



FONDS DE PETITES CAPITALISATIONS AMÉRICAINES LIONGUARD RAPPORT TRIMESTRIEL — MARS 2021

Chers investisseurs,

Nous sommes heureux de publier notre premier rapport trimestriel portant sur le Fonds de petites capitalisations américaines LionGuard (le «Fonds»). Bien que la structure du Fonds soit nouvelle, notre équipe investit depuis longtemps et avec succès dans des actions à petite capitalisation cotées aux États-Unis dans le cadre d'allocations parmi nos autres fonds. Le marché américain des titres à petite capitalisation regorge d'occasions très intéressantes qui peuvent être découvertes et saisies grâce à notre processus de recherche fondamentale et d'investissement rigoureux.

Le Fonds de petites capitalisations américaines LionGuard a surperformé son indice de référence, l'indice Russell 2000 Rendement Total (l'indice), au cours de notre premier trimestre avec un rendement de 15,72% contre 12,70% pour l'indice. Les secteurs dans lesquels le Fonds a le mieux performé par rapport à l'indice de référence sont la technologie avec 624 pb de surperformance relative et la santé avec 183 pb. Les secteurs dans lesquels le Fonds a sous-performé par rapport à l'indice de référence comprenaient les matériaux avec 26 pb de sous-performance relative et les biens de consommation de base avec 22 pb.

Les principales contributions positives à la performance sont venues des positions dans Donnelley Financial (voir commentaires ci-dessous), Bausch Health et Allot. Nous avons également profité de la conclusion par Perspecta d'un accord de vente à une société de capital-investissement. À l'autre bout du spectre, KAR Auction, Alteryx et Elanco Animal Health ont nui à notre performance par rapport à l'indice.

Nous profitons de cette occasion pour discuter de certains de nos principaux contributeurs au cours du trimestre: **Donnelley Financial (DFIN US)** et **Franklin Covey (FC US)**.

Donnelley Financial (DFIN US) – est une entreprise mondiale de solutions de gestion des risques et de conformité avec plus de 50% de revenus récurrents. Elle fournit des solutions de dépôts réglementaires et de transactions via des logiciels de premier ordre, des solutions technologiques et des solutions d'impression. En fait, son produit Venue est la troisième plus grande solution logicielle de salle de données virtuelle et ses solutions de conformité aux exigences de la SEC (ActiveDisclosure et FundSuiteArc) font partie des principales offres du secteur avec des taux de rétention bien supérieurs à 90% et 95% respectivement.

Lorsque nous avons découvert l'entreprise à l'été 2020, celle-ci apparaissait se négocier à bon marché à tous les égards. Son évaluation selon la méthodologie "sum-of-the-parts" impliquait alors une hausse d'au moins 70%. Heureusement, l'escompte de prix observé était attribuable à (a) des résultats apparaissant décevants et (b) une activité d'impression en détérioration masquant la véritable capacité de génération de bénéfices des logiciels et des solutions technologiques. Ces facteurs créaient suffisamment de complexité pour pousser les investisseurs à allouer leur temps et leurs ressources à d'autres idées, provoquant ainsi une perception défavorable quant à l'évaluation de DFIN pendant une



période suffisamment longue pour que nous puissions terminer nos recherches et nous sentir à l'aise à établir une position dans le titre.

Prise à tort pour une entreprise d'impression, DFIN est une entreprise générant de solides flux de trésorerie avec d'excellentes perspectives pour les années à venir. La société est au milieu d'une transformation du modèle d'exploitation et de réduction des coûts qui fera passer l'activité d'impression à faible marge d'environ 40% du chiffre d'affaires en 2016 à moins de ~20% avec l'établissement récente des nouvelles règles 30e-3 et 498a de la SEC. Ces règles devraient affecter les revenus à hauteur de 130 à 140M\$ en 2021 avec un impact sur le BAIIA d'un peu moins de 5 à 10M\$, reflétant la faible marge de ce champs activité. Relevant les défis transitoires associés à cette «bénédiction déguisée» et exécutant un plan de réduction des coûts bien planifié, l'entreprise en ressortira en tant que fournisseur de logiciels aux affaires hautement récurrentes muni d'une technologie transactionnelle à marge bénéficiaire élevée, et profitant d'un niveau d'activité soutenu sur les marchés financiers.

Nos estimations sont que ~40% et ~30% des activités transactionnelles de DFIN proviennent respectivement des activités d'introduction en bourse et de fusions et acquisitions. Bien conscients d'un marché en ébullition dans les deux cas et d'un environnement sans précédent (mais à notre avis temporaire) pour les SPAC, nous étions extrêmement confiants dans la capacité de DFIN à tirer parti de ces tendances. Après tout, en discutant avec différents fournisseurs de services, nous comprenons que la société détient des parts de marché importantes dans le secteur puisque ses solutions seraient utilisées dans pas moins de 40% à 50% de toutes les transactions d'introduction en bourse / fusions et acquisitions. Tout aussi important, son offre de salle de données virtuelle, Venue, est classée troisième dans l'industrie. Confiants dans la capacité d'exécution de la direction et rassurés par un solide plan de réduction des coûts, un processus de désendettement et le programme de rachat d'actions en cours, nous avons décidé d'établir une position dans l'entreprise.

Comme prévu, les bénéfices de la société au quatrième trimestre ont largement dépassé les attentes avec un chiffre d'affaires et un BAIIA de 210,3M\$ et 34,9M\$ par rapport au consensus de 180M\$ et 27,4M\$ respectivement. Ceux-ci ont été soutenus par une augmentation de 10,5% des revenus grâce à des introductions en bourse et des ventes de logiciels robustes, ce qui a incité la société à publier de solides prévisions pour le premier trimestre et pour l'année 2021. Elle a également étendu son programme de rachat d'actions à 50M\$ après l'achèvement de son programme précédent chiffré à 25M\$.

La société a livré des résultats conformes à nos attentes et nous continuons à voir un potentiel de croissance significatif pour les années à venir ou une éventuelle privatisation corporative de l'entreprise alors que l'excellente exécution du plan d'affaires, la suppression des activités d'impression à faible marge, le remboursement de la dette, les rachats d'actions, l'évaluation bon marché et l'amélioration de la rentabilité viennent à être exposés à la lumière du jour.

Franklin Covey (FC US) – nous avons découvert cet important fournisseur de formation en entreprise et d'amélioration des performances à l'été 2020. À l'époque, FC rapportait surprenamment plus de 9,0% en flux de trésorerie libres pour une entreprise qui (a) est dans les dernières manches d'une transformation majeure vers un modèle de revenus récurrents à marge élevée, (b) peut croître organiquement à un taux à deux chiffres avec une contribution bénéficiaire marginale de plus de 50%, (c) devraient doubler son BAIIA au cours des deux prochaines années de manière organique, et (d) possède un contenu intemporel

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.



de premier plan sur un marché d'environ 100G\$. Nous avons initié une position dans le titre au dernier trimestre de 2020 et avons augmenté sa pondération depuis vu l'amélioration des fondamentaux et une valorisation qui demeure bon marché.

Franklin Covey est un producteur et propriétaire de contenu à valeur ajoutée intemporel (propriété intellectuelle) qui aborde des enjeux clés de développement personnel et corporatif. Ces enjeux vont des compétences personnelles et interpersonnelles au leadership et au développement stratégique. Son contenu, qui est généralement consommé sur une base d'abonnement (All-Access Pass), est très apprécié et utilisé par des milliers de clients, dont une part significative des entreprises du Fortune 100 et du Fortune 500.

Étant donné que la transition vers un modèle par abonnement est la clé de notre thèse, nous nous abstenons de discuter des différents segments de l'entreprise et nous concentrerons plutôt sur l'offre All-Access Pass (AAP) et sur l'évolution de son approche de mise sur le marché depuis 2017. Avant de lancer AAP, FC vendait principalement ses solutions au cas par cas, selon les besoins de chaque client. Un vendeur de Franklin Covey rencontrait un représentant de l'entreprise/RH pour déterminer quel cours/module serait idéal pour répondre aux besoins ponctuels de celle-ci et conclure une vente. Le défaut de cette stratégie de mise sur le marché est qu'il ne s'agit pas d'un produit «taille unique» - certains employés pourraient bénéficier d'autres cours dont il n'est pas nécessairement question au moment de la vente.

Bien consciente de l'opportunité plus vaste offerte par le marché, FC a lancé AAP, qui donne essentiellement aux clients l'accès à la majorité de son contenu. Il s'agit d'un moyen exceptionnel de monétiser des centaines de millions de dollars de contenu intemporel avec une marge bénéficiaire marginale extrêmement élevée (~50%). La transition a été couronnée de succès jusqu'à présent, AAP et les services connexes représentant 83% des ventes en Amérique du Nord (contre 2% en 2016), ~70% des ventes au Royaume-Uni/Australie et un peu plus de 20% des ventes en Chine/Japon alors que les efforts de vente s'accéléraient dans ces pays. Plus important encore, la valeur moyenne d'AAP continue d'augmenter, passant de ~31 000\$ il y a un an à peine à ~38 000 \$, avec 90% de taux de rétention, 44% de taux de pénétration des services connexes (contre 17% il y a un an) et une marge brute combinée de 85% contre 70% dans l'ancien modèle. Dans les faits, la valeur combinée d'AAP et des services connexes est bien supérieure à 55 000 \$ aujourd'hui.

En outre, le succès du modèle AAP est mis en évidence par son efficacité à capturer une plus grande part du portefeuille des clients avec une marge plus élevée. Dans l'ancien modèle, un client qui a dépensé 10 000 \$ au cours de sa première année a dépensé 10 000 \$ supplémentaires au cours des deux années suivantes pour un total de dépenses sur trois ans de 20 000 \$ à une marge brute d'environ 70%. Un client AAP typique dépenserait aujourd'hui 55 000 \$ pour son achat initial et plus de 149 000 \$ sur 3 ans avec une marge brute supérieure à 85%! La direction souhaitant que 90% de tous les revenus proviennent des adhésions et ventes associées d'ici les trois à quatre prochaines années, la voie apparaît clairement tracée vers l'atteinte d'un BAIIA de plus de 40M\$ d'ici deux ans (contre 20M\$ pour l'année fiscale 2021).

Enfin, il apparaît important de souligner que la société a publié de solides résultats au T2/2021, encore une fois soutenus par une croissance à deux chiffres d'AAP, partiellement compensée par une baisse de la formation en personne et du nombre de jours d'accès aux écoles qui a affecté sa division Éducation



(~20% du chiffre d'affaires). Nous notons qu'il s'agit principalement de reports et que ce flux de revenus est soumis à des obligations contractuelles et sera très probablement comptabilisé dans la seconde moitié de l'année. Malgré que les résultats aient surpassé les attentes, la direction a choisi de ne pas augmenter ses prévisions compte tenu (a) du conservatisme typique de FC et (b) de la clarté additionnelle requise dans le segment Éducation que nous devrions obtenir au troisième trimestre.

Avec un rendement des flux de trésorerie libres d'environ 7,0% et des concurrents acquis à une valorisation >7,0x les ventes (par rapport à la valorisation implicite d'AAP <3,0x), Franklin Covey est une cible très attrayante pour un acquéreur éventuel et l'une de nos positions à plus forte conviction.

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

Cordialement,

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