



FONDS DE PETITES CAPITALISATIONS AMÉRICAINES LIONGUARD RAPPORT TRIMESTRIEL — SEPTEMBRE 2022

Chers investisseurs,

Le Fonds de petites capitalisations américaines LionGuard a sous-performé son indice de référence, l'indice Russell 2000 Rendement Total, au cours du troisième trimestre de 2022 avec un rendement de - 6,52% contre -2,19% pour l'indice.

Les secteurs dans lesquels le Fonds a le mieux performé par rapport à l'indice de référence sont le secteur des biens de consommation de base avec 45 pb de surperformance relative et le secteur des services publics avec 25 pb. Les secteurs dans lesquels le Fonds a sous-performé par rapport à l'indice de référence comprenaient le secteur des soins de santé avec -169 pb de sous-performance relative et le secteur des services financiers avec -129pb.

La détermination de la Réserve fédérale:

Les problèmes liés à l'inflation sont aussi réels que possible, et nous ne pouvons être en désaccord avec la détermination de la Réserve fédérale à s'y attaquer de front. Cependant, il faut un certain temps pour voir l'effet des décisions de politiques sur l'économie. Par conséquent, notre meilleure estimation est que nous verrons une pause aux hausses de taux en début de 2023. Les membres du comité de la Réserve fédérale doivent également être conscients des risques systémiques élevés causés par ces hausses de taux d'intérêt consécutives anormalement élevées. Cela dit, nous ne nous attendons pas à voir des taux d'intérêt plus bas à moins qu'il n'y ait a) une confirmation d'une trajectoire d'inflation sous-jacente plus basse et/ou b) un dysfonctionnement temporaire des opérations de marché.

La GRANDE réévaluation:

Bien que nous n'ayons pas de boule de cristal pour voir le niveau où les taux d'intérêt à long terme se stabiliseront à la suite de la bataille "Fed vs l'inflation", nous sommes d'avis qu'il est peu probable que nous voyions les taux d'intérêt exceptionnellement bas d'il n'y a pas longtemps avant un certain temps. Aux taux plus élevés actuels, il existe désormais plus d'alternatives au marché boursier pour faire fructifier le capital. Pour justifier un investissement en bourse, il doit y avoir une prime de marché suffisante intégrée dans le rendement attendu à long terme. La seule façon d'y parvenir est d'avoir un multiple de marché inférieur. Il est donc parfaitement logique que les marchés mondiaux soient sous pression alors qu'ils redéfinissent leurs multiples d'évaluation afin d'être plus compétitifs par rapport aux alternatives à revenu fixe.

Dans un environnement de grande réévaluation, nous déconseillons aux investisseurs de se fier aux multiples de valorisation passés pour évaluer les titres. Les niveaux antérieurs des ratios cours/bénéfice, valeur d'entreprise/BAIIA et autres multiples de valorisation couramment utilisés n'ont rien à voir avec la juste valeur des entreprises sous un régime de taux d'intérêt différent.



La meilleure approche pour évaluer correctement toute entreprise reste la méthodologie des flux de trésorerie libres actualisés (DCF). La bonne nouvelle est que le DCF peut facilement intégrer un taux d'actualisation plus élevé requis pour un investissement lorsque les taux dans leur ensemble sont plus élevés. Avec l'attention renouvelée accordée à la rentabilité, il semble que plusieurs anciennes coqueluches du secteur des technologies commencent à se transiger sur la base du DCF.

Le coût caché de la "mise à niveau" et l'impact sur les titres à petite capitalisation:

Avec des tensions géopolitiques loin de s'apaiser ainsi que des hausses de taux d'intérêt consécutives anormalement élevées entraînant une réévaluation des actifs et une hausse des risques de chocs systémiques, il n'est pas surprenant que les investisseurs en actions tentent désespérément (et à la hâte) de "mettre à niveau" leurs portefeuilles. Cependant, le coût caché de cette "mise à niveau" est qu'elle crée un faux sentiment de sécurité. Elle conduit souvent les investisseurs à abandonner les actifs qu'ils connaissent bien en échange d'actifs qu'ils connaissent moins.

Cette fuite vers la *supposée* qualité exacerbe les mouvements entre les classes d'actifs et encore davantage entre les titres individuels. En conséquence, la déconnexion entre les valeurs fondamentales et les cotations du marché peut atteindre des proportions historiques. Apporter ces changements aux portefeuilles est un pari rassurant à court terme pour des gestionnaires qui craignent un risque de carrière en période de turbulences sur les marchés.

En ce qui concerne les actions à petite capitalisation, cette "mise à niveau" désespérée ne conduit à aucun véritable acheteur marginal, mais certainement à plusieurs vendeurs de nombreux titres. Dans l'ensemble, les actions à petite capitalisation en tant que groupe se négocient actuellement à l'un des niveaux de valorisation les moins chers historiquement par rapport aux alternatives à plus grande capitalisation. Certaines entreprises à petite capitalisation de grande qualité se négocient ainsi à des niveaux très éloignés des fondamentaux.

Profiter des ventes de feu:

Durant les baisses importantes sur les marchés comme celle que nous connaissons actuellement, avec des cotations boursières qui tombent parfois largement sous leur juste valeur, ceux qui souhaitent "dérober" des entreprises à bas prix se pointent immanquablement le bout du nez. Les acheteurs stratégiques, les rachats par la direction et les acteurs du secteur du capital-investissement peuvent souvent tirer sur la gâchette si le prix est opportun. Pour ces derniers, même avec des taux d'intérêt plus élevés, ils arrivent néanmoins à faire arriver les chiffres si le prix de l'actif est suffisamment bas.

La plupart des conseils d'administration reconnaissent le décalage entre les cotations du marché et la valeur réelle des entreprises qu'ils supervisent, mais omettent souvent de prendre des mesures pour réduire la probabilité d'une vente de feu. Les meilleurs conseils ne dorment toutefois jamais au volant et prennent des mesures proactives afin de tirer profit de l'environnement. Si l'entreprise opère avec un niveau de trésorerie excessif (voire un bilan sous-endetté par rapport à la qualité de ses activités ajustée à l'environnement d'affaires en cours), l'utilisation de celle-ci doit devenir une priorité stratégique. Les alternatives typiques incluent les enchères néerlandaises, les offres de rachat substantiel dans le cours normal des activités et les acquisitions d'autres entreprises à rabais. De nombreuses entreprises que nous

Déclarations de non-responsabilité : Le contenu du présent document est fourni à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre de titres dans un territoire en particulier. Les titres de Gestion de capital LionGuard Inc. décrits aux présentes sont disponibles uniquement aux investisseurs qualifiés et aux investisseurs institutionnels au Canada par voie de placement privé, conformément aux lois sur les valeurs mobilières applicables. Les informations contenues dans ce résumé sont incomplètes, et sont assujetties dans leur totalité par la notice d'offre du Fonds. Gestion de capital LionGuard Inc. ne garantit pas l'exactitude de l'information présentée et se dégage de toutes responsabilités concernant des actions prises suivant la lecture de ce rapport. Les taux de rendement indiqués sont les rendements historiques établis en fonction des variations de la classe d'unités applicable et ne tiennent pas compte des ventes, des frais de rachat, de distribution, des frais optionnels ou des impôts sur le revenu.



détenons aujourd'hui effectuent un travail remarquable en utilisant leur excédent de trésorerie pour tirer parti de la réalité actuelle. Par ailleurs, plusieurs sociétés dans lesquelles nous avons investi ont été acquises cette année alors que d'autres font actuellement l'objet d'un examen stratégique (voir ci-dessous pour plus de détails). De toute évidence, les actifs très mal évalués ne peuvent pas rester bon marché éternellement.

Contributeurs T3-2022:

Les principales contributions positives à la performance sont venues de nos positions dans **ChannelAdvisor (ECOM)** et **TFI International (TFII)**. À l'autre bout du spectre, nos positions dans **Issuer Direct (ISDR)**, **Burford Capital (BUR)**, et **Sangoma Technologies (SANG)** ont nuí à notre performance par rapport à l'indice.

ChannelAdvisor (ECOM US) a reçu une offre d'acquisition à 23,10 \$/action, soit une prime de 50% par rapport au cours de clôture avant l'annonce. ChannelAdvisor, fondée en 2001, est l'un des principaux fournisseurs mondiaux de logiciels de gestion des canaux de commerce électronique. Sa plateforme de commerce électronique basée sur l'infonuagique est vendue aux détaillants et aux marques qui cherchent à étendre considérablement leur portée opérationnelle tout en réduisant la complexité qui l'accompagne. En unifiant des centaines de canaux dans une plateforme unique, les entreprises peuvent prendre le contrôle de leur stratégie de commerce électronique en normalisant la tarification de leurs SKU tout en suivant et en gérant les stocks dans la plupart des canaux, notamment sur Amazon, eBay, Walmart et plus de 300 autres dans le monde.

Nous avons découvert ECOM en 2020 alors qu'elle se négociait à ~12 \$ / action et avons été impressionnés par le travail accompli par la direction pour améliorer considérablement son profil de rentabilité qui est passé de marges négatives à ~22% de marges aujourd'hui, tout en maintenant une croissance à deux chiffres des revenus. Avec d'excellents indicateurs opérationnels (> 80% de revenus récurrents; > 100% de rétention des revenus nets des marques clientes; augmentation des marges), une équipe de direction solide et une gouvernance éprouvée (ayant racheté 25 millions de \$ ou 6 % de la société AAD à la fin du mois de juin), nous considérons le risque de baisse comme minime et le potentiel haussier majeur, la société générant un rendement des flux de trésorerie libres sur la valeur de l'entreprise supérieur à 8,0% avec une trésorerie nette de plus de 18%. Nous considérons le rapprochement stratégique avec CommerceHub comme un avantage pour ECOM, car il permettra à l'entité combinée d'améliorer ses capacités d'innovation tout en élargissant considérablement son réseau en ciblant de nouvelles marques et de nouveaux canaux.

KnowBe4 (KNBE US) est l'une des principales sociétés de plateformes de sensibilisation à la sécurité permettant aux clients d'évaluer, de surveiller et de minimiser les menaces de cybersécurité liées aux attaques d'ingénierie sociale.

KNBE a reçu une offre d'acquisition par Vista Equity Partners pour 24 \$/action, soit une prime de 39% par rapport au cours de clôture avant l'annonce. Nous pensons que le prix proposé sous-évalue considérablement l'entreprise et préférerions que la société reste cotée en bourse plutôt que d'être acquise à un prix inférieur à sa valeur intrinsèque. Le conseil d'administration a depuis formé un comité spécial composé d'administrateurs indépendants pour dialoguer avec Vista et prendre d'autres mesures

Déclarations de non-responsabilité : Le contenu du présent document est fourni à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre de titres dans un territoire en particulier. Les titres de Gestion de capital LionGuard Inc. décrits aux présentes sont disponibles uniquement aux investisseurs qualifiés et aux investisseurs institutionnels au Canada par voie de placement privé, conformément aux lois sur les valeurs mobilières applicables. Les informations contenues dans ce résumé sont incomplètes, et sont assujetties dans leur totalité par la notice d'offre du Fonds. Gestion de capital LionGuard Inc. ne garantit pas l'exactitude de l'information présentée et se dégage de toutes responsabilités concernant des actions prises suivant la lecture de ce rapport. Les taux de rendement indiqués sont les rendements historiques établis en fonction des variations de la classe d'unités applicable et ne tiennent pas compte des ventes, des frais de rachat, de distribution, des frais optionnels ou des impôts sur le revenu.



qu'il juge appropriées. Pour une entreprise de haute qualité de type plateforme par abonnement, dont les revenus augmentent de plus de 25% par an de manière organique avec une opportunité d'expansion significative des marges et un marché potentiel énorme, nous sommes d'avis qu'une prime significative s'impose par rapport à l'offre proposée.

Burford Capital (BUR US) est le leader mondial de l'industrie du financement de litiges, un secteur en forte croissance dans le domaine de l'investissement. Le principe consiste simplement à financer le litige d'autrui en échange d'une partie ou de la totalité du produit si l'affaire est jugée en faveur du demandeur. Les entreprises ou les particuliers sont souvent assis sur des créances ayant une valeur importante. Cependant, les titulaires de celles-ci n'ont souvent pas les moyens de financer eux-mêmes la cause, ne veulent pas prendre le risque d'un verdict de tout ou rien, ou ne veulent pas attendre des années jusqu'à une résolution. Dans ces cas, les clients ou leurs avocats peuvent contacter Burford afin de faire financer ces causes.

Burford étant le plus grand cabinet de financement de litiges au monde et le plus connu, ce statut lui confère des avantages en termes de réputation, de taille, de confiance et d'attraction de talents. Burford exploite une combinaison de fonds tiers où elle facture des frais selon un modèle 2 et 20, ainsi que des cas de financement directement sur son bilan à l'aide de capitaux propres. Les taux de rendement internes réalisés depuis le début sur les cas terminés sont un remarquable 30%. Avec de tels rendements, il n'est pas étonnant que Burford ait continué à lever de nouveaux fonds et à redéployer les bénéfices non répartis dans d'autres causes.

Les finances de Burford ont été affectées négativement pendant la Covid, mais ce nuage gris devrait bientôt passer. En raison du ralentissement au sein des tribunaux au cours des deux dernières années, l'avancement des causes (et donc les réalisations) a sensiblement ralenti. Les tribunaux étant désormais pleinement opérationnels, les juges sont déterminés à éliminer les retards. Cela devrait entraîner un rattrapage des bénéfices PCGR différés.

Alors qu'une grande partie du monde s'inquiète au sujet d'une récession, Burford devrait être un refuge sûr. Dans les bons et les mauvais moments, les poursuites suivent leur cours. On pourrait également faire valoir que les finances devenant plus tendues pendant les récessions, les besoins pour le type de financement qu'offre Burford devraient être d'autant plus importants. Par sa position dominante dans le secteur, Burford sera le premier appel de ceux qui chercheront à faire financer leur cause.

Sur la base de nos estimations, Burford se négocie à seulement 7x les bénéfices de 2023. Compte tenu de son taux de croissance organique élevé, de sa position de leader du secteur, de son rendement sur capitaux propres très élevé et de ses caractéristiques contracycliques, nous pensons que l'entreprise mérite de se négocier à un multiple beaucoup plus élevé, plus proche de son potentiel de hausse de 150% sur la base de l'analyse DCF par rapport aux niveaux déprimés actuels.

Sangoma Technologies (STC CN) se négocie désormais à un rendement de flux de trésorerie libres de 21%. Ajustées pour tenir compte du reclassement du poste des revenus, les prévisions de STC pour l'exercice 2023 prévoient un taux de croissance organique des revenus de 6%. Après une année record pour les ventes de matériel qui ont bénéficié d'une excellente gestion de la chaîne d'approvisionnement en 2022, la direction s'attend à un niveau plus normal en 2023, rendant la prévision globale de taux de croissance

Déclarations de non-responsabilité : Le contenu du présent document est fourni à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre de titres dans un territoire en particulier. Les titres de Gestion de capital LionGuard Inc. décrits aux présentes sont disponibles uniquement aux investisseurs qualifiés et aux investisseurs institutionnels au Canada par voie de placement privé, conformément aux lois sur les valeurs mobilières applicables. Les informations contenues dans ce résumé sont incomplètes, et sont assujetties dans leur totalité par la notice d'offre du Fonds. Gestion de capital LionGuard Inc. ne garantit pas l'exactitude de l'information présentée et se dégage de toutes responsabilités concernant des actions prises suivant la lecture de ce rapport. Les taux de rendement indiqués sont les rendements historiques établis en fonction des variations de la classe d'unités applicable et ne tiennent pas compte des ventes, des frais de rachat, de distribution, des frais optionnels ou des impôts sur le revenu.



organique de 6% d'autant plus intéressante pour le taux de croissance des ventes logicielles récurrentes. Il n'y a aucune justification fondamentale pour que l'action se négocie aux niveaux actuels autre que la dynamique des flux de fonds à court terme, exacerbée par l'état actuel du marché dans son ensemble.

Issuer Direct (ISDR US) se négocie désormais à un niveau de trésorerie nette de 29% tout en générant un rendement de flux de trésorerie libres de 7%. La direction rachète très activement des actions sur le marché, tout en continuant à investir dans la croissance de l'entreprise.

Autres sujets:

Nous sommes impatients de continuer à faire fructifier le capital de nos investisseurs en tirant parti des inefficacités structurelles qui existent au sein des actions à petite et moyenne capitalisation. Malgré un impact plus élevé que nous ne l'aurions souhaité jusqu'à présent cette année, la volatilité des marchés boursiers (et en particulier l'activité de vente forcée souvent sans discrimination au sein des actions à petite capitalisation) nous offre des opportunités d'acheter d'excellentes entreprises à des prix très attractifs. À maintes reprises par le passé, cela s'est avéré être une recette gagnante pour multiplier le capital de nos investisseurs à des taux de rendement plus élevés et avec un niveau de risque moindre que ceux associés à un investissement sur le marché boursier dans son ensemble.

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

Cordialement,

Andrey Omelchak, CFA
Président-directeur général & Chef des placements

Jordan Steiner, CFA
Co-gestionnaire de portefeuille, Fonds de petites capitalisations américaines LionGuard