

FONDS D'OPPORTUNITÉS LIONGUARD RAPPORT ANNUEL - ANNÉE 2019

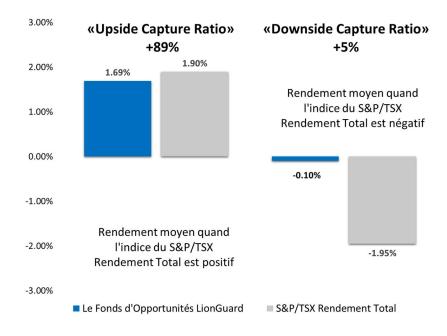
Chers investisseurs,

Rendements - Fonds d'opportunités LionGuard :

Pour l'année 2019, le Fonds d'Opportunités LionGuard ("le Fonds") a eu un rendement a obtenu un rendement net (après tous les frais) de 32,88%. Depuis la création du fonds, en octobre 2014, nos rendements nets annualisés sont de 12,45% et nos rendements cumulatifs de 85,14%. Veuillez voir cidessous la discussion sur les contributeurs à la performance en 2019 et notre positionnement en 2020.

Période	Fonds d'opportunité LionGuard (rendements nets)	
1 an	32,88%	
3 ans (annualisé)	9,35%	
5 ans (annualisé)	12,20%	
Depuis la création (Annualisé)	12,45%	

Depuis la création du fonds, le ratio de capture des mouvements haussier du fonds par rapport à ceux de l'indice composite S&P/TSX ("Indice") a été de 89% et le ratio de capture des mouvements baissier (le plus faible, le meilleur) a été de seulement 5%.



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.





Contributeurs à la performance trimestrielle - T4 2019 :

Durant ce trimestre, nos meilleurs titres en termes de performances incluent : Sangoma Technologies (STC), Points International (PTS), Carbonite (CARB), Photon Control (PHO) et Insperity (NSP). À inverse, le seul titre ayant eu un impact négatif notable sur la performance était: DIRTT Environmental Solutions (DRT).

Carbonite (CARB) est une compagnie de logiciels de sauvegarde de donnée et de sécurité des terminaux informatique. Incorporée en 2005, la compagnie a eu cru d'une compagnie offrant uniquement des logiciels de sauvegarde de données informatique à une compagnie offrant une large gamme de produit de sécurité informatique avec des centaines de milliers de PME (des millions de terminaux) et des milliers de gestionnaires de services et revendeurs. Nous vous encourageons, chers investisseurs et lecteurs, d'examiner le texte suivant puisqu'il s'agit d'un bon exemple à quel point les marchés peuvent être inefficients particulièrement dans l'univers des petites et moyennes capitalisations boursières.

Au fils des ans, Carbonite a exécuté avec succès une stratégie de fusion et acquisition avec pour but de d'offrir tous les services de données et sécurités nécessaires à ces clients. Sur une période de sept ans, Carbonite a effectué pour plus de 850M de dollars en acquisitions ce qui a contribué à une expansion de la compagnie et de son marché adressable à environ 15 milliards de dollars. L'acquisition la plus notable de la compagnie a été Webroot pour environ 2,9x les ventes (une compagnie de logiciel de sécurité informatique pour les terminaux). Avec les acquisitions, Carbonite a augmenté ces ventes à un taux annualisé de 25% de 2012 à 2019 tout en augmentant ces flux de trésorerie libre par action à un taux annualisé de 40% supporté par une expansion des marges. L'expansion des marges provenant principalement de : 1) une plus grande efficience au niveau des marges brutes (ex. optimisation des centres de données) et 2) une amélioration des taux de renouvellement et de rétention avec des revenus récurrents de près de 90%.

Cependant, toutes les courses doivent faire un arrêt au puit de ravitaillement. Ce cas n'étant pas différent. Le produit principal de Carbonite a au fil des ans atteint un point de maturité avec une industrie avec une croissance de moins de 5% par année. Avec une compétition plus élevée, Carbonite a eu plusieurs mauvais trimestres consécutifs en partie expliqués par des mauvaises stratégies de ventes.

Pour renverser cette dynamique négative, Carbonite a introduit sur le marché une nouvelle version de son logiciel de sauvegarde pour les serveurs informatique au troisième trimestre de 2018. Ce nouveau produit était supposé contribuer à la croissance des ventes dans la deuxième partie de 2019 et en 2020. Cependant, le produit ne répondait pas aux attentes des clients en matière de qualité et a dû être retiré du marché ce qui a réduit les attentes de croissance et des délais pour l'équipe de vente.

Avec une détérioration de la confiance des investisseurs envers la compagnie, le titre a chuté aussi bas que 12\$ par action. L'échec du lancement du nouveau produit et une erreur d'exécution dans la mise en marché ont été exacerbé par le départ soudain du PDG de la compagnie. Ce qui a donné lieu à la création d'un nouveau rôle de Chef de la mise en marché, l'addition d'un nouveau Chef des opérations, un nouveau





Chef du développement de produits et d'un nouveau PDG intérimaire et vétéran de l'industrie (Stephen Munford).

Dans notre portefeuille, nous avons pris une opinion qui était contraire à l'opinion populaire sur les marchés. Le marché étant concerné par l'intégration de Webroot et la croissance organique, nous avons vu cela comme étant une réaction largement exagérée, nous présentant une opportunité d'investissement exceptionnelle. À 12\$ par action, Carbonite était évalué à environ 2x les ventes et à un taux de flux de trésorerie libre de 8% (comparativement aux pairs sur le marché évaluer à environ 3,5x les ventes et avec un taux de flux de trésorerie libre de 4%). Pour une compagnie de logiciel avec des revenus récurrents de 90%, une clientèle établie et une bonne force de vente indirecte (fournisseurs de services et vendeurs à valeur ajouté), nous savions qu'il y aurait de l'intérêt pour la compagnie qui allait se manifester.

Des rumeurs de prise de contrôle de la compagnie ont commencé à émerger en septembre et ont continuée en octobre alors que le prix de l'action s'était seulement apprécié dans les 14-15\$. Pendant ce temps, nous avons augmenter notre pondération dans le titre avec une conviction dans le titre bien établie et supportée par notre modèle interne sur une base de flux de trésorerie actualisé et de rendement potentiel pour un acquéreur potentiel avec une valeur intrinsèque dérivée de 25\$ par action. Il s'agissait d'un scénario parfait pour une appréciation substantielle et avec un risque à la baisse limité (vu le prix auquel la compagnie se transigeait) et une forte probabilité que la compagnie se fasse acquérir.

Le 11 novembre, Carbonite a conclut une entente visant son acquisition par un acheteur stratégique. Open Text (OTEX US; OTEX CN) a offert 23\$ par action ((~2.8x les ventes) ce qui démontre le niveau d'inefficience du marché lors d'une période transitoire pour la compagnie. Nous croyons que le prix offert est juste et qu'il s'agit d'une victoire pour les deux camps étant donné les possibilités de ventes croisées entre les deux compagnies.

Photon Control (PHO) est une entreprise manufacturière de senseurs de fibre optique. Les produits de la compagnie sont utilisés dans les équipements utilisés dans la production de puces de semi-conducteurs afin de connaître la température et le positionnement de façon précise, notamment dans la fabrication des puces de mémoire.

Nous avons suivi Photon Control de près et sur une longue période de temps. Nous avons établi une connaissance approfondie de la compagnie et des principaux facteurs qui influence la valeur de la compagnie. Lorsque nous avons découvert la compagnie, la compagnie vendait ces senseurs seulement à l'industrie pétrolière. Nous étions impressionnés par le produit, mais nous n'aimions pas le fait qu'elle soit exposée à l'industrie pétrolière et ses fluctuations que nous jugeons difficile à prédire (en lien avec notre aversion aux commodités).

Nous avons décidé d'investir dans la compagnie lorsque celle-ci a commencé sa croissance dans le domaine des semi-conducteurs (un domaine en croissance et plus stable que l'industrie pétrolière). Nous avons bâti notre confiance dans le titre vu la croissance de l'industrie, de l'expansion du marché adressable, un bon escompte par rapport aux comparables américains et un excellent bilan.



Veillez trouver ci-dessous les quatre points principaux de notre thèse d'investissement :

- Une demande soutenue pour les puces de mémoire : les puces de mémoire sont une des clés des progrès en Intelligence Artificielle (IA). Avec une prolifération soutenue de la création de données (plus de 90% de toutes les données ont été générés au cours des deux dernières années), la demande pour les puces de mémoires devrait continuer d'être intéressante, avec certaines prédictions estimant la croissance à 20%-30%. Cela devrait générer une bonne demande pour les senseurs optiques de Photon Control et procure une visibilité pour les revenus des prochaines années.
- Expansion du marché adressable : une opportunité en deux temps − 1) L'opportunité d'intégrer les senseurs dans l'étape de «déposition», un marché d'environ 30% la taille du marché présentement desservi de «gravure». 2) malgré que la compagnie soit présentement principalement concentrée dans le marché des semi-conducteurs, elle a récemment annoncé une expansion dans le domaine médical.
- Escompte par rapport aux comparables américains: avec presque toutes les compagnies du domaine se transigeant à des sommets historiques, le prix des actions de Photon n'a pas suivi les comparables et ne reflétais pas les dynamiques positives dans le secteur.

En plus d'avoir un potentiel excellent en tant qu'entreprise à part entière, PHO a de nombreuses caractéristiques la rendant attrayante pour un acquéreur. Le bilan est excellent (avec une beaucoup d'encaisse), une excellente génération de flux de trésorerie libre, beaucoup de synergies envisageables pour un acquéreur stratégique et une valorisation attrayante. Nous ne serions pas surpris de voir PHO se faire acquérir par un acheteur stratégique ou financier.

Insperity Inc. (NSP), depuis la fondation de la compagnie en 1986, la compagnie est devenu l'un des plus grand fournisseur de services aux employeurs aux États-Unis (« PEO»). La compagnie fournie des services de sous-traitance en matière de gestion des ressources humaines à plus de 7 300 petites et moyennes (PME) compagnies.

Insperity a été sur notre radar depuis un moment vu son historique de bonne croissance (environ +13% en nombre d'employés moyens affectés, +22% BAIIA et +39% en bénéfices par actions), une clientèle diversifiée par industrie ainsi que la possibilité d'avoir d'excellent échantillonnage pour leurs clients. Nous avons tout de même attendu au quatrième trimestre de 2019 pour obtenir un point d'entrée intéressant tel qu'illustré ci-dessous.

Dans les termes les plus simple, une compagnie de PEO procure une gamme de services de gestion des ressources humaines qui inclus : la gestion de la paie, l'administration, les bénéfices, les couvertures en soin de santé et la rémunération. Bien que ce type de compagnie apparaisse simple en surface, c'est beaucoup plus complexe. Il s'agit d'une compagnie de technologie et d'assurance dans la même entité. Au lieu d'être une compagnie de gestion des ressources humaines traditionnelle, il s'agit d'une compagnie qui opère selon un modèle de co-employer. Ce qui signifie que le client, Compagnie A, signe un contrat de service (CDS) avec un PEO tel qu'Insperity. Ce contrat fait en sorte qu'Insperity facture la totalité des coûts des ressources humaines (les impôts, les bénéfices sociaux, la compensation, les frais de

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 lois sur les valeurs mobilières applicables. Les informations contenues dans ce résume 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.





transactions et administration) et une marge de profit pour Insperity. En retour, la Compagnie A s'attends à ce que le PEO gère l'entièreté de ces ressources humaines ce qui inclus, mais ne se limite pas à l'administration du personnel, le respect des lois et règlements, des passifs liés aux salaires et un accès à des plans avantageux de bénéfices sociaux.

Un PEO prend en charge tous les employés de ses clients sous un seul toit, ce qui lui permet de créer des forfaits de services à des prix avantageux pour les employés et les employeurs. Il s'agit d'une situation gagnant-gagnant vu que le PEO peut acheter en gros (pouvoir d'achat) tout en obtenant une marge intéressante alors que les clients peuvent se concentrer sur la gestion de leurs opérations tout en obtenant des conditions de travail pour leurs employés généralement réservés aux grandes entreprises.

Vous vous demandez probablement ce qui a piqué notre intérêt dans ce domaine étant donné la nature complexe du secteur des PEO et la nature compétitive et mature de l'industrie de la gestion des ressources humaines. Il s'agit d'un excellent point d'entrée, ainsi qu'un bon ensemble d'opportunités pour les PEO alors que leur marché reste fragmenté et qu'ils ont une sous-pénétration dans le marché (environ 5% des PME).

Après un mauvais deuxième trimestre, marqué par un ralentissement des embauches net et une plus grande proportion de réclamation onéreuses (22% des réclamations dans le trimestre plutôt que ~18% historiquement), Insperity a dû revoir ses prévisions annuelles légèrement à la baisse. La magnitude des résultats plus bas que les attentes des analystes ainsi que la réduction des prévisions annuelle a fait en sorte que le prix des actions a chuté d'un haut de 145\$ à 90\$ après la sortie des résultats du deuxième trimestre.

Malgré une forte baisse du prix de l'action, notre recherche fondamentale nous suggérait que la révision des prévisions annuelle aurait dû être plus importante. Notre équipe a lu toutes les transcriptions des appels conférences décrivant les résultats de la compagnie des 13 dernières années afin de déterminer l'impact des réclamations sur les trimestres subséquents et au travers d'un cycle. Notre analyse nous a démontré que les réclamations du T2 ont généralement un impact sur le T3 et a un niveau plus élevé que ce qui était communiqué par l'équipe de direction. Lorsque la compagnie a transmis ces résultats du T3, nous n'étions pas surpris de voir la compagnie publiée des résultats beaucoup plus bas que les attentes des analystes en plus de réduire ces estimés pour le T4 de 11%. Le prix de l'action à chuté au niveau le plus bas des 52 dernières semaines pour atteindre 67\$ par action.

En gardant en tête que les réclamations majeures font partie du cours normal des activités de l'entreprise et qu'elles sont de nature aléatoire, nous sommes arrivés à la conclusion que les participants du marché ont réagit de manière exagérée aux développements négatifs de nature temporaire. Insperity se transigeait à 10,5x le BAIIA, un escompte significatif par rapport à ses pairs (ADP, Trinet, Paychex) qui se transigeait à environ 16,8x et aux transactions précédentes à 14x (Paychex a acquis Oasis PEO pour 14x).

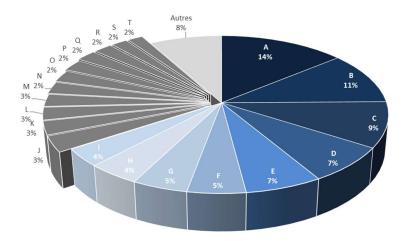
Alors que les nouvelles concernant le T3 ont commencé à être digérées et que les participants du marché ont commencé à réaliser la nature temporaire des problèmes de la compagnie, le titre a remonté à 86\$ par action.



Contributeurs à la performance annuelle- Année 2019 :

Durant l'année 2019, nos meilleurs titres en termes de performances incluent : Sangoma Technologies (STC), Points International (PTS), Carbonite (CARB), Photon Control (PHO), Insperity (NSP), Firan Technology (FTG), BSM Technologies (GPS), Héroux-Devtek (HRX), PAR Technology (PAR), Gluskin Sheff (GS) et Altus Group (AIF). À inverse, le seul titre ayant eu un impact négatif notable sur la performance était: DIRTT Environmental Solutions (DRT).

Nous sommes également satisfaits de la répartition de notre performance sur un ensemble de titres (selon nos positions longues), ce qui démontre des sources d'Alpha multiples au cours de l'année :



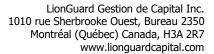
Nos discussions détaillées sur Carbonite, Insperity et Photon Control font partie de nos commentaires du T4-2019 ci-dessus. La plupart des contributeurs de 2019 ont été adressé dans nos rapport trimestriels, veuillez trouver nos commentaires ci-dessous :

À partir du rapport trimestriel T2-2019:

Sangoma Technologies (STC) est l'un de nos ajouts récents au Fonds. Sangoma est un fournisseur de solutions de communications unifiées (UC) présent dans de nombreux pays. Ses principaux clients sont les petites et moyennes entreprises, les équipementiers de télécommunication et les fournisseurs de services de téléphonie.

Il y a plusieurs années, STC était une société avec un seul produit sur le marché. Grâce à des acquisitions intelligentes et à des initiatives de R&D internes, la compagnie s'est transformée en un fournisseur de solutions de communication unifiée complet, sous la direction de son PDG, William Wignall.

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.





Ce que M. Wignall a accompli au cours des dernières années est remarquable. Depuis qu'il est devenu PDG, William a considérablement amélioré le taux de croissance organique de l'entreprise (de zéro à plus de 10 %) et amélioré sa rentabilité (d'un montant négligeable à plus de 12 millions de dollars en EBITDA sur une base annualisée). William a démontré à la fois une expertise opérationnelle et une discipline d'allocation de capital. Toutes les acquisitions conclues à ce jour ont augmentées la valeur par action et alignées avec la vision à long terme de la société. Avec un dirigeant solide et discipliné à la tête, nous estimons que STC est bien positionnée pour saisir l'énorme opportunité de passer d'une communication sur site à une communication basée sur le cloud.

Selon Global Market Insights, le marché des UC devrait atteindre 96 milliards de dollars US d'ici 2023. Parallèlement, le taux d'adoption actuel des UC en cloud reste inférieur à 10%. Par conséquent, nous pensons qu'il existe un grand potentiel pour les entreprises qui se concentrent sur ce segment.

À ce jour, les investisseurs américains ont pris conscience des opportunités majeures dans l'espace UC en cloud et ont récompensé les grands acteurs (tels que Ring Central et 8x8) d'une valorisation élevée. En revanche, STC se négocie toujours à un rabais énorme par rapport à ses homologues plus importants. L'une des raisons pour les plus faibles multiples réside dans la taille relative de l'entreprise ainsi que le fait que STC est en train de passer de l'activité de matériel informatique à une activité récurrente en SaaS. Si les deux tendances vont dans la bonne direction, nous pensons que ce n'est qu'une question de temps avant que STC obtienne le crédit qu'il mérite. Le chiffre d'affaires récurrent de UC SaaS de STC est en croissance à plus de 10 % cependant, les ventes de matériel informatique n'ont pas une telle croissance. Alors que la transition vers les logiciels se poursuit à un rythme rapide, les investisseurs devraient également s'attendre à une augmentation significative des marges.

Bien que cela ne fait pas partie de notre thèse d'investissement, une opération bien gérée, très prometteuse et avec des revenus récurrents croissants constituent un candidat de choix pour une acquisition par un des grands opérateurs.

À partir du rapport trimestriel T3-2019:

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.

À partir du rapport trimestriel T3-2019:

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 génères pratiquement tous 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 40M\$ (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 traduise 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 masques 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 espoir que l'équipe de direction et le conseil d'administration agissent dans le meilleur intérêt des actionnaires et examine 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.

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,

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.





même après avoir payé 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.

À partir du rapport trimestriel T1-2019:

Firan Technology (FTG) - Tel que nous l'avons discuté dans nos rapports précédents, nous ne pensions pas que les problèmes d'intégration (post-acquisitions) étaient structurels et nous pensions que le cours de l'action de FTG se redresserait lorsque la compagnie allait présenter des meilleurs résultats. Bien que l'intégration ait pris plus de temps que prévu, ces défis sont maintenant derrière nous, car FTG a obtenu d'excellent résultats financiers au cours des derniers trimestres. Par conséquent, les investisseurs commencent à reprendre confiance en l'équipe de direction, ce qui pousse le cours de l'action à la hausse.

Nous sommes optimistes sur le fait que les acquisitions futures créeront de la valeur et que les leçons apprises conduiront à une intégration plus fluide des opérations. Nous restons optimistes à l'égard de cette industrie et estimons qu'il est possible pour cette compagnie de générer de la valeur à long terme pour les actionnaires grâce à une bonne exécution du plan d'affaires.

Gluskin Sheff et associés (GS) - GS est une firme de gestion de patrimoine qui dessert les clients fortunés et quelques clients institutionnels.

Le cours de l'action a été sous pression depuis quelques temps et cela pour les raisons suivantes: fuite des capitaux institutionnel, perte d'employés clés dans le département d'investissement, dispute légale entre la compagnie et ses fondateurs, pression de l'industrie sur les frais et autres. Notre équipe d'investissement était cependant plus optimiste en ce qui attrait le potentiel de la compagnie versus sa valeur reflétée dans son cours boursier. Notre logique était la suivante:

 Les clients institutionnels n'ont jamais été un marché cible de la compagnie et représentent une petite portion de tout l'actif sous gestion ce qui représente un faible apport aux revenus liés aux frais de gestion et frais de performance.





- D'un côté nous sommes d'accord que le départ de certains employés seniors du département d'investissement soit inquiétant en revanche il y avait suffisamment de personnels expérimentés pour combler les postes vacants. Nous sommes aussi confiants que la clientèle fortunée serait fidèle avec la firme (moins dépendant des employés aux placements que dans le secteur institutionnel).
- Bien que les disputes légales avec les fondateurs ne soient jamais une nouvelle appréciée, ces litiges étaient déjà clos et ne représentaient pas un risque imminent. Nous reconnaissons que la montée de la popularité des produits financiers à rabais (notamment les FNB), résultant en une contraction des marges se fait sentir dans toute l'industrie.
- De notre point de vue, afin de pallier ces problèmes mentionnés plus haut une firme peut 1). Se concentrer sur des produits niche et unique qui ne peuvent être reproduit facilement, 2). Maitriser une méthode d'investissement différente qui peut surperformer les indices et ce ajusté au risque 3). Desservir les marchés qui se composent d'une clientèle des plus fidélisées. Mais encore, nous croyons que GS est beaucoup moins assujettie aux défis de l'industrie compte tenu de leur grand effort à se concentrer sur le marché de la clientèle fortunée, qui est des plus fidélisées.

De plus, malgré tous ces défis, GS a réussi à faire croitre son actif sous gestion de 5.5G\$ à 8.2G\$.

Tout juste avant de la prise de contrôle de GS, celle-ci avait un ratio de flux de trésorerie libre de 9% (sans inclure les frais de performance) sur sa capitalisation boursière. La compagnie n'avait pas de dette et payait un dividende de l'ordre de 9%.

Compte tenu de la fidélisation de la clientèle fortunée, les excellents flux de trésorerie libre sur les frais de gestion de base, l'option sur les frais de performance d'un potentiel considérable, le bilan financier avec aucune dette, l'option de l'achat de la compagnie par l'équipe de gestion ou bien l'acquisition de la compagnie par un partenaire stratégique, nous étions très à l'aise de détenir le titre mais aussi d'augmenter la position sur la faiblesse du cours.

À la fin mars 2019, Onex a annoncé l'acquisition de GS pour un prix de 14.25\$ l'action. Le prix d'achat représente une plus-value de 28% par rapport au prix de fermeture le jour précédent. Nous voyons la combinaison des deux compagnies comme étant un partenariat gagnant et croyons que la probabilité de guerre des enchères est faible. Cependant, nous ne pouvons pas conclure que le plein prix a été atteint.

À partir du rapport trimestriel T2-2019:

BSM Technologies (GPS) est un fournisseur de solutions de télématique et de gestion d'actifs à l'aide de modules connectés à internet. Ils comptent pour client un bon nombre d'agences gouvernementales et est un des principaux fournisseurs de solutions télématiques aux principaux opérateurs ferroviaires. Au moment de l'annonce de l'offre, BSM générait de solides niveaux de flux de trésorerie libre, et nos prévisions indiquait des niveaux de rentabilité par action sensiblement plus élevés au cours des prochaines années. Les opérations de la société s'amélioraient grandement sous la direction d'un nouveau PDG, qui était concentré à croître les revenus et réduire les dépenses superflues.

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 lois sur les valeurs mobilières applicables. Les informations contenues dans ce résume 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.





Compte tenu de la vague de consolidation qui règne dans le secteur de la télématique, l'annonce de l'acquisition de BSM n'a pas été une grande surprise pour nous. La société se négociait à un multiple beaucoup plus faible que ceux auxquels certains de ses pairs ont récemment été acquis, tout en ayant une excellente liste de clients.

À partir du rapport trimestriel T2-2019:

Héroux-Devtek (HRX) est le troisième fabricant mondial de trains d'atterrissage pour les avions et hélicoptères. La demande pour les avions commerciaux devrait bénéficier la compagnie vue que le trafic aérien devrait augmenter de 5,0% par années pour les deux prochaines décennies. L'industrie a de fortes barrières à l'entrée et une croissance prévisible, permettant à HRX une meilleure stabilité caractérisée, dans une large mesure, par (a) la visibilité des revenus, en tant que fournisseurs du secteur aéronautique, la compagnie se voit attribuer des contrats exclusifs pour la durée d'un programme et dans une moindre mesure par (b) des ventes récurrentes générés vu que les trains d'atterrissage nécessitent une remise à neuf environ tous les 8 ans.

Sous la direction de Gilles Labbé, qui a récemment quitté son poste de PDG après près de deux décennies d'activité à ce poste, HRX est passée du statut de fournisseur de deuxième niveau à celui de fournisseur direct aux constructeurs. Les mesures prises par la direction au fil du temps ont permis de renforcer le positionnement de HRX dans l'industrie et d'obtenir des contrats d'assemblage complets auprès des principaux constructeurs.

Essentiellement, nous avons identifié et investi dans une entreprise en pleine croissance, défensive, avec une bonne équipe de direction et avec des dirigeants ayant une bonne participation dans l'actionnariat (M. Labbé détient 10% de la société), garantissant ainsi un alignement des intérêts entre la direction et les actionnaires.

Notre intérêt envers HRX a augmenté lorsque la société a annoncé son intention de procéder à deux acquisitions afin d'améliorer sa position concurrentielle. Une des acquisitions d'intérêt est la Compañia Española de Sistemas Aeronauticos, S.A (« CESA»). CESA a considérablement élargi la portée de HRX en Europe, augmenté le nombre de produits pour lesquels la compagnie possède la propriété intellectuelle et a ouvert la voie à la diversification de la clientèle, en ajoutant Airbus (copropriétaire de CESA) aux clients directs de HRX. En conséquence, HRX dessert désormais les deux plus grands constructeurs aéronautiques: Boeing et Airbus. De manière tout aussi importante, la transaction offre à HRX une incursion dans le marché de l'actuation, un secteur qui requiert moins d'investissement en capitaux que pour les trains d'atterrissage.

Alors que Héroux-Devtek capitalise sur une période de bonne croissance des revenus et de ses marges, nous sommes confiants que le nouveau PDG, Martin Brassard, fera un excellent travail.

À partir du rapport trimestriel T2-2019:

PAR Technology (PAR-US) est l'un des principaux fournisseurs mondiaux de solutions de points de vente en infonuagique et services connexes pour les chaînes de restauration. Nous avons découvert cette

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.





société au milieu de 2018. À cette époque, même si nous aimions beaucoup la dynamique du secteur pour les systèmes de point de vente en infonuagique des restaurants et le positionnement de PAR Technology dans le marché, nous étions sceptiques quant à la capacité de la direction de faire passer la société au niveau suivant.

Nos réserves à l'égard de la direction se sont dissipées après la nomination de M. Savneet Singh en tant que nouveau PDG. Après avoir étudié les antécédents de M. Singh, écouté plusieurs de ses appels conférences et tenu des discussions avec lui, nous sommes convaincus que M. Singh est la bonne personne pour diriger la société. Savneet a une excellente compréhension de l'énorme potentiel sur le marché pour Brink POS (le joyau de la couronne de PAR) et de ce qui doit être fait pour renforcer la position de Brink sur le marché.

La particularité de Brink POS réside dans le fait qu'il s'agit actuellement de la seule solution infonuagique déployée dans les grandes marques de restauration rapide comptant plus de 1 000 restaurants. Parmi les clients du logiciel Brink figurent Dairy Queen, Arby's, Five Guys et plusieurs autres grands noms. Ce qui est également impressionnant, c'est que Brink a acquis une position de leader sur le marché parmi les solutions SaaS pour la gestion de restaurants à grand déploiement en infonuagique, malgré des investissements très faibles par rapport à ses concurrents bien capitalisés.

Alors que PAR exécute son plan d'affaires pour ajouter de nombreux autres clients SaaS, nous pouvons nous attendre à ce que les ventes de matériel de point de ventes (où ils ont actuellement pour clients des noms tel que Subway, McDonalds, Taco Bell, etc.) se transforment en revenus logiciels récurrents. À la fin du premier trimestre de 2019, les revenus annualisés récurrents SaaS s'élevaient à 15,8\$ millions, par rapport 10,3\$ millions il y a un an. De plus, le lancement prochain des services aux marchands (solutions de paiement) et la vente de modules logiciels supplémentaires aux clients existants de Brink entraîneront certainement des revenus récurrents mensuels beaucoup plus élevés par emplacement.

Ce qui nous rend particulièrement à l'aise avec notre position dans ce titre est que l'évaluation par la somme des divisions nous procures une bonne marge de sécurité. En plus de Brink POS, PAR détient également deux entreprises rentables susceptibles de générer une bonne valeur si elles étaient mises en vente. Nous sommes également conscients de l'engouement des investisseurs pour les offres de points de vente en SaaS, comme en témoigne le succès de l'introduction en bourse de Lightspeed POS et des niveaux de valorisation de Toast POS. Nous ne pensons pas que la valeur de Brink soit entièrement reconnue.

Au moment où PAR Technology continue d'exécuter sur son plan d'affaires et obtenir une croissance de ces ventes, nous ne serions pas surpris qu'ils reçoivent une offre d'acquisition de l'un des plus importants fournisseurs de systèmes de points de vente traditionnels (ceux que Brink POS remplace), d'un concurrent (comme Toast POS) ou de la part d'une société de «Private Equity». Compte tenu de la part de marché dominante de Brink POS dans les grandes chaînes de restauration rapide, de ses perspectives de croissance organique et de la possibilité de revenus récurrent mensuel beaucoup plus élevé par emplacement, il s'agit d'un actif très attrayant pour de nombreux acheteurs potentiels.



À partir du rapport trimestriel T2-2019:

Groupe Altus (AIF) est un fournisseur de premier plan de logiciels, de solutions de données et de services de conseil destinés au secteur de l'immobilier. Les principaux secteurs d'activité de la société sont l'impôt foncier, le conseil en immobilier commercial, la géomatique et Altus Analytics.

AIF est l'une de nos positions principales. Nous pensons que le produit phare de la société, Altus Analytics, est en train de remplacer d'autres produits concurrents et de devenir un standard de facto dans le secteur immobilier. D'une certaine manière, le positionnement d'Altus Analytics dans le secteur immobilier peut déjà être comparé à celui de Bloomberg dans le secteur des services financiers.

Altus a publié des résultats décevants pour le T3-2018, ce qui a entraîné une baisse du prix des actions. À notre avis, le manquement trimestriel n'est rien de plus qu'un retard dans la comptabilisation des revenus, en raison de modifications de la réglementation dans le domaine de la taxe foncière. Bien que cela ait été communiqué par la direction, les investisseurs ont néanmoins réagi négativement aux chiffres du troisième trimestre.

Notre décision de maintenir notre position lors de la baisse temporaire a permis à AIF de contribuer positivement au rendement de notre fonds ce trimestre.

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 »).

Le fonds de petites capitalisations a également obtenu des rendements parmi les meilleurs de l'industrie (premier quartile pour les périodes de 1,2,3, et 4 ans, par rapport aux autres Fonds de la même catégorie) selon les données compilées par eVestment.

Les rendements bruts du fonds de petite capitalisation, à la fin de décembre 2019, sont les suivants :

Période	Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard (rendements bruts)	Indice de petites capitalisations S&P / TSX	Surperformance
1 an	28,50%	12,84%	15,66%
2 ans (annualisé)	4,28%	-5,05%	9,33%
3 ans (annualisé)	6,70%	-3,30%	10,00%
4 ans (annualisé)	10,02%	5,14%	4,88%
Depuis la création (Annualisé)	5,48%	-0,15%	5,63%

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.



Mise à jour des activités de la société :

En plus d'obtenir des rendements parmi les meilleurs de l'industrie pour nos fonds, tel qu'illustré cidessus, nous avons fait des progrès significatifs au niveau de la compagnie. Cela ne pourrait pas être possible sans le travail et la dédication des membres de l'équipe, du support de nos investisseurs et la compétence de nos fournisseurs de service. Voici certains des événements les plus marquants de l'année :

- Conclus un partenariat stratégique et à long terme avec Walter Gestion d'actifs mondiale (Walter) et avons accueilli Sylvain Brosseau à notre conseil d'administration. Le partenariat avec Walter nous permet d'accélérer matériellement la croissance de LionGuard incluant l'expansion de l'équipe de recherche, des opérations et des services aux clients. M. Sylvain Brosseau, PDG de Walter, se joint à notre conseil d'administration.
- Nous avons atteint 5 ans d'historique de rendements pour le Fonds d'opportunités LionGuard : Le fonds a été lancé en octobre 2014 et à la fin de décembre comptait 5 ans et 3 mois d'existence.
- Nous avons atteint 4 ans d'historique de rendements pour le Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard: Le fonds a été lancé en mai 2015 et à la fin de décembre comptait 4 ans et 8 mois d'existence.
- Nous avons établi une nouvelle entité légale pour le Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard. Ce qui facilite les investissements dans le fonds de petites capitalisations pour les investisseurs institutionnels, les «family office» et les autres investisseurs accrédités.

Cordialement,

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