



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

VBA a le plaisir d'annoncer qu'un 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 31 mars 2011 se classe :

- dans le 20^e percentile sur dix ans,
- dans le 9^e percentile sur cinq ans,
- dans le 12^e percentile sur quatre ans,
- dans le 12^e percentile sur trois ans et
- dans le 83^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 mars 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 mars 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	9,82	9,82	23,17	45,52	14,94	8,98	9,56	11,05	10,29	12,46	12,83
Indice Russell 2000	7,94	7,94	25,79	43,09	8,57	2,72	3,35	6,60	7,21	7,87	6,03
Indice S&P 500	5,92	5,92	15,65	31,61	2,35	0,44	2,62	4,46	3,64	3,29	1,00
Valeur ajoutée (portefeuille moins le Russell 2000)	1,88	1,88	-2,62	2,43	6,37	6,26	4,45	4,45	3,08	4,59	6,80

Note : Van Berkom et Associés Inc., entité inscrite auprès des commissions des valeurs mobilières du Québec, de la Nouvelle-Écosse, 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 mars 2011, le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain («Fonds composé de caisses de retraite») totalisait 856,4 millions de dollars US en titres à petite capitalisation boursière, soit 99,3 % de l'actif US géré et 52,9 % de l'actif total géré par la firme. Le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain comprend quatorze 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 premier 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

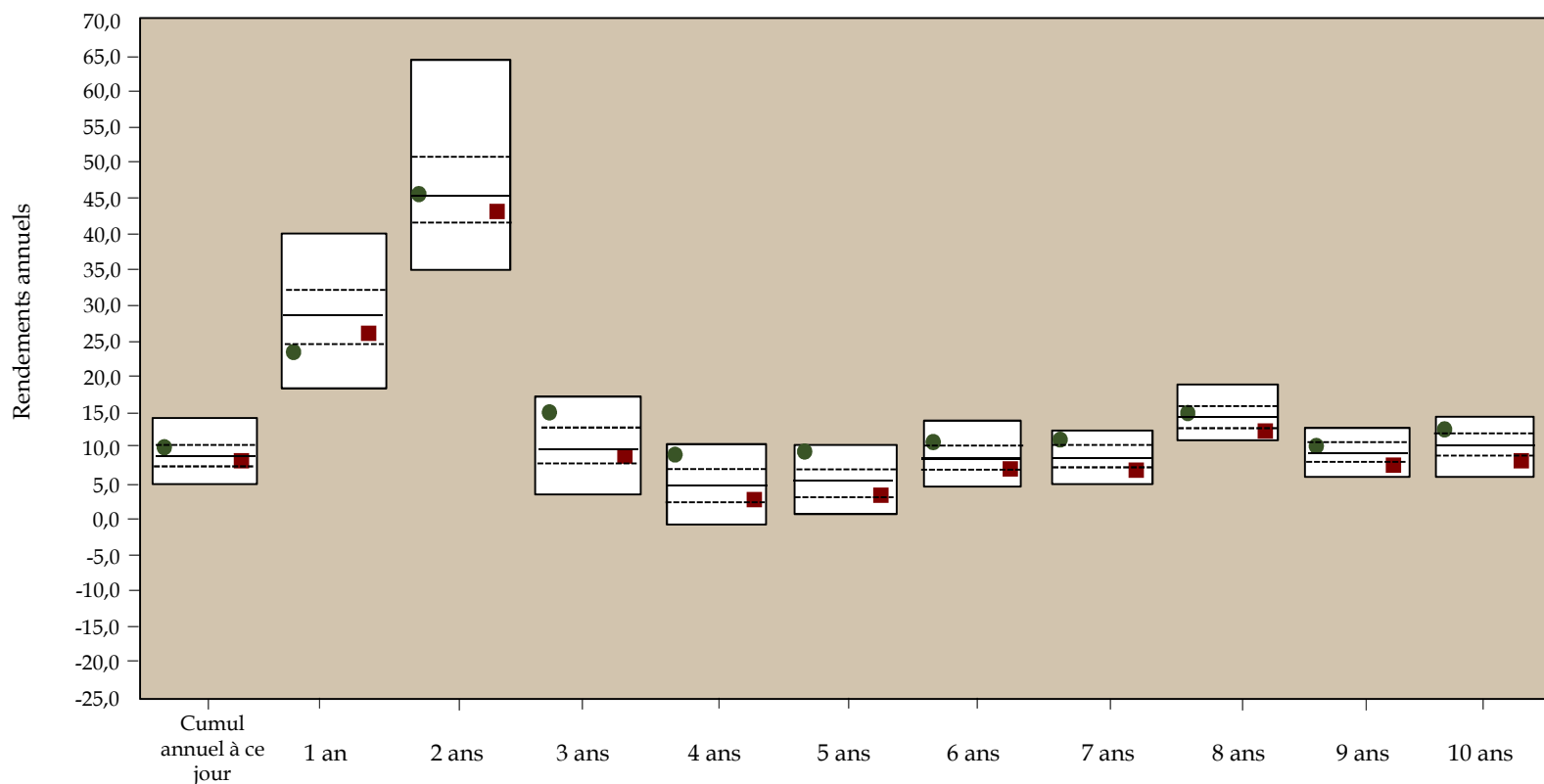
JSvB/dr
p.j.

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 mars 2011



	Cumul annuel à ce jour	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans	6 ans	7 ans	8 ans	9 ans	10 ans
	% tile	% tile	% tile	% tile	% tile	% tile	% tile	% tile	% tile	% tile	% tile
● Fonds composé de VBA	35	83	49	12	12	9	21	20	40	31	20
■ Indice Russell 2000	67	69	65	68	71	73	76	86	79	87	89
# de portefeuilles	378	371	361	341	321	291	264	240	217	181	162

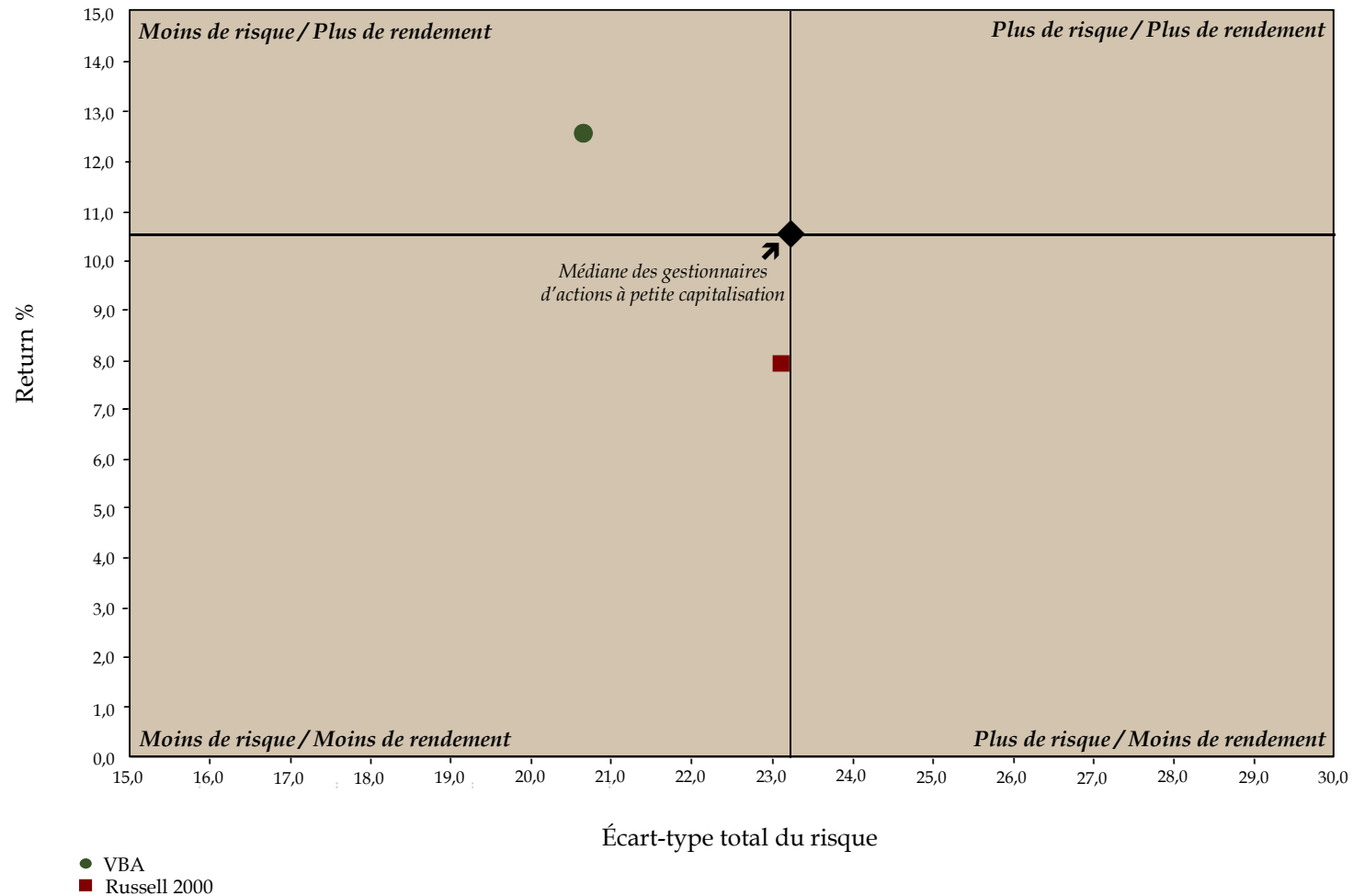
Source de l'univers : Russell Investment Group

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 31 mars 2011



Source d'univers : Russell Investment Group



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

Le vieil adage qui dit qu'il ne faut jamais ramer à contre-courant de la Réserve fédérale (« never fight the Fed ») a démontré une fois de plus sa justesse durant ce premier trimestre de 2011. Bien que nous ayons pu constater, au cours des deux dernières années, à quel point le marché boursier américain pouvait bien résister aux données économiques nationales mitigées et parfois décevantes, nous ne savions pas encore comment il réagirait face à un déluge d'événements majeurs inattendus à l'échelle internationale, d'autant plus après ces deux incroyables années de reprise que nous venions de connaître. Il ne fait nul doute que ce plus récent trimestre a été enclin aux désastres, avec la catastrophe naturelle au Japon et la crise nucléaire qui a suivi; les turbulences sans précédent et les changements de leadership au Moyen-Orient; la flambée des prix du pétrole; l'aggravation de la crise de la dette souveraine en Irlande et au Portugal; les menaces inflationnistes à l'échelle mondiale et l'alourdissement des déficits budgétaires qui affligent plusieurs grandes économies développées. Bien que le marché boursier américain ait initialement souffert d'une indigestion après avoir ingurgité ce cocktail d'événements internationaux imprévus qui sont presque tous survenus en même temps, il a récupéré toutes ses pertes de manière éclatante en l'espace de deux semaines, alors que les investisseurs ont rapidement balayé du revers de la main ces inquiétudes, même si les répercussions ultimes de certains de ces événements restent encore à déterminer.

En fin de compte, ce sont l'incidence positive soutenue des énormes liquidités injectées dans les marchés financiers par la Réserve fédérale, l'optimisme croissant à l'égard de la reprise économique et un appétit apparemment sans fin pour le risque qui ont prévalu durant ce trimestre, de sorte que le marché boursier américain a connu l'un de ses meilleurs premiers trimestres depuis un bon moment, malgré les nombreuses calamités qui ont déstabilisé les investisseurs.

Une fois de plus, les actions des sociétés à petite capitalisation boursière ont trouvé le moyen de surpasser le rendement des titres à grande capitalisation durant ce trimestre de mars 2011, alimentées par la vigueur soutenue des activités de fusions et acquisitions, une forte croissance des bénéficiaires et l'accroissement de la prise de risque chez les investisseurs. Plus surprenant encore, les titres à petite capitalisation ont généré des rendements supérieurs à ceux des titres à grande capitalisation même durant la mini-correction du mois de mars, probablement en raison du fait qu'en étant davantage axées sur le marché intérieur, les sociétés à petite capitalisation boursière étaient dans l'ensemble moins exposées aux événements importants qui se sont produits à l'échelle mondiale. Comme si cette surperformance assez surprenante dans un marché baissier très volatil n'avait pas été suffisante, les titres à petite capitalisation ont également affiché des rendements supérieurs lorsque les marchés se sont redressés par rapport à leur creux du trimestre. Cette performance excédentaire dans des marchés en dents de scie durant le trimestre a eu pour effet de prolonger encore davantage ce cycle favorable aux titres à petite capitalisation, alors que l'indice Russell 2000 ne se trouve actuellement qu'à moins de 1 % de son sommet historique atteint en juillet 2007. Cette performance étonnante fait en sorte que les titres à petite capitalisation se retrouvent en territoire dangereux, puisque leurs évaluations boursières se rapprochent des sommets historiques, aussi bien en termes absolus que par rapport aux titres à grande capitalisation.

Étant donné la performance éblouissante du marché boursier américain au cours des derniers trimestres, nous aimerions partager l'enthousiasme des investisseurs, des économistes et des observateurs du marché et nous rallier au consensus très optimiste qui prévaut actuellement, mais à mesure que nous avançons, nous nous sentons de moins en moins à l'aise avec ce marché haussier que rien ne semble pouvoir arrêter. D'une part, malgré les réactions extrêmement positives des investisseurs à la publication des données macroéconomiques, dans les faits, nous assistons jusqu'à maintenant à la reprise économique la plus anémique depuis la Grande Dépression, telle que mesurée par le ratio de l'augmentation du PIB réel depuis le début de la reprise à la diminution du PIB réel durant la récession. Par conséquent, de ce point de vue, il est assez difficile de concilier cette reprise linéaire des marchés qui se poursuit depuis plus de deux ans et qui est sans aucune mesure avec la faiblesse générale de la reprise économique. Ce qui est peut-être encore plus inquiétant est le fait que cette expansion économique a été en grande partie stimulée par des programmes gouvernementaux de relance à court terme et par l'énorme quantité de liquidité injectée par la Réserve fédérale, plutôt que d'avoir été alimentée par des investissements à long terme dans l'économie plus susceptibles d'entraîner des retombées durables. De par ses actions, il nous apparaît évident que le gouvernement américain ait privilégié la consommation au détriment des investissements, et qu'il ait élaboré



des mesures de rafistolage plutôt qu'une solution à long terme pour cette économie. Le choix de cette voie soulève évidemment la question de la durabilité de cette reprise économique, en particulier avec la menace imminente que représente l'expiration prévue ou la réduction de plusieurs de ces programmes fédéraux dans les prochains mois. Il existe également un risque réel de voir la pression politique s'accroître en faveur d'une réduction substantielle du déficit fédéral gargantuesque, de la réduction de certaines prestations et d'une diminution de l'admissibilité à certains programmes, ce qui viendrait compromettre encore davantage la santé financière de nombreux Américains qui en sont venus à compter sur le gouvernement afin de maintenir leur niveau de vie.

En outre, bien que les bénéfices des entreprises se soient redressés admirablement bien jusqu'à maintenant, et qu'ils ont été un facteur clé à la fois de cette reprise économique et de la vigueur du marché boursier, il est intéressant de souligner que les marges bénéficiaires des sociétés composant l'indice S&P 500 font en réalité du surplace depuis les deux ou trois derniers trimestres et qu'elles avoisinent déjà des sommets historiques. Compte tenu de l'accumulation des pressions inflationnistes sur les coûts des intrants importants, notamment sur le prix du pétrole, et de la nécessité évidente pour les entreprises de bonifier les avantages sociaux de leurs employés et leurs programmes de rémunération incitative après trois années de coupures importantes, nous avons de la difficulté à croire que les marges d'exploitation de la plupart des sociétés américaines puissent s'améliorer davantage. En fait, nous croyons que la pression sur les marges pourrait s'accroître au point de mettre en péril les prévisions de bénéfices de plusieurs sociétés. Quoi qu'il en soit, les estimations des analystes pour 2011 continuent de reposer sur un fort levier d'exploitation ou encore une progression soutenue des marges, ce qui pourrait donner lieu à de nombreuses révisions à la baisse des prévisions de bénéfices si les marges devaient ne pas être à la hauteur de ces attentes élevées, ce qui ne constitue habituellement pas un contexte idéal pour le marché boursier.

De fait, en raison de l'incertitude entourant la durabilité de cette reprise économique et de la pression qui s'accroît sur les marges d'exploitation des entreprises, nous croyons qu'il existe un risque réel que les bénéfices des sociétés atteignent un sommet plus tôt durant le présent cycle que ce qu'anticipent la plupart des investisseurs. Puisqu'un nombre important de titres de sociétés sont actuellement évalués par les investisseurs sur la base de prévisions de bénéfices éloignés dans le temps, il est fort possible que les investisseurs soient déçus lorsque les bénéfices commenceront à montrer qu'ils ont atteint leur sommet bien avant le vaste consensus du marché. Un tel scénario pourrait ébranler le marché boursier...

Dans l'intervalle, le premier trimestre de 2011 a manifestement déjoué nos pronostics selon lesquels le marché boursier était sur le point d'amorcer une phase de plus grande maturité, où sa progression serait davantage liée aux données fondamentales des sociétés prises individuellement plutôt qu'aux facteurs macroéconomiques. Une fois de plus, nous avons eu droit à tout sauf à un marché favorable aux sélectionneurs de titres durant la plus récente période, qui a été caractérisée par la persistance d'une corrélation élevée entre les actions, et au cours de laquelle les événements macroéconomiques ont continué d'exercer une forte influence sur la performance des marchés financiers, sans parler des rendements supérieurs obtenus par les titres cycliques affichant un coefficient bêta élevé (des titres du secteur de l'énergie notamment). Ainsi, cette grande vigueur du marché des titres à petite capitalisation a de nouveau créé un environnement très difficile pour notre style de placement. Nous avons néanmoins réussi à surpasser le rendement de notre indice de référence des titres à petite capitalisation boursière au cours du dernier trimestre grâce aux gains robustes réalisés par plusieurs des titres que nous détenons et à la réaction positive de plusieurs titres en portefeuille à la plus récente saison des résultats financiers. Notre surperformance a été très diversifiée puisque pas moins de 18 des titres que nous détenons dans notre portefeuille ont enregistré des rendements de plus de 10 % durant la période de mars, et que seulement quatre titres ont terminé le trimestre en territoire négatif.

Plus précisément, notre portefeuille a manifestement tiré profit du contexte de forte activité de fusions et acquisitions et de la machine à rumeurs spéculatives, puisque les titres de Big Lots, Inc. et CBOE Holdings, Inc. ont très bien réagi aux rumeurs d'acquisition les concernant. De plus, l'amélioration des données fondamentales de ces deux entreprises a fait grimper le cours de leurs titres vers de nouveaux sommets. En outre, trois des piliers de notre portefeuille durant cette reprise du marché, soit Fossil, Inc., Tempur-Pedic International Inc. et Sotheby's, ont poursuivi leur progression inexorable au cours du dernier trimestre. Fossil, plus particulièrement, est l'un des placements les plus rentables de notre histoire, le titre ayant monté en flèche depuis l'acquisition de notre participation initiale aux alentours de 12 \$ il y a un peu plus de deux ans, à son



cours actuel qui fluctue entre 92 et 93 \$. Il faut mentionner que nous avons profité de la vigueur des cours pour empocher une partie des gains réalisés sur ces trois titres.

Nous avons également eu quelques performances moins éclatantes au cours de ce plus récent trimestre, notamment l'évolution décevante des cours des actions de Grand Canyon Education, Inc. (« Grand Canyon ») et de hhgregg, Inc. D'une part, l'action de Grand Canyon a continué à subir de la pression en raison des modifications importantes qui seront apportées au cadre réglementaire dans le secteur de l'éducation, de son passage à une approche constable, plus conservatrice fondée sur le cheminement académique de l'emprunteur pour l'octroi de financement, d'une intensification de la concurrence pour le recrutement des étudiants aux programmes en ligne et de certains facteurs anticycliques. Bien que la combinaison de ces facteurs ait exercé de la pression sur le taux de croissance de la société et sur sa rentabilité, une récente visite de suivi aux bureaux de la direction de la société et à son campus physique nous a convaincus encore davantage que la société est bien positionnée pour faire face aux bouleversements réglementaires et pour compétitionner avec succès dans le nouvel environnement. Les activités de son campus physique devraient bénéficier d'une dynamique favorable de l'offre et de la demande dans l'état de l'Arizona dans l'avenir prévisible, de ses projets actuels d'expansion et de ses frais de scolarité très abordables. En outre, le programme en ligne de la société, même s'il représente actuellement plus de 90 % du nombre total des inscriptions, présente un potentiel de croissance considérable et vise à offrir aux étudiants une formation de grande qualité et un taux de réussite élevé, ce qui devrait à terme lui permettre de se démarquer encore plus de ses homologues et d'enregistrer une croissance supérieure à celle du secteur, comme elle l'a fait au cours des dernières années. En outre, ses deux principaux programmes d'études, soit l'éducation et les soins de santé, devraient demeurer moins cycliques que la plupart des autres cursus. Le cours de l'action a continué à reculer durant ce trimestre de sorte que les investisseurs bénéficient d'une occasion unique d'acquérir le titre d'une excellente société, dirigée par des gestionnaires de haut calibre, mais qui est fortement sous-évaluée par le marché. Nous estimons que la valeur intrinsèque de cette entreprise est considérablement supérieure à ce que reflètent les multiples d'évaluation actuels.

Nous avons donc pris la décision de concentrer nos investissements dans le secteur de l'éducation sur Grand Canyon. Nous avons ainsi vendu les titres que nous détenions dans la société The Washington Post Company et augmenté notre participation dans Grand Canyon. The Washington Post s'est avéré pour nous un placement lucratif depuis son acquisition du titre près du creux du marché vers la fin de 2008 et le début de 2009. Après avoir atteint des niveaux planchers, le titre a très bien rebondi. Les activités de la société dans le secteur de l'éducation (division Kaplan) et dans le secteur de la câblodistribution ont soutenu sa rentabilité globale durant la récession, et ses secteurs d'activité plus cycliques, comme la télévision et les médias imprimés, ont commencé à se redresser au cours de la présente reprise économique. Cependant, les changements réglementaires en cours dans le secteur de l'éducation devraient avoir un impact négatif profond sur les activités de sa division Kaplan, puisque la société a déjà dû apporter des modifications importantes à son modèle d'affaires pour survivre à la refonte actuelle du cadre réglementaire. Ces changements, jumelés aux vents contraires anticycliques qui prévalent, réduiront inévitablement la rentabilité de Kaplan de manière substantielle dans les trimestres à venir, ce qui entraînera une baisse importante des bénéfices globaux de The Washington Post, puisque Kaplan compte pour plus de la moitié du total des bénéfices de la société. Par ailleurs, il nous a toujours été très difficile d'engager et de maintenir le dialogue avec l'équipe de direction très opaque de la société. En raison des profonds changements qui affecteront les activités de sa division Kaplan dans le secteur de l'éducation, nous ne nous sentions plus à l'aise avec l'idée de détenir des actions d'une société dont l'équipe de direction était peu disposée à discuter des initiatives qu'elle comptait mettre en oeuvre pour traverser cette période de turbulences. Nous avons donc encaissé les gains réalisés avec ce titre et investi dans une société oeuvrant exclusivement dans le secteur de l'éducation qui nous semblait disposer de bien meilleurs atouts pour prospérer dans le nouvel environnement réglementaire plus contraignant.

Outre ces décisions de placements, l'important et très vaste rebond du marché des titres à petite capitalisation qui s'est poursuivi trimestre après trimestre a fait en sorte qu'il est devenu encore plus difficile pour nous de trouver de nouvelles idées de placement de grande qualité fortement sous-évaluées par le marché. Toutefois, grâce à nos efforts assidus, nous avons réussi à identifier deux nouvelles idées de placement en lesquelles nous croyons fermement et qui devraient nous aider à créer de la valeur à long terme pour nos clients. Ainsi, au cours de ce plus récent trimestre, nous avons acquis une participation initiale dans la société hhgregg, Inc. La société est un détaillant spécialisé dans les électroménagers et l'électronique grand public, dont les ventes atteignent environ 2 milliards de dollars et qui compte 170 magasins regroupés dans quelques marchés du



Midwest, du centre du littoral de l'Atlantique et du Sud-Est des États-Unis. hhgregg, Inc. est dirigée par une équipe de gestionnaires très expérimentés et a une très longue histoire de croissance rentable et de rendements élevés du capital investi pour ses magasins. La société s'est démarquée avec succès de la forte concurrence en proposant un très vaste assortiment de marchandises de qualité et en offrant un service à la clientèle supérieur par le biais de services personnalisés d'assistance à la clientèle en magasin, de livraisons le jour même et de services d'installation. Bien que la société ait plutôt bien réussi à naviguer au travers de la récession, ses activités commerciales ont subi de la pression durant la dernière année en raison d'une forte concurrence des prix et des pressions déflationnistes dans la catégorie des téléviseurs ainsi que d'une faiblesse relative des ventes d'électroménagers du fait que le marché de l'habitation ne s'est pas encore remis de la récession. Les activités dans le secteur des téléviseurs ont été marquées plus particulièrement par la contre-performance des nouveaux téléviseurs 3D et un manque général de nouveauté et d'innovation dans cette catégorie de produits, ainsi que par la concurrence accrue des détaillants en ligne qui ont eu un impact négatif sur les ventes des magasins comparables de la société au cours des derniers trimestres.

Après avoir mené une recherche poussée et approfondie sur ce titre, procédé à une évaluation complète du modèle financier et discuté avec plusieurs intervenants de l'industrie, y compris l'équipe de direction de hhgregg, nous en sommes venus à la conclusion que la faiblesse du cours du titre de la société offrait une occasion d'achat particulièrement intéressante. Tout d'abord, de nombreux investisseurs sont inquiets du fait que « cette fois les choses sont différentes » pour l'industrie de l'électronique grand public : le passage à la télévision 3D pourrait ne pas avoir lieu et l'innovation dans l'industrie de la télévision pourrait faire du surplace dans l'avenir prévisible, accentuant la pression sur les prix pour les fabricants et les détaillants. Nous ne croyons tout simplement pas que l'industrie des téléviseurs sera confrontée à une situation différente de celles qui ont prévalu par le passé. Ce secteur a toujours été une industrie cyclique stimulée par l'innovation qui pousse initialement les prix à la hausse jusqu'à l'adoption à grande échelle de la nouvelle technologie, ce qui entraîne alors les prix de vente vers le bas. L'innovation dans cette industrie est cyclique; nous nous trouvons actuellement entre deux cycles. Cependant, grâce au soutien des fabricants, à des prix plus attrayants et à une refonte de l'offre et du message marketing, nous croyons que la télévision 3D prendra éventuellement son envol. Nous savons en outre qu'un certain nombre de nouvelles technologies prometteuses pour l'avenir de la télévision sont en cours de développement en ce moment. Ensuite, bien que la compétition dans le secteur de l'électronique grand public s'intensifie entre les grands détaillants et les commerçants en ligne, chacun tentant d'accaparer une part plus importante du gâteau, et que les consommateurs sont devenus plus avisés et magasinent davantage afin d'obtenir le meilleur prix pour à peu près tous les biens qu'ils consomment, nous croyons que la stratégie de hhgregg qui consiste à offrir des articles de grande taille, dont les prix de vente sont plus élevés et dont le fonctionnement requière certaines connaissances que le client peut acquérir auprès du personnel de vente, en plus de bénéficier d'un bon service après-vente, procure à la chaîne de magasins un avantage vis-à-vis cette forte concurrence. Les gros électroménagers et les téléviseurs ne se vendent habituellement pas aussi bien chez les marchands de masse ou les détaillants en ligne, puisque ces modèles d'affaires n'offrent habituellement pas un niveau de service adéquat en matière de livraison et d'installation. Troisièmement, nous croyons que hhgregg a été trop étroitement associé à Best Buy dans l'esprit des investisseurs. Dans les faits, bien que Best Buy soit un concurrent sérieux de hhgregg et que leurs offres de produits se recoupent, la composition des ventes de Best Buy est en réalité très différente de celle de hhgregg, puisque Best Buy ne vend pas de gros électroménagers (alors que cette catégorie représente 35 % des ventes totales de hhgregg) et que cette chaîne se concentre davantage sur les petits articles électroniques grand public comme les jeux vidéo, les logiciels et les caméras numériques, soit des catégories de produits beaucoup plus vulnérables à la concurrence en ligne que les articles de grande dimension. De plus, avec des ventes de 50 milliards de dollars et une présence à l'échelle nationale, contre des ventes de seulement 2 milliards de dollars et une portée régionale pour hhgregg, Best Buy est beaucoup plus susceptible de subir un recul de ses parts de marché et de voir la concurrence venir jouer dans ses plates-bandes que son homologue de plus petite taille. Par conséquent, nous croyons que le titre de hhgregg a été victime de la réaction du marché aux difficultés éprouvées par Best Buy au cours des dernières semaines.

Somme toute, nous croyons que l'innovation stimulera de nouveau les ventes de téléviseurs chez hhgregg et contribuera à endiguer la baisse des prix. En outre, son niveau d'activité stable dans la catégorie des électroménagers est appelé à rebondir une fois que le marché de l'habitation montrera enfin des signes marqués de reprise. De surcroît, nous sommes persuadés que la société peut poursuivre l'implantation de son modèle éprouvé de magasins dans des marchés nouveaux et existants, de façon à accroître sa pénétration du marché américain et accaparer des parts en cours de route. Absente de plusieurs grands marchés à travers



les États-Unis, nous croyons que hhgregg pourra procéder à l'expansion de ses activités dans les prochaines années tout en demeurant rentable et en créant beaucoup de valeur pour les actionnaires. Bien que nous avons sans aucun doute acquis notre participation initiale un peu trop tôt durant ce trimestre, le recul subséquent du cours du titre n'a fait que renforcer notre opinion favorable à l'égard de cette société et son attrait comme placement.

Pour faire de la place à hhgregg dans notre portefeuille, nous avons vendu notre participation dans International Speedway Corporation. Nous avons détenu le titre pendant plusieurs années avant de prendre la décision de nous départir de ce placement plus tôt cette année. Bien que nous estimions toujours que ses barrières élevées à l'entrée, ses revenus récurrents élevés provenant de ses contrats de télédiffusion et d'ententes de commandite d'entreprises à long terme et ses marges élevées font d'International Speedway une excellente entreprise, nous avons été déçus par la performance de la société durant la récession, mais particulièrement depuis le début de la reprise économique. Depuis la sortie de récession de l'économie, la performance financière de cette société traîne de l'arrière par rapport à la grande majorité des autres sociétés du secteur de la consommation discrétionnaire que nous connaissons. Nous estimons que des difficultés spécifiques à la série NASCAR se sont ajoutées aux problèmes cycliques pour l'industrie, ainsi nuisant au rythme de reprise de la société. Après avoir connu quelques années de recul des cotes d'écoute et d'assistance aux courses, nous croyons que NASCAR est loin de son sommet de popularité antérieur et nous ne voyons pas ce qui pourrait venir changer cette tendance. De plus, durant la récession, afin d'attirer le plus grand nombre possible de spectateurs à ses événements, et ainsi améliorer sa proposition de valeur aux consommateurs et aux commanditaires, la direction d'International Speedway a pris la décision de réduire de manière substantielle les prix de ses billets pour un large pourcentage de sa capacité d'accueil et de réduire les montants de certaines ententes de commandite d'entreprises. Ces décisions ont sérieusement amputé la capacité de la société à générer des profits records au cours du présent cycle puisque les prix ne retrouveront pas leurs niveaux d'avant la récession. Enfin, outre une reprise cyclique qui, selon nous, est sur le point de s'amorcer, les occasions de croissance de la société semblent limitées au-delà de sa présence actuelle sur les pistes de course qu'elle détient. Par conséquent, puisque le titre a connu un excellent début d'année, nous avons pris la décision de profiter du redressement du cours en bourse pour vendre la totalité de notre participation dans cette société.

Enfin, nous avons acquis des actions de Lincare Holdings Inc. (« Lincare ») dans le but de remplacer notre investissement dans Amedisys, Inc. Lincare, par l'entremise d'un réseau de plus de 1 000 centres d'exploitation, est le plus important fournisseur de matériel et de services d'oxygénothérapie à domicile aux États-Unis. Nous avons déjà détenu le titre de Lincare de 2000 à 2005. Nous avons par la suite vendu notre participation dans la société et empoché un gain appréciable, puis perdu un peu d'intérêt pour ce secteur à la suite d'une série de réductions importantes du remboursement gouvernemental au cours des cinq années suivantes. En fait, Lincare a absorbé des coupures de remboursements de Medicare de plus de 700 millions de dollars depuis 2004. Bien que, jusqu'à tout récemment, nous ne voulions pu investir dans Lincare en raison de l'incertitude entourant l'évolution future de remboursement, pendant toutes ces années nous avons toujours conservé une grande admiration pour son équipe de direction. À notre avis, Lincare possède l'une des meilleures équipes de gestionnaires de tout l'univers des titres à petite capitalisation boursière. Les dirigeants de la société ont obtenu des résultats largement supérieurs à ceux de tous leurs concurrents au chapitre de la croissance interne, de l'augmentation des parts de marché (de 11 à 29 % depuis 1997), des marges d'exploitation, de la génération de flux de trésorerie disponibles et des rendements du capital, tout en démontrant une très grande habileté en matière d'allocation du capital au fil des années. Il est remarquable qu'après avoir absorbé des réductions de remboursement aussi considérables dans ses principaux secteurs d'activité pendant plusieurs années, Lincare génère toujours des marges du BAIIA de plus de 26 %. Bien que des niveaux aussi élevés devraient normalement nous inquiéter puisqu'ils constitueraient en temps normal une invitation au gouvernement à procéder à d'autres coupures importantes de remboursement dans les années à venir, dans ce cas-ci, cette situation illustre plutôt les importants avantages concurrentiels dont jouit la société, puisque ses marges sont supérieures d'environ 1 000 points de base à celles de son plus proche concurrent et considérablement plus élevées que les marges moyennes de l'industrie qui se situent dans une fourchette de 8 à 12 %.

Ainsi, bien que nous estimons que le nouveau programme d'appel d'offres compétitif mis en place l'an dernier engendrera inévitablement d'autres réductions de remboursement de Medicare, l'industrie est très près d'atteindre son niveau plancher puisqu'il est très peu probable qu'elle puisse composer avec une réduction

supplémentaire des remboursements de plus de 10 à 15 % compte tenu des marges réalisées par les homologues publics de Lincare ainsi que des différentes données de l'industrie qui démontrent que toutes les sociétés qui oeuvrent dans ce secteur d'activité verront leur rentabilité s'évaporer complètement à ces niveaux de coupure de tarife. Toute réduction des remboursements au-delà du seuil de rentabilité de l'industrie engendrera vraisemblablement des répercussions en matière d'accès et de qualité des soins. Par conséquent, Lincare, qui possède de loin la meilleure équipe de gestionnaires de l'industrie et qui profite d'économies d'échelle et d'une structure à faibles coûts, comme en témoignent ses niveaux beaucoup plus élevés de rentabilité, et grâce à sa situation financière très solide (alors que plusieurs de ses grands concurrents affichent une santé financière très précaire), bénéficie d'avantages concurrentiels indéniables et durables qui, à notre avis, lui permettront de continuer à prospérer dans cet environnement qui lui offrira la possibilité d'augmenter ses parts de marché et de saisir des occasions de croissance externe, alors que certains concurrents devront mettre fin à leurs activités. Par ailleurs, en plus de ses activités principales d'oxygénothérapie à domicile, la société a développé de nouvelles avenues de croissance prometteuses qui permettent de diversifier avec succès ses sources de revenus et qui devraient contribuer de manière plus significative à sa croissance globale et à ses bénéfices dans l'avenir. Enfin, pour la première fois de son histoire, Lincare a institué un dividende l'an dernier qui représentait, compte tenu du prix que nous avons déboursé pour l'action, un rendement en dividendes de 3 %, et qui nous procure, à notre avis, une certaine protection contre une éventuelle baisse du titre.

Lorsque nous avons comparé notre thèse de placement soutenant le titre de Lincare avec celle du titre d'Amedisys que nous détenions dans notre portefeuille, il nous est apparu évident que nous pourrions améliorer encore davantage le portefeuille en troquant nos actions d'Amedisys pour celles de Lincare. En comparaison d'Amedisys, Lincare est dirigée par une équipe de gestionnaires plus chevronnés, dispose d'avantages concurrentiels plus marqués et, malgré une certaine incertitude en ce qui concerne les remboursements, évolue dans un environnement réglementaire dans l'ensemble beaucoup moins compliqué et présente un niveau de risque moins élevé. Puisque les multiples d'évaluation des deux sociétés étaient comparables, le bien-fondé de cette substitution ne faisait aucun doute pour nous. De plus, en ce qui concerne le moment choisi, nous avons tiré avantage de la progression de plus de 40 % du titre d'Amedisys dans les derniers mois de 2010 pour réduire notre participation et la remplacer par un placement dans les actions de Lincare.

Nous avons également vendu notre participation dans Micros Systems, Inc. Grâce à sa performance constante, un contrôle strict des coûts et des revenus récurrents provenant de contrats d'entretien, Micros a obtenu des résultats admirables durant cette sévère récession, continuant à maintenir ses bénéfices malgré les défis importants auxquels ont été confrontés ses principaux marchés finaux durant cette même période. Depuis que nous avons acquis une participation initiale dans cette société en février 2009, le titre a produit d'excellents résultats et sa valeur a plus que triplé. Alors que le cours du titre atteignait récemment un sommet historique, que ses multiples d'évaluation s'approchaient des niveaux records pour s'établir à 24 fois les bénéfices prévisionnels et, comme le niveau annualisé de ses bénéfices était le plus élevé jamais enregistré par la société, il était devenu très difficile pour nous de justifier l'évaluation actuelle du titre et de le conserver dans le portefeuille, même si Micros devait recruter de nouveaux clients importants dans les prochaines années ou même si ses marchés finaux devaient enregistrer une forte croissance après la période difficile qu'ils ont traversée. Ainsi, la discipline que nous observons en matière d'évaluation nous a dicté de nous départir de notre participation dans cette société de grande qualité dont l'évaluation boursière était devenue l'une des plus élevées de notre portefeuille.

Ceci conclut un autre trimestre bien rempli et couronné de succès. Peu importe ce que l'avenir réserve à l'univers des sociétés à petite capitalisation boursière dans lequel nous évoluons, nous sommes convaincus que notre portefeuille présente un niveau extrêmement élevé de qualité et que l'évaluation des titres qui le composent demeure bien en deçà de celle de notre principal indice de référence. Ce positionnement avantageux augure très bien pour notre portefeuille qui devrait générer des rendements excédentaires au cours des périodes à venir.