



FONDS D'OPPORTUNITÉS LIONGUARD RAPPORT TRIMESTRIEL - SEPTEMBRE 2019

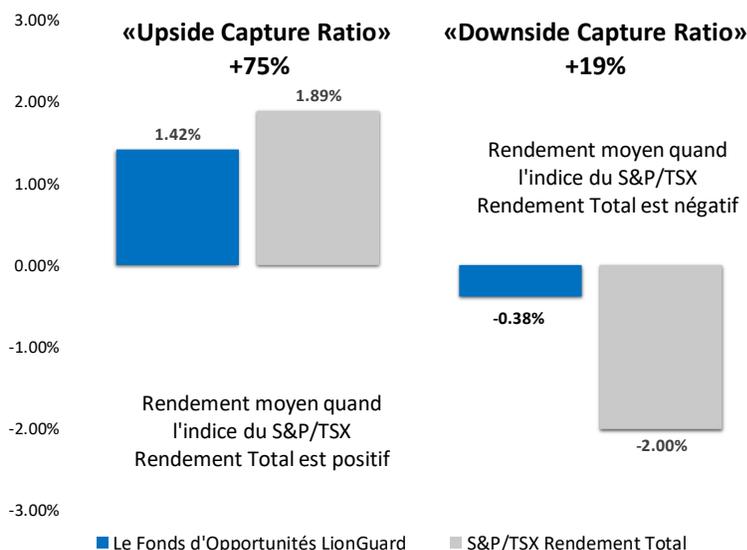
Cinq ans d'historique de rendements:

Chers investisseurs,

Le trimestre terminé le 30 septembre 2019 marque les cinq ans d'historique de rendements pour le fonds d'opportunités LionGuard ("le Fonds"). L'historique des rendements du Fonds est comparé à ceux de l'indice composite S&P/TSX ("Indice") dans le tableau suivant :

Période	Fonds d'opportunité LionGuard (rendements nets)
ACJ	9,76%
1 an (annualisé)	0,11%
3 ans (annualisé)	5,09%
5 ans (annualisé)	8,87%
Depuis la création (Annualisé)	8,87%

Depuis la création du fonds, le ratio de capture des mouvements haussier du fonds par rapport au marché a été de 75% et le ratio de capture des mouvements baissier (le plus faible, le meilleur) a été de 19%.



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 et sont nets de tous frais. Veuillez noter que les rendements pour la période d'octobre 2014 à novembre 2016 sont calculés à partir des unités de classe S avec un ajustement à 1% pour les frais de gestion. 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.



Un nombre croissant de titres mal évalués:

Nous continuons de voir un grand nombre de cas d'inefficiences de marché et nous positionnons le fonds en fonction de ces opportunités.

Le changement dans la nature des investisseurs, avec une part de plus en plus importante de capitaux gérée par des fonds indiciels passifs, crée un nombre croissant d'opportunités d'acquérir des titres sous évalués. Cet effet est encore plus important au sein des titres de petites et moyennes capitalisation boursières, quoi qu'aussi évident dans les compagnies de plus grandes capitalisation boursières qui sont moins liquides.

Appelez nous vieux-jeux, mais contrairement aux investisseurs passifs, nous croyons qu'il est important de connaître nos investissements et d'avoir une bonne idée de la valeur intrinsèque de ces compagnies. Il est de notre opinion que les achats de titres par les fonds passifs peuvent créer des bulles spéculatives qui risquent de se terminer de façon malheureuse pour plusieurs investisseurs.

Une autre tendance, que nous avons discuté plus en détail dans notre rapport du premier trimestre de 2019, est le montant record de capital privé qui attends d'être déployé.

Nous croyons que la croissance des investissements passifs va contribuer à augmenter le nombre de titres mal évalués alors que le niveau record de capital privé va être activement déployé afin de profiter des irrationalités sur les marchés. Dans un tel cas, nous devrions assister à une vague de fusion-acquisition principalement concentrée dans les compagnies de petites et moyennes capitalisation boursières.

Étant donné notre intérêt envers les compagnies de meilleure qualité (de petites et moyennes capitalisations boursières), nous croyons qu'il pourrait y avoir une augmentation des prises de contrôle au sein des compagnies envers lesquelles nous avons un intérêt (voir la définition de celles-ci dans notre rapport du T3 2016 qui est disponible sur notre site web). Alternativement, nous sommes heureux de détenir ces compagnies pour une longue période de temps.

Performance trimestrielle :

Durant le trimestre terminé le 30 septembre, 2019, le fonds d'opportunités LionGuard ("le Fonds") a obtenu un rendement net (après tous les frais) de -3,16%. Deux titres ont particulièrement nuit à la performance durant le trimestre soit : **Points International (PCOM)** et **Sangoma Technologies (STC)**.

Nous avons discuté de **Sangoma Technologies (STC)** dans notre rapport du T2 2019 qui se trouve sur notre site web et notre opinion de la compagnie et de son potentiel à long terme demeure intact. Nous prenons tout de même cette opportunité pour souligner la récente addition de Patrick Mazza en tant que directeur des ventes. M. Mazza est un dirigeant expérimenté avec une expérience dans des postes clés au sein des compagnies suivantes : Enghouse Networks, Mitel, Aastra Technologies, etc. Veuillez noter qu'il était chez Aastra Technologies au même moment qu'Allan J. Brett (Directeur des finances de Descartes Systems et Membre du conseil d'administration de Sangoma). L'addition de M. Mazza à l'équipe de Sangoma renforce notre opinion positive des dirigeants de Sangoma et de son conseil d'administration.

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 et sont nets de tous frais. Veuillez noter que les rendements pour la période d'octobre 2014 à novembre 2016 sont calculés à partir des unités de classe S avec un ajustement à 1% pour les frais de gestion. 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.



Points International (PTS-CA; PCOM-NASDAQ) est une compagnie listée sur le marché canadien et américain, mais qui est basée au Canada. Il s'agit d'une compagnie de technologie qui sert l'industrie des programmes de fidélisation. À partir de la plateforme de commerce électronique de la compagnie, les opérateurs de programmes de loyauté peuvent améliorer la monétisation de leurs programmes tout en augmentant l'engagement de leurs membres.

La compagnie à présentement trois divisions : 1) Plateforme de commerce de loyauté – LCP (vente au détail et en gros de points de programmes de loyauté), 2) Plateforme de partenaires (un éventail de solutions qui sont connectées et activées par les fonctionnalités de LCP) et 3) Points Voyage (permet aux membres des programmes de loyauté d'accumuler et utiliser des points de loyauté en faisant des réservations d'hôtel ou en louant des véhicules en ligne).

Il est important de noter que Points International génère pratiquement tout ces profits à partir de sa Plateforme de commerce de loyauté (LCP) alors que les deux autres divisions ont eu des pertes totales de \$7.6M en BAIIA en 2018. Pour mettre cela en perspective, la compagnie avait un BAIIA de \$18.6M en 2018. Veuillez noter les montants discutés pour Points International sont en dollar américains.

Malgré le fait que la Plate-forme de partenaires ne répond pas aux attentes des actionnaires, la performance de la Plate-forme de commerce de loyauté a permis à la compagnie d'augmenter de façon constante sa rentabilité – le BAIIA total de PTS a augmenté de 7,1M \$ en 2012 à 18,6M \$ en 2018. La compagnie, sans compter la possible cession des activités non-rentables, génère un bon niveau de flux de trésorerie libre récurrents (avec un rendement sur les flux de trésorerie de 10%) et croît de manière organique.

La compagnie a été active dans le rachat de ses actions avec plus de 24M \$ US utilisés à cette fin depuis 2015. Cela équivaut à 16% de la capitalisation boursière actuelle de la compagnie. Clairement, l'équipe de direction et le conseil d'administration reconnaissent que le prix des actions de la compagnie ne reflète pas la valeur intrinsèque de la compagnie. De plus, les objectifs financiers établis par la direction reflètent un fort optimisme pour les perspectives de la compagnie. Le but de la compagnie pour 2020 est d'obtenir une marge de profit brut de plus de 90M\$ (à partir d'un montant estimé à 60M\$ pour 2019) et pour un BAIIA ajusté dans les environs de 45M\$ (à partir d'un montant estimé à 20M\$ pour 2019). Malgré le fait que nous ne portons pas une grande attention aux calculs de BAIIA ajustés de la part des compagnies, vu les problèmes associés à cette méthodologie, les prévisions de PTS se traduisent par une importante augmentation des flux de trésorerie libres par action.

Il est de notre opinion que la division Plate-forme de partenaires et la division Points Voyage ne sont pas essentiels à la croissance à long terme de LCP. En fait, nous croyons que les deux divisions non-rentables masquent la force de la division LCP et que c'est une des raisons pour laquelle la compagnie se transige à un si grand escompte par rapport à notre calcul de sa valeur intrinsèque. Il est dans nos espoirs que l'équipe de direction et le conseil d'administration agissent dans le meilleur intérêt des actionnaires et examinent les alternatives stratégiques pour la division Plate-forme de partenaires et la division Points Voyage. La cession de ces divisions pourrait se traduire par une augmentation de 40% du BAIIA ajusté de la compagnie et une augmentation substantielle des flux de trésorerie libre par action.

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 et sont nets de tous frais. Veuillez noter que les rendements pour la période d'octobre 2014 à novembre 2016 sont calculés à partir des unités de classe S avec un ajustement à 1% pour les frais de gestion. 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.



Au prix auquel se transige actuellement PTS, nous croyons fortement que Points International pourrait être d'un intérêt majeur en tant que cible pour une prise de contrôle par un acquéreur stratégique ou un fonds de «Private Equity». Notre analyse de «Leveraged Buy-Out» (LBO) nous porte à croire qu'un taux de rendement interne du capital de 18-20% pourrait être réalisé par un fonds de «Private Equity», et ce, même après avoir payer un prime substantielle par rapport au prix actuel du titre sur le marché. Un acquéreur stratégique pourrait réaliser un accroissement immédiat de sa rentabilité (vu les multiples auquel se transige la compagnie et ce, même en considérant une prime à la prise de contrôle) et des bénéfices découlant des synergies potentielles avec la combinaison des opérations des deux opérations.

Il s'agit d'un fait que plusieurs investisseurs de «Private Equity» qui connaissent cette industrie devrait regarder cette compagnie avec attention. Nous tenons également à souligner qu'un compétiteur direct à la division Points Voyage a été acquis par Priceline pour 20M \$ en 2015. Donc, les options d'une monétisation partielle ou complète avec un acquéreur stratégique sont possibles. Entre temps, nous sommes contents de détenir le titre vu fort génération de flux de trésorerie libres et la croissance organique de la compagnie.

Étant donné que nous sommes des investisseurs œuvrant uniquement sur les marchés publics, nous préférons voir Points International demeurer coté en bourse. Nous espérons que la direction et le conseil d'administration reconnaissent l'urgence de prendre une décision avant qu'ils ne soient forcé d'examiner d'autres alternatives.

Rendements– Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard:

Le Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard (le « fonds de petite capitalisation ») continue de s'acquitter de son mandat et surperforme considérablement son indice de référence soit l'indice de petites capitalisations S&P/TSX (« indice de référence »). Les rendements bruts du fonds de petite capitalisation, au 30 septembre 2019, sont les suivants :

Période	Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard (rendements bruts)	Indice de petites capitalisations S&P / TSX	Surperformance (sous-performance)
ACJ	16,92%	6,93%	9,99%
1 an	5,30%	-9,11%	14,41%
2 ans (annualisé)	2,24%	-5,69%	7,93%
3 ans (annualisé)	4,34%	-4,25%	8,59%
4 ans (annualisé)	7,73%	3,82%	3,91%
Depuis la création (Annualisé)	3,56%	-1,36%	4,92%

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 et sont nets de tous frais. Veuillez noter que les rendements pour la période d'octobre 2014 à novembre 2016 sont calculés à partir des unités de classe S avec un ajustement à 1% pour les frais de gestion. 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.



Pour plus de détails sur le Fonds de petites capitalisations, veuillez-vous référer à son rapport trimestriel, qui est affiché sur notre site web.

Nous sommes ravis des rendements ajustés pour les risques du Fonds d'actions canadiennes de petites capitalisation LionGuard et de l'engouement de la part des investisseurs institutionnels et des consultants pour le produit. Le fonds atteindra bientôt la marque des 5 ans d'historique de rendements, soit dans la première moitié de la prochaine année.

Pour toute question, n'hésitez pas à communiquer avec nous à tous moments.

Cordialement,

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