



FONDS D'OPPORTUNITÉS LIONGUARD RAPPORT TRIMESTRIEL - JUIN 2017

Codes FUNDSERV : LGC100 (Classe A) & LGC102 (Classe F)

Chers investisseurs,

Rendements :

Durant le trimestre terminé le 30 juin 2017, le fonds d'opportunités LionGuard ("le Fonds") a obtenu un rendement net (après les frais) de 3,77%. Ce rendement se compare à l'indice composite S&P/TSX ("Indice") (rendements totaux), en hausse de 1,64% pour la même période.

Depuis la création du fonds, en octobre 2014, nos rendements nets annualisés sont de 17,11% et les rendements nets cumulatifs de 54,41%. Le tableau suivant illustre la performance de nos investissements depuis la création du fonds sur une base trimestrielle :

Période	Fonds d'opportunités LionGuard (rendements nets)	Indice S&P/TSX (rendements totaux)	Surperformance (sous-performance)
oct. 2014 – déc. 2015	3,99%	-1,47%	5,46%
janv. 2015 – mars 2015	7,50%	2,58%	4,92%
avr. 2015 – juin 2015	5,83%	-1,63%	7,46%
juill. 2015 –sept. 2015	-5,81%	-7,86%	2,05%
oct. 2015 – déc. 2015	5,07%	-1,20%	6,27%
janv. 2016 – mars 2016	7,09%	4,54%	2,55%
avr. 2016 – juin 2016	-0,98%	5,07%	-6,05%
juill. 2016 – sept. 2016	5,06%	5,45%	-0,39%
oct. 2016 – déc. 2016	7,44%	4,54%	2,90%
janv. 2017 – mars 2017	6,17%	2,41%	3,76%
avr. 2017 – juin 2017	3,77%	-1,64%	5,41%
Annualisés	17,11%	3,59%	13,52%
Cumulatifs	54,41%	10,19%	44,22%

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 d'opportunités LionGuard. Les rendements du Fonds ont été calculés par l'administrateur du Fonds, sont nets de tous frais, et sont calculés selon les standards "GIPS". 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.



Tel que plusieurs d'entre vous le savent, nous présentons les rendements de l'Indice à titre indicatif. L'objectif du Fonds est de générer des rendements positifs absolus peu importe la direction du marché boursier. Depuis la création du fonds, le ratio de capture des mouvements haussier du fonds par rapport au marché a été de 114% et le ratio de capture des mouvements baissier a été de -33% (le plus faible, le meilleur). Donc en moyenne, le fonds a obtenu des rendements positifs lors de marchés haussiers ainsi que baissier.

Contribution à la performance trimestrielle:

Durant le trimestre, nos meilleurs titres en termes de performance pour le fonds ont été **Sandvine (SVC)**, **BrightPath (BPE)** et **Home Capital Group (HCG)**. Les titres ayant eu une contribution négative à notre performance durant le trimestre sont **Equitable Group (EQB)**, **Chesswood Group (CHW)** et **AutoCanada (ACQ)**.

Dans nos rapports précédents, nous avons discuté de Chesswood et AutoCanada donc nous allons nous concentrer sur d'autre compagnie dans ce rapport trimestriel. Nous vous invitons tout de même à lire sur les dynamiques actuelles se déroulant au sein de Chesswood dans le rapport du premier trimestre de 2017 disponible sur notre site web.

Ce trimestre, nous avons été témoins d'un nombre record d'annonce d'acquisitions de compagnies présente dans notre fonds. Les compagnies visées sont : **Sandvine (SVC)**, **Brighpath (BPE)**, **Span-America (SPAN)**, **Canam (CAM)** et **Halogen (HGN)**. Avec les multiples sur les marchés à des niveaux élevés par rapport à leur historique, il n'est pas surprenant de voir des compagnies de qualités, avec des perspectives à long terme favorable et des multiples relativement attractifs (le type de compagnie que nous aimons détenir) représente des cibles intéressante pour un acquéreur. Pour notre position par rapport aux acquisitions, veuillez-vous référer à notre rapport trimestriel du premier trimestre de 2017.

Sandvine – Trouver un titre sous-évaluer et naviguer une guerre de surenchère

Sandvine (SVC) développe et mets en marché des équipements permettant la gestion des flux de données sur les réseaux de télécommunication. Les solutions de la compagnie comporte logiciel et matériel informatique qui permettent aux entreprises de télécommunication d'identifier (la diffusion en continue de vidéo, les VOIP, les jeux en ligne, ec.), de collecter les données et optimiser le trafic afin de fournir une meilleure qualité de service aux utilisateurs.

Nous avons commencé notre recherche sur Sandvine à l'été 2014. Depuis, nous avons écrit un rapport de recherche interne sur la compagnie, rencontré l'équipe de direction et avons eu plusieurs rencontre interne et appels conférence avec des experts de l'industrie pour mieux comprendre l'entreprise. Notre conclusion était que l'entreprise avait d'excellent produit se démarquant dans l'industrie, une excellente équipe de gestion et très bien positionné pour gagner des parts de marché.

Nous avons aussi conclu que les changements potentiels reliés à la neutralité d'internet ne représente pas une grande menace pour l'entreprise, tel que ce qui était envisagé sur le marché. Nous croyons que l'escompte à laquelle Sandvine se transigeait par rapport à ses pairs dans les compagnies

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 assujettie dans leur totalité par la notice d'offre du Fonds d'opportunités LionGuard. Les rendements du Fonds ont été calculées par l'administrateur du Fonds, sont nets de tous frais, et sont calculés selon les standards "GIPS". 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.



technologiques était principalement dû à la mauvaise compréhension de l'impact des changements réglementaire sur la compagnie.

Le 26 mai 2017, Sandvine a annoncé que la compagnie avait signé une entente d'acquisition avec Vector Capital (une firme de «Private Equity») pour la vente de la compagnie à un prix de 3,80\$ par actions. Il s'agissait alors d'une prime de 20% par rapport au prix de l'action à la fermeture le jour précédent et une prime de 30% par rapport au prix ajusté pour le volume de transaction des 20 jours ouvrables précédents. Au même moment, SVC avait établi une période de 42 jours pour solliciter des offres plus élevés.

Notre recherche interne nous indiquait que la valeur intrinsèque de Sandvine, comme entreprise à part entière (sans synergies), avait une valeur aux environs de 4,25\$/action. Nous avons aussi pour opinion qu'il y avait une probabilité élevée qu'une autre compagnie fasse une offre supérieure. Donc, plutôt que de prendre les profits aux environs de 3,86\$/action, nous avons accrue notre position dans la compagnie. À ce moment, dans notre opinion, les risques étaient limités à 0,06\$/action (3,86\$ moins 3,80\$) alors que la plus-value potentielle était de 0,64\$/action (jusqu'à 4,50\$/action dans le cas d'une guerre de surenchère moins 3,86\$).

Le 27 juin, Sandvine annonçait la réception d'une offre à un prix de 4,15\$/action de la part de Francisco Partners.

Au final, nous avons attendu que la guerre de surenchère entre Francisco Partners et Vector Capital allait offrir le prix le plus élevé que nous jugions possible et avons vendu la majorité de notre position à un prix de 4,47\$/actions.

Home Capital Group – L'appui de Warren Buffett

Pour ceux qui n'ont pas encore lu nos commentaires précédents à propos de Home Capital Group (HCG), nous vous suggérons de lire nos rapports trimestriels et annuels précédents qui sont disponibles sur notre site web. Le chemin par lequel HCG est passé avant que Warren Buffett fasse un investissement est exceptionnel.

Malgré notre affinité pour le titre de Home Capital Group, sur leur historique de création de valeur à long terme, au début de 2017, nous avons été de plus en plus concernés d'une potentielle panique bancaire sur le titre (PB). Avec une série de développements négatifs, il n'était pas inconcevable que les coûts des fonds de HCG augmenteraient (ayant un impact négatif sur les marges d'intérêts nets), mais aussi qu'un scénario de panique pourrait survenir et provoquer une ruée de retrait sur HCG. Avec la plupart des fonds provenant de dépôts de courtiers, le dernier scénario ne pouvait pas être éliminé.

Alors que le financement de la compagnie par les dépôts des clients est devenu une issue majeure à la fin d'avril 2017, le prix de l'action a chuté à moins de 7\$ par action. À ce moment, il y avait quelques scénarios susceptibles de se produire. Voici un copier-coller de ce que nous avons comme scénarios en date de mai 2017 :

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 d'opportunités LionGuard. Les rendements du Fonds ont été calculés par l'administrateur du Fonds, sont nets de tous frais, et sont calculés selon les standards "GIPS". 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.



1. HCG est vendu à une autre compagnie puisque qu'une compagnie financière ne peut continuer à opérer seule sans accès à du financement abordable.
2. HCG vend une partie de ses actifs, obtient une source de financement garantie pour le reste de ses actifs et continue à opérer sur une base plus petite.
3. HCG trouve une ou des tierces parties qui procurent à la compagnie du financement le temps que la compagnie liquide ces actifs de manière ordonnée.
4. Les organismes de réglementation force la vente de la compagnie dans une vente de feu.

Scénario 1 : La valeur au livre tangible de la compagnie est de 22\$ par action. Après la soustraction du montant maximal à payer pour les charges de l'OSC et des poursuites en recours collectif, pour une valeur combinée de 3\$ à 4\$ par action, la valeur tangible ajustée serait de 18,50\$ par action. Étant donné que la compagnie est en détresse, HCG devrait se transiger à escompte par rapport à la valeur aux livres. Avec un escompte de 20-30% de la valeur aux livres, on obtient un montant aux environs de 14\$ par action. En utilisant ce simple calcul, si la compagnie est vendue, nous croyons que les actionnaires devraient être en mesure de réaliser un prix entre 13\$ et 18\$ par action. Nous croyons qu'il est réaliste de penser que les organismes de réglementation approuveraient une telle transaction. Une séparation de la compagnie serait aussi possible avec un acquéreur achetant la partie «prime» et un autre achetant la partie «subprime». HCG a déjà annoncé avoir engagé RBC et BMO afin de revoir les alternatives stratégiques s'offrant à la compagnie.

Option 2 : Avec l'annonce récente de la vente de 1,5 B \$ en hypothèques et une mise en vente de 2 B \$ en hypothèque, il semble que HCG se dirige dans cette direction pour le moment. Les détails de ces transactions n'ont pas été annoncés, mais il est raisonnable de penser que la compagnie protège sa valeur aux livres en effectuant ces transactions et que la valeur aux livres est bien plus élevée que le prix de l'action actuel. Étant donné la qualité des nouvelles additions au Conseil d'administration, nous ne serions pas surpris de voir plus de transactions similaires s'il s'agit de l'avenue qu'il décide de prendre.

Option 3 : Une liquidation ordonnée des actifs de la compagnie sur une période de 3 ans donnerait une valeur approximative de 18\$ par action. Cette valeur n'assume aucun bénéfice dans la période intérimaire vu les coûts de liquidation et un coût du financement plus élevé ne permettrait pas de générer de bénéfices. Cela assume aussi que les crédits octroyés performeraient de la même manière que dans le passé, ce que nous croyons une hypothèse raisonnable étant donné le ratio prêt/valeur raisonnable.

Option 4 : Les chances que cette option se réalise sont plus minces étant donné que HCG a déjà obtenu du financement à court terme et a amélioré sa gouvernance avec l'addition de plusieurs membres de haut calibre à son conseil d'administration. Malgré cela, le cours boursier de l'action demeure relativement imprévisible.

Avec tous ces risques et opportunités considérés, une petite position dans HCG était justifiée à un prix de moins de 8\$ par action, et c'est ce que nous avons décidé d'effectuer. Subséquemment, le 21 juin 2017, Home Capital Group annonçait qu'une entente avait été conclue pour un investissement dans l'équité de la compagnie ainsi qu'une ligne de crédit fournie par une filiale de Berkshire Hathaway, la compagnie de Warren Buffett.



Conclusion

Nous demeurons vigilants et ouvert aux opportunités d'investissement. Nous croyons que la volatilité sur les marchés a des bonnes chances d'augmenter prochainement, surtout vu le niveau que nous avons observés depuis le début de l'année, ce qui devrait bénéficier les opérations à long terme du fonds. En même temps, nous continuons de trouver un bon nombre de compagnies de qualité qui se transigent à escompte par rapport à leur valeur intrinsèque.

Pour toutes questions, n'hésitez pas à nous contacter.

Sincèrement,

Andrey Omelchak, CFA, FRM, MSc
Président et chef des placements
Gestion de capital LionGuard Inc.

Erik Ross, DMS, FCSI
VPS, Responsable Négociations & Opérations
Gestion de capital LionGuard Inc.