



FONDS DE PETITES CAPITALISATIONS CANADIENNES LIONGUARD RAPPORT TRIMESTRIEL – SEPTEMBRE 2021

Rendements depuis la création du fonds:

Au troisième trimestre de 2021, le Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard (le «Fonds») a surclassé l'Indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX Rendement Total («indice de référence») avec un rendement de -2,36% contre -2,54% pour l'indice de référence.

Le rendement annualisé du Fonds sur 5 ans à 13,50% se compare aussi favorablement à celui de l'indice de référence qui a obtenu un rendement de 5,76%. **Depuis la création du Fonds, son rendement est de 13,74% comparativement à 6,45% pour l'indice de référence.**

Moins de spéculation = Plus de rationalité:

Notre récente analyse interne portant sur les actions canadiennes excluant les secteurs des matériaux et de l'énergie, avec des capitalisations boursières entre 100 M\$ et 3,0 G\$, donne des résultats intéressants. Sur une liste totale de 335 titres, les reculs moyens par rapport aux sommets de 52 semaines classés selon les capitalisations boursières sont les suivants :

- Pour les capitalisations boursières entre 2 G\$ et 3 G\$ -16%
- Pour les capitalisations boursières entre 1 G\$ et 2 G\$ -19%
- Pour les capitalisations boursières entre 500 M\$ et 1 G\$ -25%
- Pour les capitalisations boursières entre 250 M\$ et 500 M\$ -30%
- Pour les capitalisations boursières entre 100M\$ et 250M\$ -39%

Une analyse plus poussée des titres montre que les entreprises qui ont le plus reculé sont principalement celles qui ont largement profité du récent engouement spéculatif sur lequel nous avons émis une mise en garde il y a plusieurs trimestres. Alimentées par d'importants afflux de spéculateurs inexpérimentés et, dans de nombreux cas, des gestionnaires de fonds heureux d'alimenter la frénésie pour tenter de générer un rendement rapide tout en assumant des risques élevés, les valorisations de nombreuses entreprises ont défié le bon sens.

Avec le dégonflement de nombreuses bulles spéculatives, nous considérons l'environnement actuel comme beaucoup plus rationnel. Parallèlement, alors que les cours reculent par rapport aux récents sommets, même certaines entreprises de haute qualité se vendent désormais à des prix attrayants.

Nos perspectives sur l'inflation:

L'inflation plus élevée ayant de bonnes chances d'être parmi nous pour un bout de temps (attention à la notion d'inflation transitoire de la Fed), de nombreux investisseurs se demandent que faire dans un environnement où le pouvoir d'achat de leur devise s'érode année après année. Historiquement, la bourse s'est avérée être un bon endroit où investir pour contrer les effets néfastes de l'inflation. De nombreuses entreprises sont en mesure de transférer les hausses de coûts à leurs clients en montant leurs prix.

Déclarations de non-responsabilité : Ce document ne représente pas une offre de titre de placement dans aucune juridiction et est fourni uniquement à titre indicatif. Les titres de placement sont uniquement disponibles aux investisseurs qualifiés et aux investisseurs institutionnels par le biais de placement privé en accord avec les lois applicables. Les informations fournies dans ce sommaire sont incomplètes et sont qualifiées dans la notice d'offre. Gestion de capital LionGuard Inc. ne garantit l'exactitude des informations présentées et n'est responsable d'aucune action prise suite à la lecture de ce rapport. Le Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard S.E.C. a été lancé en novembre 2019. L'historique de performance antérieur est celui du principal mandat de sous-conseiller représentatif suivant la même stratégie. Les rendements indiqués ne prennent pas en considération les ventes, les rachats, les distributions, les charges optionnelles et les impôts payables.



Les meilleures entreprises à considérer en période d'inflation élevée sont donc celles qui ont un fort pouvoir de fixation des prix et de faibles besoins en investissements de capitaux supplémentaires. Le pouvoir de tarification est souvent lié à la valeur perçue d'une marque, ainsi qu'à la structure de l'industrie dans laquelle l'entreprise opère. L'immobilier a également tendance à bien se comporter en raison du coût de remplacement plus élevé, à moins que des capitaux supplémentaires importants ne soient nécessaires pour entretenir la propriété. Les entreprises technologiques centrées sur les logiciels, qui peuvent évoluer facilement, sont certainement très bien positionnées par rapport aux alternatives non évolutives et lourdes en dépenses d'investissement. C'est le cas dans la plupart des environnements, mais c'est particulièrement vrai lorsque l'inflation est galopante. Les entreprises qui sont peu gourmandes en capital peuvent accélérer la croissance de leurs revenus et potentiellement augmenter encore davantage leurs marges malgré des coûts de main-d'œuvre plus élevés.

Les pires entreprises dans lesquelles investir dans un environnement inflationniste sont celles qui opèrent dans des secteurs sans différenciation et qui n'ont donc aucun pouvoir de fixation des prix. Il faut certainement éviter les entreprises qui ont des engagements de longue durée à des prix fixes. La plupart des contrats commerciaux à long terme incluent des ajustements en fonction de l'inflation, mais il arrive souvent que leurs marges réalisées finissent par s'éroder au cours du cycle d'exécution.

Nous déconseillons fortement aux investisseurs de détenir des niveaux de liquidités élevés et d'allouer du capital à des titres à revenu fixe de longue durée. Les entreprises de haute qualité triées sur le volet, acquises à des prix raisonnables, devraient sensiblement surperformer ces alternatives, en particulier dans un environnement de forte inflation. Dans l'ensemble, une inflation élevée ne devrait pas trop inquiéter les investisseurs capables d'identifier des entreprises en mesure de protéger leurs activités existantes d'une part, et creuser l'écart vis-à-vis leurs concurrents plus faibles d'autre part.

Performance T3-2021:

Au troisième trimestre de 2021, le Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard (le «Fonds») a surclassé l'Indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX Rendement Total («indice de référence») avec un rendement de -2,36% contre -2,54% pour l'indice de référence.

Les secteurs dans lesquels le Fonds a performé le mieux par rapport à l'indice de référence ont été les financières avec 40 pb de surperformance relative et l'immobilier avec 33 pb de surperformance relative. Les secteurs dans lesquels le Fonds a sous-performé par rapport à l'indice de référence comprenaient le secteur industriel avec -206 pb de sous-performance relative et celui des technologies de l'information avec -60 pb.

Notre principale contribution relative est venue de notre surpondération dans **Sangoma Technologies (STC)**. À l'inverse, la surpondération dans **DIRTT Environmental (DRT)** nous a coûté par rapport à l'indice de référence.

Sangoma Technologies (STC CN) – Pour une discussion détaillée au sujet de l'entreprise, veuillez vous référer à nos précédents rapports trimestriels et annuels. Notre point de vue sur l'entreprise et l'industrie demeure intact.

Déclarations de non-responsabilité : Ce document ne représente pas une offre de titre de placement dans aucune juridiction et est fourni uniquement à titre indicatif. Les titres de placement sont uniquement disponibles aux investisseurs qualifiés et aux investisseurs institutionnels par le biais de placement privé en accord avec les lois applicables. Les informations fournies dans ce sommaire sont incomplètes et sont qualifiées dans la notice d'offre. Gestion de capital LionGuard Inc. ne garantit l'exactitude des informations présentées et n'est responsable d'aucune action prise suite à la lecture de ce rapport. Le Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard S.E.C. a été lancé en novembre 2019. L'historique de performance antérieur est celui du principal mandat de sous-conseiller représentatif suivant la même stratégie. Les rendements indiqués ne prennent pas en considération les ventes, les rachats, les distributions, les charges optionnelles et les impôts payables.



Les plus récents résultats trimestriels de STC étaient solides et complétés par des prévisions nettement supérieures aux attentes pour l'exercice 2022. Sur la base de nos estimations internes, les prévisions pour l'exercice 2022 impliquent une croissance organique de 12 à 15 % pour ses revenus de services. Bien que les revenus de services ne se comparent pas nécessairement favorablement à ceux d'autres fournisseurs UCaaS, nous soulignons le profil exceptionnel de Sangoma par rapport à ses pairs au niveau des marges bénéficiaires. Par rapport aux pairs ayant adopté une approche de « croissance à tout prix », opérant souvent à pertes importantes, Sangoma a décidé d'adopter une approche prudente en équilibrant croissance et rentabilité. Les prévisions de la direction pour le prochain exercice financier impliquent des marges de BAIIA ajusté de 20 %, ce qui est nettement supérieur aux attentes. Les marges plus élevées proviendraient d'un meilleur mix de revenus, du levier d'exploitation, de synergies de coûts, etc.

Par ailleurs, nous sommes également très satisfaits des commentaires de la direction sur l'intégration de Star2Star qui est pratiquement terminée. STC a identifié diverses économies de coûts, bien supérieures aux attentes initiales, qui seront mises en œuvre pour générer un taux de croissance organique plus élevé. La direction est également très confiante dans les opportunités de ventes croisées, pour ce qui est désormais le portefeuille de produits le plus étendu du secteur entre S2S et l'ancien Sangoma. Dans ce contexte, il nous apparaît que la direction soit plutôt conservatrice quant à ses prévisions de taux de croissance organique pour le prochain exercice.

Nous appuyons sans réserve la décision de la direction d'assurer la stabilité financière à long terme de l'entreprise, notamment en ne comptant pas sur les marchés des capitaux pour « subventionner » sa croissance. Dans le scénario d'exploitation actuel, Sangoma devrait augmenter ses revenus récurrents à un taux tournant autour des 15% tout en dégageant un rendement de flux de trésorerie libres de 6,0 % à 6,5 % (sur la base du prochain exercice), ce qui est sans précédent dans l'univers UCaaS.

Plutôt que de nous fier aux multiples cours/ventes fréquemment cités et utilisés par plusieurs pour évaluer les pairs du secteur, nous préférons garder les deux pieds sur terre et nous fier à une évaluation des flux de trésorerie actualisés (DCF). Une telle analyse nous amène à croire que le rapport risque-rendement actuel de Sangoma est plus que convaincant.

DIRTT Environmental (DRT CN) – La société a été l'un de nos principaux détracteurs ce trimestre, le cours de ses actions ayant reculé par rapport à son sommet de juillet. Nous pensons que la principale raison du recul est liée aux retards observés dans divers projets de construction. Les produits de la société sont installés dans la dernière phase des projets et les retards dans l'achèvement de ceux-ci ont un impact négatif sur le calendrier de livraisons et la comptabilisation des ventes associées.

Néanmoins, les derniers mois ont contribué à solidifier notre confiance dans le fait que le monde évolue vers un modèle de travail « hybride ». Toutes nos vérifications auprès de divers réseaux suggèrent que les équipes de direction et les responsables des ressources humaines travaillent d'arrache-pied pour déterminer le fonctionnement interne des nouveaux environnements de bureau. Ceci nécessite, dans presque tous les cas, des reconfigurations complètes des bureaux actuels. Les décideurs sont également de plus en plus conscients de l'empreinte environnementale de leurs entreprises et sont donc susceptibles de choisir une option de construction modulaire par rapport à d'autres alternatives.

Déclarations de non-responsabilité : Ce document ne représente pas une offre de titre de placement dans aucune juridiction et est fourni uniquement à titre indicatif. Les titres de placement sont uniquement disponibles aux investisseurs qualifiés et aux investisseurs institutionnels par le biais de placement privé en accord avec les lois applicables. Les informations fournies dans ce sommaire sont incomplètes et sont qualifiées dans la notice d'offre. Gestion de capital LionGuard Inc. ne garantit l'exactitude des informations présentées et n'est responsable d'aucune action prise suite à la lecture de ce rapport. Le Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard S.E.C. a été lancé en novembre 2019. L'historique de performance antérieur est celui du principal mandat de sous-conseiller représentatif suivant la même stratégie. Les rendements indiqués ne prennent pas en considération les ventes, les rachats, les distributions, les charges optionnelles et les impôts payables.



Les retards temporaires dans les projets diminueront certainement avec le temps et DIRTT fera alors probablement face à de nouveaux défis pour livrer tous les travaux demandés de toute urgence par ses clients. La demande pour des cotations reste très robuste et nous pensons que DRT gagne de plus en plus de comptes nationaux, ce qui augmente la visibilité et la prévisibilité de ses activités.

L'augmentation des coûts de main-d'œuvre rend l'offre de produits de DRT plus attrayante que les alternatives de construction conventionnelles. Les retards de calendrier mettent également en évidence les avantages d'une approche préfabriquée dans la construction intérieure.

Nous demeurons des actionnaires engagés de DIRTT, encouragés par l'énorme opportunité que présente la construction modulaire et l'excellente exécution de la direction à ce jour. Il existe des preuves évidentes d'une demande massive à venir au cours des prochaines années pour les produits et services de DIRTT.

Nous considérons le repli comme une excellente opportunité d'achat et ne sommes pas découragés par la volatilité récente du cours de l'action. **D'autres investisseurs partagent clairement notre point de vue alors que 22NW (détenteur de ~18,2% de DRT) a déposé un formulaire 13D le 7 octobre, déclarant son intention de « communiquer avec la direction et le conseil d'administration de l'émetteur au sujet d'un large éventail de questions opérationnelles et stratégiques ».**

Nous pensons que l'implication de 22NW ajoute une plus grande surveillance qui pourrait aider à libérer la valeur de l'action et combler l'écart entre le marché et la valeur intrinsèque étant donné l'énorme opportunité qui s'offre à l'entreprise. En fait, 22NW a fait ses preuves en matière d'implication constructive : en 2017, 22NW a fait une offre pour acquérir toutes les actions en circulation d'INFU pour 2,00 \$ l'action, soit une prime de 29 % à la clôture à l'époque. Le cours de l'action d'INFU est de 13,50 \$ aujourd'hui. **Nous considérons l'implication de 22NW dans DIRTT comme une validation de l'opportunité qui se présente aujourd'hui et nous ne serions pas surpris de voir une implication et une surveillance accrues des actionnaires dans l'entreprise afin d'assurer sa pleine participation dans la vague modulaire. Nous considérons que cette dynamique établit un plancher tangible pour le titre, diminuant encore davantage le risque lié à l'évaluation dans notre thèse.**

Pour toute question, n'hésitez pas à communiquer avec nous à tout moment.

Cordialement,

Andrey Omelchak, CFA
Président-directeur général & Chef des placements
(Au nom de tous les membres de l'équipe)