



VAN BERKOM ET ASSOCIÉS INC. (« VBA ») SE VOIT ACCORDER TROIS NOUVEAUX MANDATS

VBA a le plaisir d'annoncer que trois nouveaux mandats de gestion de titres américains à petite capitalisation lui ont été confiés par deux clients institutionnels basés 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 31 décembre 2011 se classe :

- dans le 16^e percentile depuis le début (*juin 2000*)
- dans le 28^e percentile sur dix ans,
- dans le 13^e percentile sur cinq ans,
- dans le 22^e percentile sur quatre ans,
- dans le 64^e percentile sur trois ans et
- dans le 52^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 31 décembre 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 31 décembre 2011)
(en dollars US)

	3 mois (%)	Cumul annuel à ce jour (%)	1 an (%)	2 ans (%)	3 ans (%)	4 ans (%)	5 ans (%)	7 ans (%)	10 ans (%)	11 ans (%)	Début 30/juin/2000 (%)
Fonds composé de VBA	11,73	-1,85	-1,85	10,90	18,50	4,68	6,14	7,17	8,80	10,08	10,85
Indice Russell 2000	15,47	-4,18	-4,18	10,25	15,63	0,48	0,15	3,20	5,62	5,33	4,54
Indice S&P 500	11,82	2,11	2,11	8,39	14,11	-1,64	-0,25	2,64	2,92	1,48	0,61
Valeur ajoutée (portefeuille moins le Russell 2000)	-3,74	2,33	2,33	0,65	2,87	4,10	5,99	3,97	3,18	4,75	6,31

Note : Van Berkomp 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 31 décembre 2011, le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain (« Fonds composé de caisses de retraite ») totalisait 969,3 millions de dollars US en titres à petite capitalisation boursière, soit 100,0 % de l'actif US géré et 61,1 % de l'actif total géré par la firme. Le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain comprend vingt et un 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 166 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 quatrième 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

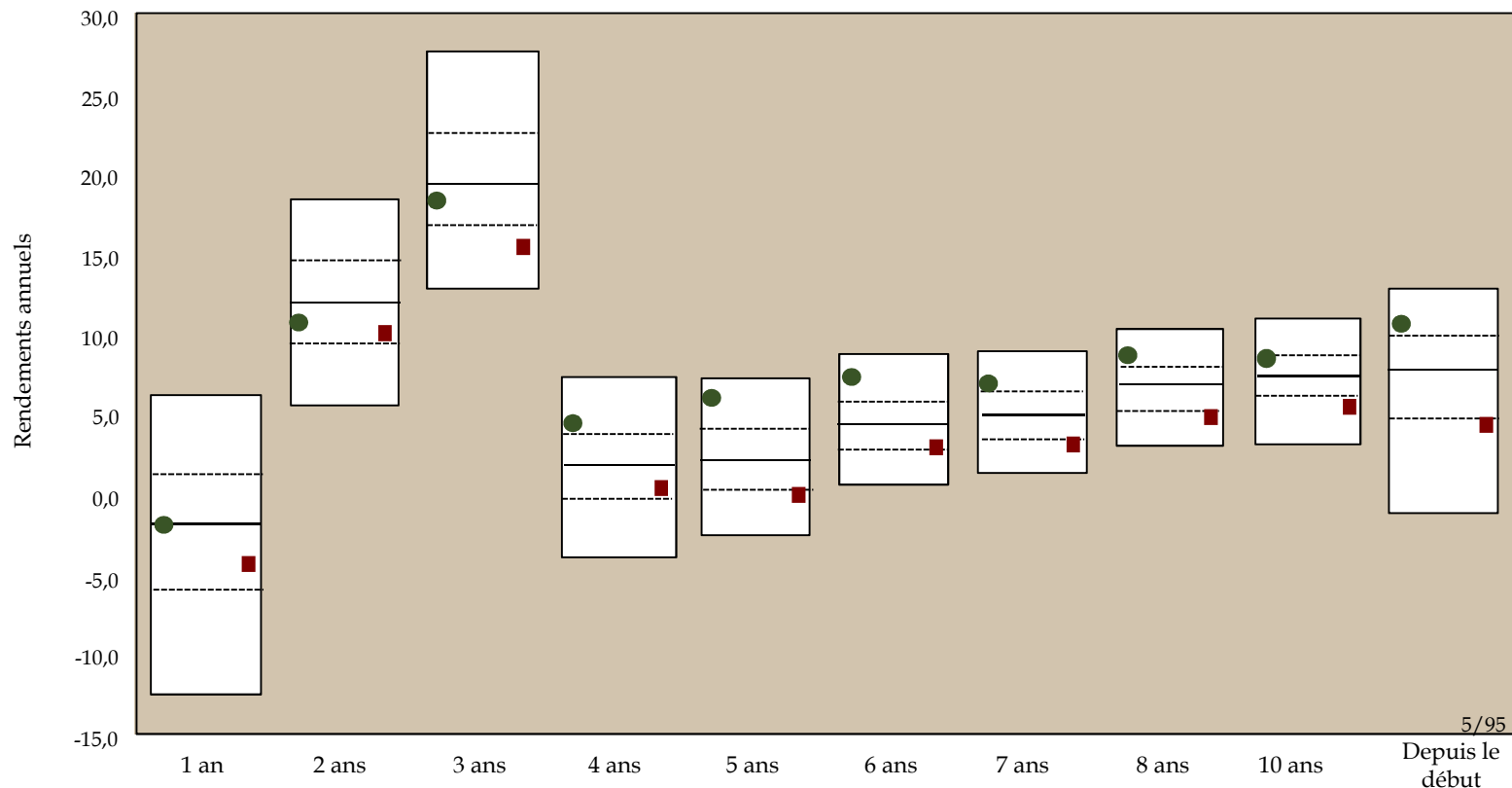
p.j.

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 31 décembre 2011



	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans	6 ans	7 ans	8 ans	10 ans	Depuis le début
	<u>% tile</u>	<u>% tile</u>	<u>% tile</u>	<u>% tile</u>	<u>% tile</u>	<u>% tile</u>	<u>% tile</u>	<u>% tile</u>	<u>% tile</u>	<u>% tile</u>
● VBA	52	65	64	22	13	14	19	18	28	16
■ Russell	70	70	85	67	79	77	84	85	86	79
# de portefeuilles	387	371	356	334	304	270	246	220	166	141

% tile = percentile

Source de l'univers : Russell Investment Group

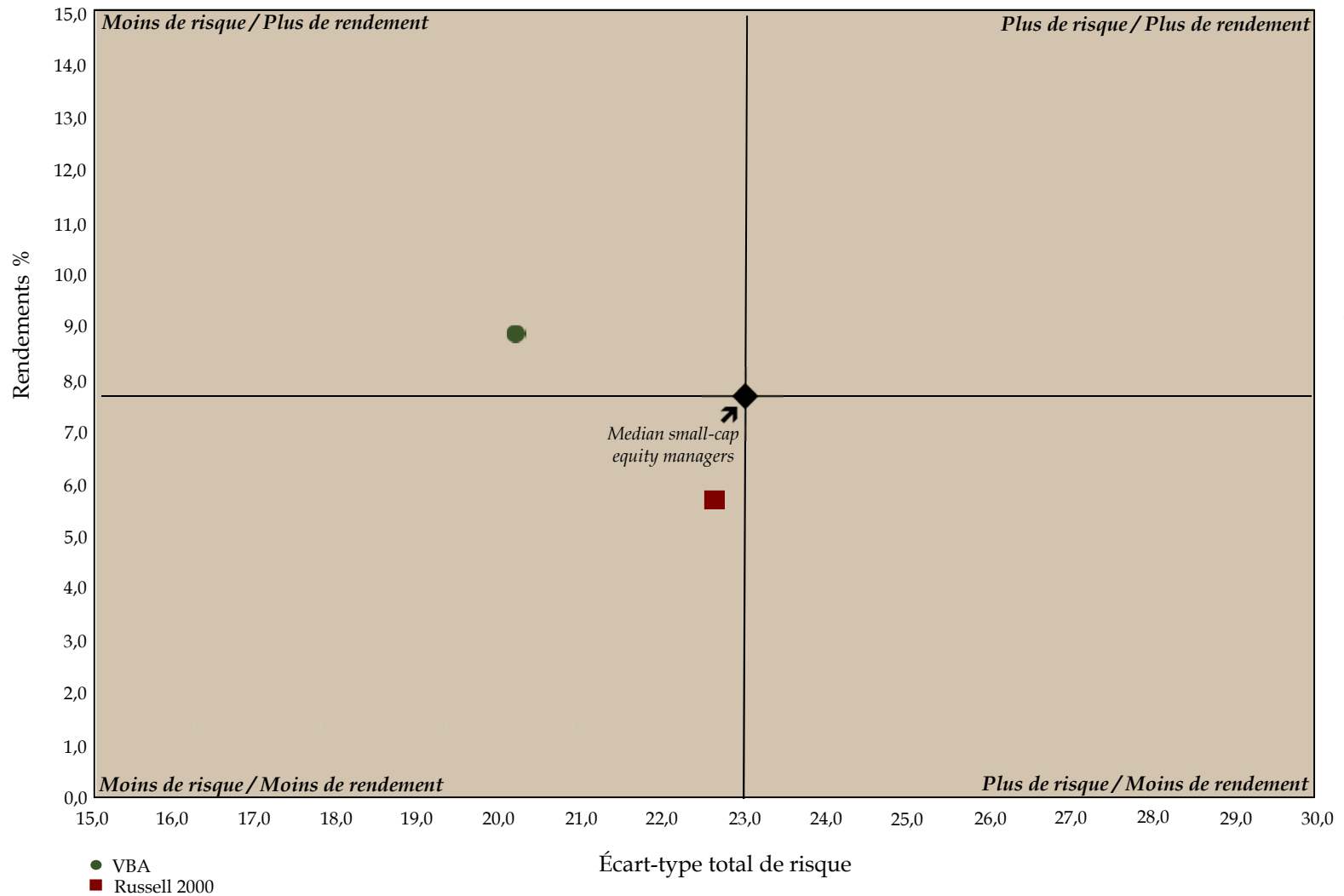
5/95

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 31 décembre 2011



Source de l'univers : Russell Investment Group

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

Alors que nous tournons la page sur l'année 2011, nous devons reconnaître une triste vérité : la plupart des investisseurs auraient mieux fait de s'être tenus à l'écart du marché cette année plutôt que d'avoir tenté d'affronter ce marché. Après tous les vertigineux mouvements haussiers et baissiers du marché observés au cours de la dernière année, l'indice S&P 500 a terminé 2011 presque exactement où il avait commencé l'année avec la précision d'un laser (si l'on ne tient pas compte des dividendes versés), et la majorité des gestionnaires actifs a terminé l'année avec des rendements avoisinant les principaux indices de référence américains. Pourtant, en dépit du fait que le marché américain n'ait réalisé aucun progrès en 2011, et que la plupart des investisseurs professionnels ne puissent se vanter d'avoir obtenu des rendements supérieurs au marché, ce fut tout sauf une année ennuyante pour les marchés, qui a été marquée par de vives tensions géopolitiques et économiques, d'énormes niveaux de volatilité dans la plupart des classes d'actifs et un degré de corrélation record entre les titres américains. À notre avis, il s'agit d'une réalisation tout à fait remarquable pour le marché américain que d'avoir terminé l'année essentiellement au même point, étant donné qu'il a réussi à enregistrer une performance supérieure à la plupart des autres marchés importants de la planète par une large marge, et ce, malgré les énormes défis politiques, fiscaux et économiques auxquels la plupart des économies développées ont été confrontées en 2011.

Alors que l'économie américaine a surpris tout le monde en rebondissant au quatrième trimestre, et que les investisseurs sont devenus en quelque sorte plus à l'aise lorsqu'ils ont perçu l'expression d'une certaine volonté politique et la mise en oeuvre de gestes concrets en vue de préserver la zone euro, après les querelles et l'impasse politique qui ont marqué les débuts de la crise européenne, le marché américain a effectué un remarquable retour en force au cours de ce trimestre de décembre, démontrant une fois de plus sa résilience historique. Nous avons été particulièrement impressionnés par la performance du marché en novembre, qui est demeuré stable alors que la crise de la dette en Europe atteignait son apogée.

À notre avis, ce qui explique le mieux l'incroyable résilience du marché américain, considérant les préoccupations d'ordre macroéconomique, est le fait qu'il reflète tout simplement la résilience d'une économie américaine qui a rebondi sur presque tous les fronts dans la dernière partie de l'année, un résultat surprenant compte tenu de l'affaiblissement important que nous avons observé durant les mois d'été et le malaise engendré par la précarité de la situation en Europe. La forte reprise des marchés découle aussi de la stabilité des bénéfices des sociétés et des surprises positives annoncées durant la saison de publication des résultats au troisième trimestre. Enfin et surtout, il ne faut pas oublier l'intense activité des presses à imprimer de l'argent de la Réserve fédérale, qui ont continué à alimenter les marchés mondiaux en liquidités.

Cet environnement favorable à la prise de risques en fin d'année a été très bénéfique aux sociétés américaines à petite capitalisation, en les aidant à surpasser le rendement des sociétés à grande capitalisation au quatrième trimestre et à réduire en partie l'écart de performance qui s'était creusé cette année entre les titres des sociétés à petite et grande capitalisation. Cependant, pour l'ensemble de 2011, la performance des titres des sociétés à petite capitalisation a tout de même été considérablement inférieure à celle des sociétés à grande capitalisation. Comme les titres à grande capitalisation se négociaient à des niveaux d'évaluation relative beaucoup plus bas en début d'année, et que la croissance des bénéfices des sociétés à grande capitalisation a été plus forte dans la deuxième moitié de 2011, dans un contexte d'énormes niveaux de volatilité tout au long de l'année, nous n'avons évidemment pas été surpris de voir les titres à grande capitalisation générer des rendements supérieurs à ceux des titres à petite capitalisation, un événement plutôt rare durant la dernière décennie.

Le trimestre de décembre a de nouveau été marqué par d'énormes niveaux de corrélation entre les différents secteurs de la Bourse américaine et entre les titres pris individuellement, ce qui a considérablement réduit la capacité des gestionnaires actifs de se démarquer au chapitre de la performance et d'ajouter de la valeur durant la période. Les niveaux de corrélation, qui se sont élevés à plus de 90 % entre les différents secteurs boursiers américains et à plus de 60 % entre les titres pris individuellement, ont atteint des niveaux records qui ont même surpassé ceux observés durant la crise du crédit. En fait, durant presque la moitié des séances boursières du quatrième trimestre, on a observé que plus de 90 % des actions américaines (composant l'indice S&P 500) évoluaient en bloc. Il ne fait aucun doute que nous avons été victimes de ce phénomène puissant, particulièrement en novembre. Le mois a commencé en lion pour nous, alors que plusieurs des titres que nous



détenons dans notre portefeuille ont profité des retombées positives de notre excellente saison des résultats du troisième trimestre. Nous avons ainsi réussi à prendre une avance très importante par rapport à l'indice Russell 2000 après les premiers jours du mois de novembre (aussi bien pour le cumul du mois que depuis le début de l'année) grâce aux résultats positifs obtenus individuellement par les sociétés composant notre portefeuille. Cependant, notre solide performance relative a rapidement subi les répercussions d'un fort mouvement de corrélation entre les titres et de l'évolution en bloc du marché boursier dictée presque uniquement par les nouvelles et événements macroéconomiques. La majeure partie du rendement supérieur que nous avons généré grâce aux résultats positifs obtenus par les sociétés de notre portefeuille s'est évaporée dans les dernières semaines du mois, alors que le marché a durement chuté pour ensuite repartir en forte hausse uniquement sur la base d'événements macroéconomiques, nous rattrapant dans le processus et laissant derrière certains des titres ayant généré récemment les meilleurs rendements dans notre portefeuille, en l'absence de nouvelles informations spécifiques à chacune de ces sociétés. Bien que nous ayons tout de même en bout de ligne surpassé notre indice de référence des titres à petite capitalisation boursière en novembre, la perte de la majeure partie de notre avance acquise grâce aux résultats positifs publiés par différentes sociétés dont nous détenons des titres a évidemment été difficile à avaler. En fait, le mois de novembre aura été l'exemple extrême de ce à quoi nous avons été confrontés tout au long de l'année : les rendements supérieurs ou contre-performances résultant d'annonces ou de surprises positives/négatives spécifiques aux sociétés en 2011 n'auront presque toujours eu que des retombées éphémères ne dépassant guère quelques jours, alors que les données fondamentales des sociétés ont clairement été reléguées au second plan dans l'esprit des investisseurs qui ont préféré faire évoluer les titres en fonction des événements macroéconomiques. Le facteur le plus déterminant pour la performance des actions américaines durant la dernière année consistait à se trouver dans le bon sous-secteur d'un point de vue macroéconomique, indépendamment du niveau de qualité d'une société, de sorte qu'il était à peu près impossible pour une société de grande qualité de générer des rendements boursiers supérieurs si elle oeuvrait dans une industrie moins avantageuse par l'environnement macroéconomique, sans égard à son rendement financier réel.

Toutefois, notre expérience décevante en novembre n'était rien en comparaison de la situation que nous avons connue en décembre. À l'approche de décembre, nous étions relativement satisfaits d'être parvenus à surmonter le marché fou des mois d'octobre et de novembre, après notre solide surperformance des quelques mois précédents, et étions à l'aise avec la façon dont nous allions terminer l'année. Cependant, décembre a été pour nous un mois très difficile et nous cherchons encore une explication satisfaisante afin de comprendre ce qui est arrivé. Nous sommes habituellement un peu vulnérables à ce qu'on appelle le « rallye du Père Noël » vers la fin décembre, alors que des titres de sociétés à très petite capitalisation et de faible qualité se mettent à grimper durant cette période sur des volumes peu élevés. Cette année, le marché n'a pas connu l'habituel « rallye du Père Noël » et pourtant, le mois ne fût pas particulièrement joyeux pour nous. Bien que nous comprenons que le mois a été très difficile pour la plupart des gestionnaires actifs par rapport à l'indice de référence des titres à petite capitalisation, dans notre cas l'expérience a été particulièrement éprouvante.

Il est clair que nous avons été confrontés à quelques événements fâcheux particuliers en décembre. Tout d'abord, la société *Lender Processing Services, Inc.* a annoncé qu'elle faisait l'objet d'une autre poursuite en justice par une entité gouvernementale (intentée cette fois-ci par le secrétaire à la Justice du Nevada) concernant des questions de documentation relatives aux activités de saisie résidentielle. Le titre a été durement touché une fois de plus à la suite de cette nouvelle, en dépit de son évaluation boursière déjà extrêmement basse, et même si en examinant la situation de plus près, l'on se rendait compte qu'il s'agissait d'un ressassement d'allégations antérieures concernant des événements s'étant produits il y a un moment déjà et contre lesquelles la société s'était défendu avec succès dans le passé. Nous avons aussi subi les répercussions négatives de la publication de résultats défavorables de la part de *Herman Miller, Inc.*, un chef de file dans la conception et la fabrication de mobilier de bureau, dont l'évolution récente des commandes affiche une croissance négative qui annonce une légère contraction du chiffre d'affaires et du bénéfice pour le prochain trimestre. Ces résultats sont décevants et surprenants étant donné la longue période de résultats robustes que la société a connue antérieurement à la publication de ses plus récents chiffres, le récent rebond de l'économie américaine, le fait que les activités de la société prennent habituellement de la vigueur en fin de cycle et les niveaux toujours relativement peu élevés des livraisons de l'industrie par rapport au dernier sommet atteint. Le marché a durement réagi à la nouvelle, et a fait plonger le titre de beaucoup plus que la révision implicite de 10 % de son bénéfice pour la prochaine année. D'autre part, nous détenons une position importante dans les titres de *Big Lots, Inc.*, un détaillant de biens durables à prix de liquidation, et de *John Wiley & Sons, Inc.*, un éditeur de livres scientifiques et scolaires, deux titres dont les cours ont perdu un peu moins



de 10 % en décembre dans les jours qui ont suivi la publication de leurs résultats financiers, en raison de bénéfices légèrement décevants, mais en dépit du fait que les deux sociétés ont maintenu leurs prévisions financières pour l'année.

Il reste que ces nouvelles spécifiques concernant des entreprises détenues en portefeuille, bien que désagréables et dommageables pour la performance, n'expliquent qu'en partie notre contre-performance pour le mois de décembre. Bien que notre portefeuille ait très bien fait pendant les onze premiers mois de l'année, il a soudainement trébuché vers la fin de l'année, alors que 25 des 40 titres que nous détenons et 10 de nos 15 plus importantes positions ont contre-performé en décembre, tous (à l'exception des quatre sociétés que nous venons de mentionner) sans qu'aucune nouvelle particulière concernant chacune de ces entreprises n'ait été publiée. Nous avons ainsi assisté à une contre-performance généralisée au cours du dernier mois sans pour autant observer de dénominateur commun : les grands gagnants comme les perdants jusqu'à ce moment de l'année en 2011, les titres défensifs et les titres plus étroitement liés à l'évolution de l'économie, de même que des titres de sociétés oeuvrant dans des secteurs très variés, ont tous contre-performé en décembre.

Notre portefeuille a également connu quelques « anomalies » qui méritent certes d'être passées en revue. Le rendement du cours du titre de *Tempur-Pedic International Inc.*, un important fabricant de matelas et d'oreillers haut de gamme, constitue peut-être la plus grande anomalie à nous avoir affectés au cours de ce trimestre, un titre au coefficient bêta élevé qui a contre-performé alors que le marché était en forte hausse, en dépit de données fondamentales phénoménales pour la société. Le titre a très bien réagi à la publication, en octobre, d'une autre solide performance financière, enregistrant une hausse d'environ 10 % à la suite de l'annonce de ses résultats. Cependant, au cours des semaines suivantes qui ont mené à la fin du trimestre, la société a vu sa valeur boursière dégringoler de manière stupéfiante de 1,3 milliard de dollars en raison de craintes liées au lancement récent par un concurrent d'un produit offert à prix moindre et susceptible de commencer à faire obstacle à la vigueur de la croissance de *Tempur-Pedic* et à la forte progression de ses parts de marché. Puisque nous sommes actionnaires de cette société depuis plusieurs années, cette situation avait des airs de déjà-vu puisque nous avons dû composer avec des préoccupations similaires à quelques reprises par le passé. Toutefois, à la lumière de conversations que nous avons eues avec les dirigeants de la société, de données récentes sur l'industrie, des commentaires récents de deux grands détaillants et de notre propre expérience avec cette industrie, nous croyons que les affaires de *Tempur-Pedic* ont continué à prospérer et qu'elles ne seront pas sensiblement affectées (voire pas du tout) par ce nouveau produit de la concurrence. Cependant, nous avons tout de même eu à composer avec cette contre-performance à court terme vers la fin de l'année. Nous avons connu une situation similaire avec l'action de *Sotheby's*, un autre titre affichant un coefficient bêta élevé qui a contre-performé durant la forte reprise au quatrième trimestre, même si la société a produit de solides résultats financiers cette année et malgré un marché de l'art qui s'est avéré très résilient face aux nombreuses incertitudes politiques et économiques qui ont pesé sur le monde durant l'année 2011.

Par ailleurs, les titres des sociétés de soins de santé ont généré, dans l'ensemble, des rendements inférieurs au marché en 2011. Les titres que nous détenons dans ce secteur n'y ont pas échappé. Bien que l'année ait en effet été difficile pour les investisseurs présents dans le secteur des soins de santé en raison de l'accroissement du fardeau réglementaire sur les fournisseurs de services et des pressions croissantes sur le secteur afin de réduire les dépenses et les remboursements, nous ne pouvons résister à la tentation de mettre en relief ce que nous considérons comme un décalage évident entre les données fondamentales de certaines des entreprises dont nous détenons des titres dans ce secteur et la performance du cours de leur action. *Universal Health Services, Inc.*, un propriétaire et exploitant d'hôpitaux de soins actifs et psychiatriques aux États-Unis et notre participation la plus importante dans le secteur des soins de santé, a connu une très bonne année en 2011 sur une base fondamentale. La société a intégré avec succès et accru le chiffre d'affaires d'une acquisition d'envergure réalisée vers la fin de l'année dernière, remboursé un montant important sur la dette contractée dans le cadre de cette transaction grâce à ses robustes flux de trésorerie disponibles et revu à la hausse ses prévisions de bénéfices à deux reprises, d'un total d'environ 10 % par rapport à ses prévisions initiales. Néanmoins, son titre a généré un rendement inférieur au marché et au reste de notre portefeuille pour l'ensemble de l'année et pour le dernier trimestre de 2011 en raison de craintes concernant des coupures importantes aux remboursements des programmes Medicare et Medicaid, des répercussions négatives potentielles sur ses activités d'un éventuel ralentissement de l'économie américaine et en raison d'un environnement réglementaire plus contraignant. Bien que les remboursements de tous les types de payeurs diminueront sans aucun doute dans les années à venir afin de s'adapter au resserrement des budgets du fédéral et des états, les deux milliards de dollars US de valeur boursière de la société qui ont été effacés par



rapport à son dernier sommet en raison de ces craintes surpassent de beaucoup l'impact réel sur ses affaires que ces coupures pourraient avoir dans le futur. Dans les faits, le secteur hospitalier dégage déjà des marges de profit extrêmement minces dans la plupart des cas (et même des marges négatives en ce qui a trait aux services couverts par Medicare), ce qui limite considérablement le montant d'argent que le gouvernement peut parvenir à soutirer au secteur. En outre, le secteur peut compter sur un groupe de lobbying très puissant qui a fait ses preuves, en plus de fournir un service essentiel auquel on ne pourrait mettre fin en réduisant les remboursements gouvernementaux à niveau trop bas. Par conséquent, nous croyons que le scénario le plus probable pour le secteur hospitalier consistera en une série de légers rajustements à la baisse des prix, un scénario que la société *Universal Health Services, Inc.* devrait être en mesure de gérer, et qui ne devrait pas l'empêcher de faire croître son bénéfice à un rythme décent.

De la même manière que celui d'*Universal Health Services, Inc.*, le titre de *Chemed Corporation*, un important fournisseur de soins palliatifs de fin de vie, a contre-performé en 2011 en raison des mêmes craintes concernant les coupures de remboursements et le resserrement des exigences réglementaires. Tout comme le secteur des hôpitaux de soins actifs, le secteur des soins palliatifs génère déjà de très faibles marges bénéficiaires et est en grande partie constitué d'exploitants à but non lucratif, ce qui restreint dans une large mesure l'ampleur d'éventuelles coupures des remboursements versés aux entreprises du secteur. Il existe en outre un plafond pour les remboursements versés par Medicare pour les patients qui doivent passer de longs séjours aux soins palliatifs, un mécanisme qui réduit considérablement toute tentative d'envergure par les fournisseurs de déjouer le système de remboursement. Outre ces préoccupations, la société a perdu 140 millions de dollars US de valeur boursière en novembre à la suite du dépôt d'une poursuite résultant d'une dénonciation liée à une situation survenue dans un seul marché et sur une période de temps relativement courte, un cas pour lequel le département de la Justice a décidé de ne pas intervenir. De telles poursuites sont très fréquentes dans le secteur des soins de santé et celle-ci ne différerait en rien d'autres poursuites intentées dans le passé. Ces cas prennent habituellement fin d'eux-mêmes ou à la suite du versement d'un léger dédommagement. En dépit des craintes du marché et des distractions externes, *Chemed* a obtenu de bons résultats en 2011 d'un point de vue financier, a de nouveau généré de robustes flux de trésorerie en plus d'avoir, au passage, revu à la hausse ses prévisions de bénéfices. Pour *Chemed* tout comme pour *Universal Health Services*, les multiples d'évaluation de leurs actions sont ceux d'entreprises en déclin aux prises avec d'énormes défis, une conception qui ne pourrait être plus loin de la vérité compte tenu de la robustesse de la performance financière soutenue des deux sociétés et des réalités de leurs secteurs d'activité respectifs.

Bien que nous ne puissions évidemment rien faire pour contrôler la performance à court terme des cours des titres que nous détenons, nous conservons comme seul objectif d'identifier et d'investir dans des sociétés à petite capitalisation boursière de grande qualité qui sont considérablement sous-évaluées par le marché. Une fois que nous sommes en mesure d'investir dans une nouvelle idée de placement en respectant ces principes, nous attendons ensuite que l'écart entre le cours du marché des actions de chaque société et leur valeur intrinsèque se referme. Bien qu'il ne s'agisse presque jamais d'un processus linéaire, et parfois même l'écart de sous-évaluation s'accroît encore davantage avant de se refermer, nous n'avons rien noté de particulier à l'égard de nos titres qui ont contre-performé vers la fin de 2011 indiquant un quelconque changement important des données fondamentales. Bien que nous aurions souhaité qu'un nombre plus important des titres que nous détenons se soient rapprochés ou qu'ils aient surpassé leur valeur intrinsèque avant la fin de l'année, nous demeurons imperturbables face à ce que nous avons subi au mois de décembre, puisque cette contre-performance à court terme ne découlant d'aucun changement aux données fondamentales n'a fait qu'accroître l'écart entre le cours du marché et la valeur réelle des entreprises dont nous détenons des titres. Cet écart devrait éventuellement se refermer pour toutes les sociétés dans lesquelles nous avons investie, ce qui est de bon augure pour le rendement futur du portefeuille. De plus, malgré un dernier mois de l'année décevant en décembre, nous avons tout de même clos 2011 avec une avance substantielle pour l'ensemble de l'année par rapport à notre indice de référence.

Bien que nous ayons connu une période difficile par rapport à notre indice de référence durant le trimestre de décembre, tout n'a pas été sombre pour nous puisque nous avons accumulé plusieurs belles réussites qui méritent d'être soulignées. Tout d'abord, nos deux plus importantes participations dans le portefeuille, *NeuStar, Inc.*, un important fournisseur de services d'échange de données qui dessert les entreprises de télécommunications en assurant une connexion transparente entre les multiples réseaux des opérateurs, et *Brown & Brown, Inc.*, l'un des plus importants courtiers d'assurance aux États-Unis, ont toutes deux connu un très bon trimestre, alors que leurs titres ont grimpé respectivement de 36 % et 27 %. *NeuStar*, en plus de



produire de manière soutenue de robustes résultats financiers, a mis à contribution son bilan riche en liquidités afin de réaliser une acquisition assez importante d'une entreprise très rentable qui devrait grandement contribuer aux résultats, et a complété un important rachat d'actions représentant environ 10 % du total de ses actions en circulation. *Brown & Brown* a également réalisé une acquisition d'envergure d'une entreprise très rentable et en forte croissance en plus de générer de bons résultats dans un environnement qui s'améliore lentement pour le secteur de l'assurance. En outre, nous avons profité d'une solide performance du titre de *Carlisle Companies Incorporated*, actuellement notre participation la plus importante dans le secteur des produits industriels, alors que le titre a grimpé d'environ 40 % durant ce dernier trimestre, à la suite de la publication de bons résultats et de l'annonce d'acquisitions à venir. Nous avons aussi bénéficié du bon rendement de titres comme *True Religion Apparel, Inc.* et *The Middleby Corporation*, ainsi que de *hhgregg* (avec une progression de plus de 40 %), pour n'en nommer que quelques-uns.

Bien que les titres de certaines sociétés dans lesquelles nous détenons actuellement des participations aient pris des directions opposées à leurs données fondamentales et leur valeur réelle, l'écart entre le prix du marché et la valeur intrinsèque s'est refermé beaucoup plus rapidement que nous l'aurions souhaité pour certaines des nouvelles idées de placement que nous avons identifiées au cours de ce plus récent trimestre. Nous avons toutefois de nouveau manqué de chance, puisque deux des trois nouveaux investissements dans le portefeuille ont commencé à s'apprécier avant même que nous ne parvenions à compléter les achats d'actions prévus. Ces participations que nous n'avons pu compléter se sont révélées être deux de nos meilleurs titres ce trimestre, mais n'ont pu contribuer autant que si nous avions eu suffisamment de temps pour acquérir la totalité des participations visées dans la fourchette de prix que nous souhaitions respecter.

La première de ces nouvelles idées de placement était *American Public Education, Inc.* (« APEI »), un fournisseur de services d'enseignement postsecondaire pour les populations civile et militaire. Nous admirons APEI depuis longtemps puisqu'il s'agit, à notre avis, de l'une des meilleures sociétés dans le secteur de l'éducation. La société a réussi à se démarquer au fil du temps grâce à ses frais de scolarité très peu élevés pour les étudiants, des taux de placement des étudiants élevés, des programmes très flexibles uniquement offerts en ligne, son enracinement dans la communauté militaire et grâce à son marketing efficace et à faible coût qui repose essentiellement sur le bouche à oreille et les références, plutôt que sur une approche plus dispendieuse de sollicitation de clients potentiels. Grâce à son modèle d'affaires très différent, APEI a réussi à contrer la tendance négative du secteur, qui connaît un important ralentissement du nombre d'inscriptions d'étudiants et qui est soumis à un cadre réglementaire désormais plus restrictif. La société a ainsi enregistré un nombre très élevé d'inscriptions, une croissance de ses revenus très robuste, des rendements élevés sur le capital investi, tout en demeurant peu exposée aux risques associés au cadre réglementaire. Après avoir effectué des recherches approfondies sur APEI antérieurement, et à la suite de plusieurs rencontres avec ses dirigeants, nous avons enfin eu la chance d'acquérir une participation dans la société lorsque des coupures de financement des frais de scolarité pour les étudiants issus du secteur militaire furent annoncées et que le cours du titre a fortement chuté. Convaincus que ces coupures de financement ne modifieraient pas de manière importante les perspectives de croissance à long terme ou la rentabilité de l'entreprise en raison de notre connaissance approfondie de cette société et de son secteur d'activité, nous avons tiré avantage de la réaction exagérée du marché à la nouvelle, et avons commencé à acquérir des actions une fois que le cours du titre a descendu en deçà de notre évaluation de sa valeur réelle. Cependant, dans l'une des plus bizarres tournures d'événement que nous ayons jamais vues, deux séances boursières plus tard, la coupure de financement annoncée a été annulée, et le cours du titre d'APEI s'est redressé. Malheureusement, le titre a remonté si vite à la suite de cet étrange dénouement que nous n'avons pu compléter l'acquisition de notre participation souhaitée. Le titre a terminé l'année 2011 en force, en hausse d'environ 35 % par rapport à notre coût d'acquisition. Nous avons espoir de bénéficier d'une occasion d'acquérir d'autres actions de cette société au courant de 2012.

Nous avons été confrontés à une situation similaire avec le titre de la société *NetScout Systems, Inc.*, un chef de file dans la conception et la fabrication de systèmes qui aident les entreprises à surveiller et gérer leur réseau de données plus efficacement. Après avoir effectué une analyse approfondie de cette société, nous avons acquis une participation initiale dans le titre. Bien que *NetScout Systems* ait fait un travail formidable au cours des dernières années afin de faire croître son chiffre d'affaires, différencier son offre de produits, développer de solides avantages concurrentiels, accaparer des parts de marché et de bâtir une vaste base installée de produits pour un groupe de clients très fidèles qui lui permet de générer d'importants revenus récurrents provenant de ses services d'entretien, le titre de la société a subi une forte pression au cours de

l'été et au début de l'automne, après avoir publié des résultats décevants. Ses nouvelles ventes de systèmes aux entreprises du secteur des services financiers et aux gouvernements ont été inférieures aux attentes, alors que ces marchés finaux ont ralenti le rythme de leurs dépenses à la lumière des fortes pressions et préoccupations d'ordre macroéconomique et budgétaire. Nous sommes alors devenus convaincus que le titre avait si fortement chuté qu'il était devenu considérablement sous-évalué et constituait une très bonne occasion d'achat. Nous étions cependant conscients de la tendance négative à court terme des affaires de la société et réalisons la même problématique qui avait affecté la société lors du trimestre précédent pourrait très bien refaire de nouveau surface au cours du trimestre de septembre, compte tenu des préoccupations et des défis persistants auxquels étaient confrontés certains des marchés finaux de la société. Nous avons ainsi pris la décision de commencer à acquérir une participation de manière très opportune, en achetant des actions sur baisse du cours et en attendant la fin de la période des annonces préliminaires de la saison des résultats avant de s'engager davantage dans l'achat du titre. Malheureusement pour nous, le titre a commencé à progresser avec les marchés au début d'octobre et avant la publication des résultats, puis a grimpé encore davantage à la suite de l'annonce par la société de bons résultats, supérieurs aux attentes, et qui ne reflétaient pas le même niveau de ralentissement au chapitre des dépenses des entreprises que lors du précédent trimestre. De manière similaire à APEI, le titre de *NetScout Systems* a clos l'année en hausse d'environ 35 % par rapport à notre coût d'acquisition. Puisque nous n'avons pas eu la chance de compléter l'acquisition de notre participation souhaitée et de profiter pleinement de l'appréciation du titre, nous resterons à l'affût d'occasions d'accroître notre participation dans cette société en 2012 à un prix opportun.

Enfin, nous avons au moins été en mesure de compléter notre investissement dans une autre nouvelle idée de placement : *Iconix Brand Group, Inc.* (« Iconix »), une société de gestion de marques qui possède, octroie des licences et commercialise 28 marques grand public générant des ventes au détail de plus de 12 milliards de dollars annuellement. La société n'oeuvre pas dans la fabrication, la vente en gros ou la vente au détail. En tant que propriétaire de nombreuses marques, son modèle d'affaires repose sur l'acquisition de nouvelles marques, la conclusion d'ententes de licences à long terme avec des détaillants ou des grossistes et le soutien aux détenteurs de licences afin de les aider à positionner et à commercialiser chacune des marques de manière appropriée. Comme concédant de ces marques grand public, Iconix perçoit des redevances en fonction des ventes de chaque marque. Généralement, les deux tiers du flux annuel de redevances sont garantis, ce qui procure à la société une bonne visibilité et d'importants revenus récurrents. En outre, en raison de ses faibles besoins en capital et en infrastructure, la société génère des marges bénéficiaires très élevées et de robustes flux de trésorerie disponibles. De plus, l'actuelle équipe de direction a démontré son savoir-faire en matière d'acquisitions et de croissance soutenue des ventes internes des marques acquises, et ce, même au cours de la dernière récession. Ses marques sont très bien établies, remportent du succès et existent en moyenne depuis 50 ans. Sa proposition de valeur aux détaillants et aux grossistes est très attrayante, puisqu'Iconix leur donne un accès exclusif à des marques bien établies qui génèrent des marges de profit similaires à celles des marques privées. Bien qu'Iconix ne soit pas immunisée contre un ralentissement des dépenses de consommation ou la contre-performance de l'une de ses marques qui pourrait entraîner le non-renouvellement d'une entente de licence existante, nous croyons que compte tenu de son évaluation boursière actuelle qui s'élève à environ 7 fois ses flux de trésorerie disponibles en rythme annualisé, le titre est considérablement sous-évalué et représente une occasion d'achat attrayante.

Nous nous attendons à ce que la société maintienne une croissance interne d'un peu moins de 5 % dans le futur pour son portefeuille de marques et qu'elle continue à utiliser ses importants flux de trésorerie disponibles afin d'acquérir de manière sélective de nouvelles marques, ce qui en retour, grâce au solide levier d'exploitation de l'entreprise, devrait continuer à se traduire par une robuste croissance de ses flux de trésorerie disponibles dans les années à venir.

Bien que nous soyons déçus de clore une bonne année de cette manière en décembre, notre feu sacré brûle encore plus ardemment au moment d'entreprendre 2012. Lorsque nous prenons du recul et réfléchissons à ce que nous avons réalisé au cours des cinq dernières années, compte tenu de la volatilité considérable des marchés, des énormes mouvements à la hausse et à la baisse du marché que nous avons traversés, de la plus sévère récession depuis la Grande Dépression et des niveaux très élevés de corrélation entre les titres avec lesquels nous avons dû composer, nous sommes très satisfaits du niveau élevé de rendement que nous avons obtenu par rapport à notre indice de référence au cours de ces cinq dernières années et de notre classement dans le premier quartile. Nous avons non seulement réussi à obtenir un rendement largement supérieur au marché lors des années de baisse (2007, 2008, 2011) durant cette période, mais nous sommes



également parvenus à ajouter de la valeur durant les deux années de forte reprise du marché que nous avons connues en 2009-2010. Au cours de cette période de cinq ans, nous n'avons enregistré que deux sous-périodes de contre-performance qui méritent d'être mentionnées soit la deuxième moitié de 2010 et le mois de décembre de l'année qui vient de prendre fin. Nous croyons que la réalisation d'un niveau aussi élevé de surrendement durant toutes les principales phases de ce cycle de cinq ans du marché, soit pendant l'une des périodes les plus difficiles pour les gestionnaires actifs, témoigne du bien-fondé de notre stratégie de placement et de notre modèle d'affaires, en plus de démontrer clairement notre habileté à mettre en oeuvre avec succès notre processus de placement éprouvé au fil du temps.

Bien que nous évitions toujours de tenter de prédire ce qui attend les marchés, nous croyons que nous continuerons à observer les forces positives actuellement à l'oeuvre (faibles taux d'intérêt, niveaux élevés de liquidités, lente reprise de l'économie américaine, bilans solides des entreprises) affronter les enjeux problématiques (crise de la dette et récession en Europe, questions budgétaires aux États-Unis, probabilité de révisions à la baisse des bénéfices), de sorte que le marché pourrait ne pas trouver de direction claire en 2012. Nous demeurons préoccupés par le niveau élevé de croissance des bénéfices intégré dans les prévisions établies pour les sociétés à petite capitalisation américaines pour 2012 (soit une croissance d'environ 20 %), compte tenu du manque de vigueur de l'économie, des nouvelles pressions sur les coûts et de la difficulté grandissante de surpasser les marges bénéficiaires et les résultats formidables des deux dernières années. Comme nous l'avons observé tout au long de 2011, nous nous attendons à une réduction des estimations de bénéfices alors que les dirigeants feront preuve de prudence dans l'établissement de leurs prévisions de bénéfices en raison de l'environnement plus difficile et incertain dans lequel évoluent la plupart des entreprises.

Peu importe ce que l'avenir réserve au marché des sociétés américaines à petite capitalisation boursière, nous sommes fermement convaincus du bien-fondé du positionnement et de la stratégie de notre portefeuille. Lorsque nous comparons notre portefeuille en ce début d'année 2012 à la même période l'an dernier, nous constatons qu'il semble encore plus solide qu'il ne l'était à pareille date un an plus tôt. Notre portefeuille se négocie à des multiples d'évaluation de deux à trois points inférieurs à ceux de l'an dernier au chapitre du ratio cours/bénéfice et du ratio cours/flux de trésorerie disponibles, en plus de se négocier à un escompte de 16 % par rapport à sa valeur intrinsèque ou réelle, comparativement à un escompte de 1 % un an auparavant, tout en présentant des perspectives de rendement du capital et des capitaux propres très similaires à celles de l'an dernier, ce qui donne une bonne idée de la très grande qualité des caractéristiques que nous avons maintenue pour les titres composant notre portefeuille. Bien que nous croyons que notre portefeuille soit fortement sous-évalué et qu'il fasse très bonne figure en termes absolus, il se compare de manière encore plus avantageuse par rapport à notre indice de référence, puisqu'il se négocie à un escompte substantiel par rapport à ce dernier tout en offrant un niveau de qualité beaucoup plus élevé. Nous sommes pleinement convaincus que les investisseurs commenceront de nouveau à s'attarder aux données fondamentales propres à chacune des sociétés une fois que seront passés les gros chocs macroéconomiques et qu'il deviendra beaucoup plus difficile pour les sociétés de soutenir la croissance de leurs bénéfices à un rythme constant, comme la plupart sont parvenues à le faire au cours des deux dernières années. Par conséquent, nous sommes très enthousiastes à l'idée d'entreprendre la nouvelle année et de générer d'excellents rendements pour nos clients.