent très élevées dans ce secteur d'activité, comme en fait foi l'augmentation constante de la marge du BAIIA ces dernières années. Au cours du présent exercice, ce niveau de marge du BAIIA devrait s'approcher de 50 %. Malgré la solide progression des revenus et l'amélioration soutenue des marges bénéficiaires observées ces dernières années, notre analyse a permis d'identifier de nouvelles sources de croissance qui, à plus long terme, devraient permettre à la société d'augmenter de façon appréciable et rapide ses revenus de services et d'optimiser son levier opérationnel en développant de nouvelles applications destinées à de nouveaux marchés finaux, et ce, tout en s'appliquant à acquérir de nouvelles parts dans ses marchés existants.

Un mot maintenant sur l'important programme de dépenses en immobilisations à venir. La société a mis sur pied le projet « NEXT » qui porte sur le remplacement de tous les satellites de sa constellation arrivés à la fin de leur durée de vie utile. Par rapport à sa taille et aux flux de trésorerie qu'elle tire de son exploitation, ce

projet d'immobilisations est sans contredit titanesque. Néanmoins, nous sommes profondément convaincus que ce programme de dépenses en immobilisations a été conçu fort habilement par l'équipe de direction. Dans un premier temps, de tout le capital nécessaire au financement du projet, 1,8 milliard de dollars représentent un titre de créance garanti par une entité appartenant au gouvernement français, ce qui en fait un titre de dette de qualité et à faible taux d'intérêt pour Iridium. Dans un deuxième temps, la société devrait parvenir à obtenir d'emblée au moins 200 millions de dollars de la vente d'espace dédié sur cette constellation de satellites pour des applications personnalisées à une clientèle déterminée. Tandis que nous travaillions avec diligence et intensité à l'élaboration du modèle financier de l'entreprise, nous en sommes venus à la conclusion qu'il devrait être relativement facile pour la société d'obtenir les capitaux nécessaires au financement de la portion restante du programme d'immobilisations simplement en puisant directement dans les flux de trésorerie considérables qu'elle génère de son exploitation. Enfin, alors que les besoins en matière de dépenses en immobilisations seront quasiment nuls une fois le projet satellitaire NEXT terminé, il devrait être relativement simple pour Iridium de respecter le calendrier de remboursement de sa dette, tel que défini dans l'accord d'emprunt, en raison de l'importance de ses flux de trésorerie libres. La capacité de la société à générer des liquidités sera par ailleurs rehaussée grâce à cette nouvelle constellation de satellites qui lui assurera de nouvelles sources de revenus de services à marge élevée, hors de sa portée jusqu'à maintenant en raison de la vitesse insuffisante de la bande passante de son réseau. Le réseau actuel d'Iridium ne lui permet plus d'offrir et d'héberger certaines applications spécialisées qui trouveront leur place sur son nouveau réseau, desquelles la société générera une nouvelle source de revenus et de bénéfices récurrents.

Notre évaluation d'Iridium a mené à l'élaboration de prévisions s'échelonnant sur plus de dix ans. Ce modèle, qui couvre la période entière du financement du programme satellitaire NEXT ainsi que le calendrier de remboursement de la dette, a permis de lever le voile sur une société fortement sous-évaluée, dont l'action devrait s'échanger à un cours nettement plus élevé en Bourse sur la base d'un scénario de croissance à long terme conservateur. Notre étude approfondie sur Iridium nous a permis de repousser du revers de la main la grande majorité des arguments défaitistes à l'endroit de la société qui sont la cause première de la faiblesse de son évaluation en Bourse. Ainsi, dans le cas d'Iridium, nous croyons qu'il est possible de tirer profit d'une stratégie d'arbitrage fondée sur le temps. La société commence tout juste à déployer le capital nécessaire à l'édification de son nouveau réseau de satellites. Ce faisant, les investisseurs qui ont un horizon de placement plus court que le nôtre attendent sur les lignes de côté ou boudent littéralement la société. Cette situation s'explique du fait qu'aucun élément catalyseur important n'est prévisible dans l'immédiat, alors que l'endettement de la société est appelé à progresser dans les trimestres à venir. Pour notre part, nous sommes prêts à détenir l'action pendant plusieurs années, et nous croyons que notre patience sera éventuellement récompensée par les efforts de l'équipe de direction qui, poursuivant sur sa lancée, continue de diriger avec brio la société, d'attirer de nouveaux abonnés à un rythme soutenu, de renforcer les marges bénéficiaires et de remporter de nouvelles parts de marché. En bout de ligne, nous croyons que la société se verra récompensée par une évaluation nettement plus élevée en Bourse dès que les investisseurs seront convaincus qu'il lui sera possible de financer les importantes dépenses en immobilisations associées à son programme « NEXT » et de générer des flux de trésorerie libres accrus, suffisamment importants pour respecter les obligations relatives au remboursement de sa dette. En dépit de notre hypothèse d'investissement fouillée et de la grande confiance que nous inspire le titre de cette société, nous demeurons bien conscients des risques manifestes que suppose un investissement de ce genre, notamment le nouveau programme satellitaire et les exigences en matière de financement qui en découlent, les risques associés à la mise en orbite des satellites, l'intensification de la concurrence menée par les acteurs existants et les coupes dans les dépenses gouvernementales. Par conséquent, nous prévoyons bâtir graduellement notre position dans ce titre au cours des trimestres à venir.

Afin de libérer de l'espace dans notre portefeuille pour Iridium, nous avons encaissé une partie des profits réalisés sur certains de nos titres vedettes et liquidé la position que nous détenions dans Fossil, Inc., l'un des plus grands fabricants de montres et d'accessoires de mode au monde. Depuis le jour où nous avons pris une position initiale dans le titre au plus fort de la crise financière en février 2009, Fossil s'est révélé un succès exemplaire. L'augmentation de près de 10 fois de la valeur de l'action depuis notre achat initial à un prix d'environ 12 \$ il y a un peu plus de deux ans contribue à faire de cet investissement l'un des meilleurs jamais réalisés par la firme. Au moment d'investir dans Fossil, les performances enviables à long terme de la société, son avantage concurrentiel significatif et durable et son évaluation ridiculement faible en Bourse (5 fois les bénéfices) importaient guère aux investisseurs perturbés et blessés pour qui une seule chose incombaient en cette période de crise : éliminer ou réduire leurs positions dans les titres de sociétés de consommation discrétionnaire pour réduire les risques encourus. À la suite de notre investissement initial dans le titre, les



affaires de la société se sont nettement améliorées. Cette évolution favorable a notamment pris la forme d'une augmentation des dépenses de consommation à l'échelle mondiale, l'offre de nouveaux produits par la société et l'élargissement de son réseau de distribution, ce qui s'est traduit par une remontée significative des ventes de montres et d'accessoires de la société. Ses facteurs ont mené à plusieurs trimestres de forte croissance des ventes, des marges bénéficiaires et des flux de trésorerie libres, ce qui a donné lieu à un redressement du bénéfice au-delà des attentes des investisseurs. Dans la foulée de résultats financiers aussi solides et réguliers, le titre s'est envolé sous l'effet de la croissance marquée du bénéfice et de l'application de multiples nettement plus généreux à ces mêmes bénéfices. Néanmoins, en raison de l'ascension soutenue et vertigineuse du titre ces derniers mois (multiples d'évaluation du bénéfice à venir et du BAIIA respectivement supérieurs à 23x et 15x), nous en sommes venus à la conclusion que les investisseurs étaient devenus exagérément optimistes à l'égard des perspectives qui s'ouvraient à la société. Ces derniers semblent extrapoler trop loin dans le temps la tendance récemment empruntée par les bénéfices courants. Cette situation nous exposait donc à un risque de baisse appréciable du titre dans l'éventualité d'un léger fléchissement ou d'une détérioration marquée des principaux paramètres d'exploitation de l'entreprise. Nous demeurons convaincus que Fossil est une entreprise formidable dont l'avenir s'annonce des plus radieux. Néanmoins, notre approche disciplinée en matière d'évaluation nous a dicté de vendre notre participation dans sa totalité. Nous sommes d'avis que le titre est aujourd'hui surévalué et que son cours est nettement supérieur à sa valeur intrinsèque.

Toutefois, nous aimerions préciser que Fossil se veut un exemple parfait du type d'entreprise dont nous sommes inlassablement à la recherche, à savoir une société de petite capitalisation, gérée par une équipe de direction remarquable, qui jouit d'avantages concurrentiels durables dans ses marchés, dont les résultats financiers et les paramètres fondamentaux sont solides et qui a le potentiel de devenir une grande société. Essentiellement, nous avons pour objectif d'identifier les grandes sociétés parmi les titres de petite capitalisation qui composent notre univers de placement et qui, d'ordinaire, constituent les meilleures occasions pour réaliser des rendements exceptionnellement élevés à long terme. Dans le cas de Fossil, la valeur boursière de la société est passée de 800 millions de dollars lorsque nous avons acquis nos premières actions à quelque 7,4 milliards de dollars aujourd'hui. Nous sommes reconnaissants envers nos clients qui nous offrent la possibilité de conserver dans notre portefeuille nos titres gagnants au-delà de la limite de capitalisation boursière fixée à l'achat, et ce, tant et aussi longtemps que les paramètres fondamentaux demeurent intacts et que l'évaluation de la société demeure attrayante. Dans le cas de Fossil, nous nous serions privés d'une somme importante si nous nous étions départis des actions de cette entreprise hors pair lorsque sa valeur boursière a fracassé notre limite établie de 3 milliards de dollars.

En résumé, le dernier trimestre en fut un encore passablement occupé pour nous. En ces temps incertains, des efforts importants furent à nouveau déployés dans le domaine de la recherche pour identifier de nouvelles idées d'investissement éclairées, et ce, alors que nous assurons, comme toujours, une gestion diligente et prudente de votre portefeuille. Nous sommes d'avis que notre positionnement actuel par rapport au marché demeure intact et plus solide que jamais. D'un niveau de qualité particulièrement élevé, notre portefeuille se négocie néanmoins à un niveau inférieur à celui de l'indice de référence des titres de petite capitalisation et en deçà de sa valeur intrinsèque.