



STRATÉGIE NEUTRE AU MARCHÉ LIONGUARD RAPPORT TRIMESTRIEL - JUIN 2021

Commentaire sur le marché:

Au moment d'écrire ces lignes, l'économie mondiale connaît un retour en force. En plus des mesures de relance budgétaires et monétaires massives, plusieurs pays ont commencé à abaisser les restrictions rendues nécessaires par la Covid-19, ce qui a un impact positif direct sur l'activité économique. Nous constatons également une forte demande latente faisant suite à de nombreux mois de déplacements et de socialisation restreints. Ces dynamiques, jumelées à des bilans de consommateurs beaucoup plus sains par rapport aux niveaux d'avant la pandémie, sont une recette parfaite pour une économie en plein essor.

Les marchés boursiers mondiaux ont été portés par ces circonstances et la plupart des indices généraux sont près de sommets historiques. Bien que certaines des réalités du marché nous apparaissent sensées, nous soulignons la présence croissante de liquidités volatiles attirées par les activités spéculatives, et le fait que la Covid-19 n'est pas encore entièrement derrière nous. Nous sommes conscients du fait que les politiques accommodantes auront éventuellement une date de fin et qu'il y aura un coût à ces mesures en bout de ligne. Il importe également de reconnaître que la disparité économique entre les divers groupes sociaux et entre, dans bien des cas, les grandes et les petites entreprises a augmenté au cours des 12 à 18 derniers mois.

Notre analyse des périodes postpandémiques antérieures nous porte à croire que de nombreuses personnes sont actuellement, en moyenne, de plus en plus disposées à prendre des risques. Avec trois forces supplémentaires à l'œuvre - (1) une tolérance au risque plus élevée, (2) des portefeuilles de plus grande taille, (3) l'accélération du transfert intergénérationnel massif de richesse aux jeunes bénéficiaires qui veulent déployer ce capital dans les marchés ainsi que dans d'autres activités beaucoup plus spéculatives - il faut se demander si les récentes frénésies spéculatives irrationnelles ne font que commencer. Ainsi, la gestion des risques, surtout lorsqu'il s'agit de vente à découvert et d'investissement sur des marchés sujets à des conditions plus "serrées", nous apparaît plus importante que jamais. Les mouvements paraboliques à la hausse, bien au-delà des fondamentaux, doivent être incorporés dans l'évaluation quotidienne des risques.

Avec des changements colossaux qui se déroulent simultanément dans de nombreuses industries, l'environnement actuel continue d'offrir de nombreuses possibilités de génération d'alpha basées sur la recherche et l'analyse fondamentales. Bien que l'ensemble des marchés boursiers aient très bien fait, les spécialistes de la sélection de titres ascendante ont performé encore mieux en 2020 et jusqu'à présent en 2021. Nous nous attendons à ce qu'une telle dynamique persiste pendant un certain temps.

Voici des exemples de certaines des tendances que notre équipe surveille actuellement :

- Évolution de la culture du travail à domicile et émergence de bureaux modulaires flexibles:

Il est évident que de nombreuses entreprises se déplacent vers ce qu'on appelle le "modèle hybride", qui offre beaucoup plus de flexibilité aux employés pour travailler de la maison tout en participant efficacement aux réunions de groupe et aux discussions. La plupart des équipes de



direction avec lesquelles nous parlons sont en train d'évaluer le fonctionnement de leurs nouveaux environnements de bureau physiques et virtuels, la quantité de pieds carrés physiques pouvant être optimisés, les solutions logicielles à utiliser, la façon de modifier les espaces physiques vers une conception flexible et modulaire, etc.

Avec un **tsunami de demande à venir pour modifier les aménagements de bureaux traditionnels en des environnements modulaires très flexibles**, nos investisseurs ne devraient pas être surpris de voir DIRTT Environmental Solutions (DRT-TSX; DRTT-NSDQ) parmi nos titres favoris. Nous suivons cette entreprise de près depuis 2014 et sommes extrêmement enthousiastes à l'égard de ses perspectives immédiates et à long terme. DIRTT est le leader mondial des solutions de construction modulaire respectueuses de l'environnement, pour les bureaux corporatifs et les hôpitaux plus particulièrement. En plus d'être une entreprise avec d'excellentes perspectives à long terme sur le point de bénéficier de façon disproportionnée des tendances décrites ci-dessus, **son action possède tous les attributs pour attirer des allocations d'investisseurs suivant les facteurs ESG**. Pour plus de détails sur DIRTT, nous vous invitons à consulter la section du présent rapport comportant nos commentaires spécifiques à l'entreprise. Nous encourageons également les lecteurs à accéder au rapport ESG de 56 pages de DIRTT à l'adresse suivante :

<https://www.dirtt.com/assets/attachments/DIRTT-ESG-Report-2020.pdf>

- Économie de services en plein essor et soif d'expériences en personne:

Bien que nous ayons connu un boom de l'économie de biens tout au long de la crise de la Covid-19, l'économie de services est extrêmement bien positionnée pour un retour en force qui dépasserait considérablement le taux de croissance d'avant la pandémie. Toutes nos vérifications pointent vers la même conclusion - les gens souhaitent désespérément voyager, faire des croisières, aller au restaurant, assister à des concerts, voir des événements sportifs en direct, se joindre à des cours de sport en personne, se joindre à des clubs sociaux, organiser des fêtes, etc. Parallèlement aux périodes postpandémiques passées, un tel comportement devrait persister pendant des années. Avec beaucoup de capacité retirée de diverses "industries de services" pendant le confinement, **il faut s'attendre à voir des pénuries majeures du côté de l'offre associées à des avantages économiques souvent disproportionnés pour ceux qui sont restés en affaires.**

- L'avenir de certains bénéficiaires de la Covid-19:

De nombreuses tendances antérieures se sont grandement accélérées en raison de la Covid-19. Mentionnons, par exemple, la mise en œuvre de solutions de commerce électronique par les détaillants, l'utilisation de solutions d'optimisation des chaînes d'approvisionnement, l'adoption d'offres de soins de santé numériques dans le cadre de régimes d'assurance collectifs, etc.

À notre avis, ce sont les taux de croissance plus rapides de nombreuses entreprises qui ont accéléré l'adoption de ces technologies/procédés plutôt que "l'emprunt" sur les périodes futures. En d'autres termes, dans de nombreux cas, les bénéfices seront réels et durables plutôt qu'uniquement motivés par la composante transactionnelle qui devrait s'épuiser avec la levée graduelle des restrictions.



Plus précisément, compte tenu des exemples ci-dessus, nous avons confiance que:

- les détaillants continueront d'investir dans le commerce électronique pour les années à venir;
 - les dirigeants des entreprises n'épargneront aucune dépense pour s'assurer d'avoir en place des solutions de gestion des chaînes d'approvisionnement qui leur permettront de mieux naviguer les perturbations futures;
 - les entreprises offriront de plus en plus d'options de cybersanté à leurs employés afin d'améliorer leur productivité et de répondre à leur demande croissante à cet effet.
- Reconnaissance de l'importance des pratiques ESG par toutes les parties prenantes:

En tant que défenseurs de longue date de l'investissement responsable, nous nous félicitons de la sensibilisation accrue de la communauté des investisseurs à l'importance des facteurs ESG. Compte tenu du montant record de capital versé dans les FNB axés sur ceux-ci, nous nous attendons à ce que les cours boursiers des sociétés admissibles à ces fonds en profitent en conséquence.

De plus, les gestionnaires de fonds de toutes tailles sont de plus en plus sensibles aux pratiques ESG des sociétés sous-jacentes ce qui se traduit de manière croissante dans leurs allocations. Avec de telles tendances sur le point de s'accélérer davantage, il est facile de justifier la favorisation d'entreprises qui obtiennent de bonnes notes sur leurs pratiques ESG. À notre avis, ce n'est qu'une question de temps avant qu'une méthodologie de notation ESG, au niveau de chaque entreprise, devienne dominante et soit appliquée activement par les professionnels de l'investissement. L'époque des pseudo-gestionnaires ESG qui s'attendent à gérer du capital institutionnel et à être bien classés par les consultants est chose du passé.

La pression croissante exercée par le milieu de l'investissement et la sensibilisation accrue des consommateurs à la fragilité de l'environnement, ainsi qu'à d'autres injustices sociales, ont finalement atteint les hautes directions et les conseils d'administration des entreprises. Pour la première fois, nous constatons de réels changements tangibles au sein des entreprises elles-mêmes. À mesure que les décisions relatives à l'affectation des capitaux sont de plus en plus guidées par des considérations ESG, les entreprises qui démontrent une empreinte environnementale moindre remporteront d'importantes parts de marché.

Performance T2/2021:

Pour le second trimestre terminé le 30 juin 2021, La Stratégie neutre au marché LionGuard (« la Stratégie ») a obtenu un rendement net de 1,27 %. Les positions à l'achat nous ont procuré une contribution positive de 620 pb alors que les positions à découvert ont eu une contribution négative de 493 pb. Le secteur avec la plus grande contribution positive aux rendements était le secteur industriel avec une contribution de 273 pb alors que celui ayant la plus grande contribution négative était le secteur des communications avec -29 pb.

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.



Au cours du trimestre, nos principaux contributeurs étaient **DIRTT Environmental Solutions (DRT CN)**, **Converge Technologies (CTS CN)** et **Franklin Covey (FC US)**. Le principal détracteur à la performance était notre position à l'achat dans **Sangoma Technologies (STC)**.

Sangoma Technologies (STC CN) – le cours de l'action de l'entreprise a considérablement reculé en raison de la compression des valorisations à l'échelle de l'industrie. Nous croyons que la baisse est injustifiée, car malgré une augmentation des revenus récurrents en ligne avec ses pairs (15%+ organiquement), STC se transige à un escompte important par rapport à ceux-ci. L'entreprise génère de surcroît des profits importants, ce qui contraste fortement avec les nombreux acteurs de l'industrie qui perdent de l'argent. Étant donné que les UCaaS n'ont pénétré que 12-14 millions de postes sur un marché de 400 millions de postes, notre opinion à long terme sur l'entreprise et l'industrie demeure favorable et nous avons profité de ce recul pour accroître notre position dans le titre.

Converge Technologies (CTS CN) – est l'un des derniers ajouts à notre portefeuille. L'entreprise est un fournisseur de services informatiques dont le segment des services gérés connaît une croissance rapide. Le cœur de l'entreprise est de fournir du matériel, des logiciels et des services gérés de haute qualité aux institutions corporatives et gouvernementales.

Nous avons investi dans CTS après des recherches fondamentales approfondies menant à une thèse basée sur:

- **Dynamique favorable de l'industrie** – les budgets informatiques ne peuvent qu'augmenter dans le monde post-Covid alors que les entreprises continuent d'investir dans les ressources pour faciliter la nouvelle réalité de travail à distance. Nous sommes dans les premières manches de cette transformation majeure et la plupart des grandes entreprises n'ont pas encore entrepris leurs projets liés aux services informatiques en raison de la fermeture des bureaux. L'industrie est sur le point de croître pendant plusieurs années grâce au vent de dos créé par la Covid-19.
- **Une industrie fragmentée qui est mûre pour la consolidation** – la direction a identifié plus de 180 cibles d'acquisition en Amérique du Nord seulement, et chaque acquisition est immensément créatrice de valeur pour CTS. Jusqu'à présent, les antécédents de la direction en matière d'affectation du capital ont été excellents, faisant croître les flux de trésorerie libres par action à un taux de plus de 30 % par année grâce à une croissance interne et par acquisitions.
- **L'augmentation des revenus de services gérés et des possibilités d'expansion des marges** – l'une des principales réserves parmi les investisseurs est la volatilité des revenus de matériel. Toutefois, comme les revenus récurrents à marge plus élevée provenant des services gérés continuent d'augmenter en pourcentage des revenus totaux, nous nous attendons à ce que CTS voit une expansion de ses multiples au fil du temps. En fait, les revenus des services gérés de CTS croissent à près de 20 % par année de façon organique et nous prévoyons qu'ils dépasseront les revenus de matériel en 2025.
- **Bien qu'active dans un secteur à faible marge nette, CTS fait partie d'un groupe d'entreprises d'élite qui génèrent un rendement sur le capital investi bien supérieur à leur coût du capital** – il n'est pas surprenant que CTS puisse acquérir des entreprises à des prix très intéressants, une fois



les synergies prises en compte. C'est d'autant plus flagrant à la lumière de la performance d'un de ses principaux concurrents, SoftCat, générant plus de 40% de rendement sur le capital investi au cours des 10 dernières années avec un rendement sur le capital investi ajusté supérieur à 70%. Nous ne pensons pas que CTS sera en mesure de générer le même niveau de rendement que SoftCat en raison d'un modèle d'exploitation légèrement différent. Cependant, étant donné la similitude de leurs activités, nous nous attendons à ce que CTS continue de générer un fort rendement sur le capital investi pour les années à venir.

Franklin Covey (FC US) – est l'un de nos principaux contributeurs année à date. Nous avons discuté en profondeur de l'entreprise dans notre lettre du premier trimestre de 2021, et nous profitons de l'occasion pour souligner la performance opérationnelle phénoménale de FC au cours de son dernier trimestre. Ce grand fournisseur d'outils de formation en entreprise et d'amélioration de la performance en est à la fin de sa transformation vers un modèle par abonnement générant des revenus récurrents à marge élevée. Son plus récent trimestre met en lumière la force de la machine génératrice de flux de trésorerie que l'entreprise est devenue grâce à cette transition.

Les résultats du deuxième trimestre de 2021 ont nettement dépassé nos attentes et celles du marché. Ses activités d'abonnement corporatif, All Access Pass (« AAP »), ont augmenté de 17 %, tandis que les revenus reportés ont augmenté de 26 %. La transition en cours vers les revenus récurrents a entraîné un dépassement important des attentes au niveau du BAIIA (8,5 M\$ vs consensus à 4,2 M\$), ce qui, couplé à l'amélioration des tendances pour les divisions Entreprise et Éducation, a entraîné une révision à la hausse des prévisions du BAIIA pour le reste de l'année (24,5 à 26,5 M\$ vs 20 à 22 M\$ auparavant). La direction a par ailleurs laissé entendre que ses objectifs de BAIIA F22 (30 M\$) et F23 (40 M\$) seront révisés à la hausse parallèlement à sa publication des résultats du quatrième trimestre de 2021 à l'automne. Veuillez noter que la fin d'exercice de l'entreprise est en août.

Nous nous attendons à ce que la rentabilité de FC devance les prévisions au cours des trois périodes, soutenue par une croissance accélérée de sa division Entreprise et des signes évidents de demande latente dans le secteur Éducation. Plus précisément, nous sommes extrêmement encouragés par sa trajectoire de croissance récente étant donné la croissance de la valeur à vie de ses marques; nous croyons que l'entreprise a à peine effleuré la surface de ce marché de 80 à 100 milliards de dollars. Avec ces valeurs à vie incroyablement élevées (valeur d'AAP à 43 000 \$; composante de service de 50 % et marge brute de 85 % avec une rétention de 90 % à 95 %), nous appuyons sans réserve les initiatives en cours de la direction (*y compris l'ajout de 30 nouveaux partenaires clients nets par année*) visant à assurer une croissance organique à deux chiffres alimentée par l'expansion géographique d'AAP (Japon <1/3 par abonnement; Chine au tout début du développement ; Amérique du Nord qui devrait passer de 80% à 90%+) et ce sans même prendre en compte la croissance du secteur Éducation.

Avec une marge de 40 à 50 % sur les revenus additionnels, nous prévoyons que Franklin Covey générera un BAIIA >50 M\$ au cours des prochaines années. Que paieriez-vous pour une entreprise dont les revenus et le BAIIA augmentent à un taux à deux chiffres tout en générant d'importants flux de trésorerie libres dans l'intervalle (7,0 % actuellement)? **Compte tenu de la qualité de l'entreprise et de sa trajectoire de croissance, nous croyons que la valeur intrinsèque de l'entreprise aujourd'hui est supérieure à 75 \$ l'action par rapport au cours actuel de 34 \$ l'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. 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.



Nous demeurons des actionnaires engagés de Franklin Covey et continuons à bâtir notre position, y compris depuis la publication récente de ses derniers résultats. Nous sommes d'avis que **le marché néglige d'apprécier pleinement une production de flux de trésorerie hautement récurrente, évolutive, à croissance rapide, bien gérée, avec de solides barrières à l'entrée (des décennies de contenu intemporel et de modèles de livraison).**

DIRTT Environmental (DRT CN) – En raison des répercussions persistantes de la Covid-19, les résultats du deuxième trimestre de DRT n'ont pas répondu aux attentes du marché. Toutefois, si nous regardons au-delà de ces résultats transitoires, trois développements clés sont à souligner au cours du trimestre :

- **En se basant sur le niveau d'activité en soumissions et d'appels d'offres, la direction s'attend à ce que le creux soit maintenant passé et prévoit que les activités rebondiront considérablement au cours de la deuxième moitié de l'année.** Basé sur nos propres vérifications, la réouverture de l'économie américaine et le retour des travailleurs au bureau porte la reconfiguration des espaces au premier plan des priorités pour de nombreuses équipes de direction. Selon un article récent écrit par M. Michael Ford, qui siège au conseil d'administration de DIRTT et dirige le portefeuille immobilier de plusieurs milliards de \$ de Microsoft, la reconfiguration des bureaux de l'ère post-pandémie favorisera la conception modulaire en raison de ses avantages inhérents (*flexibilité pour reconfigurer l'espace à volonté*). Nous nous attendons à voir une vague (tsunami si vous voulez) de reconfiguration de bureaux qui sera un moteur de croissance massif pour DIRTT pendant des années à venir. DRT est extrêmement bien positionnée pour s'emparer de parts de marché importantes lorsque les vannes de la reconfiguration s'ouvriront.
- **DRT a publié son tout premier rapport ESG, nous croyons qu'il s'agit d'une étape importante pour deux raisons :** 1) les FNB et les fonds axés sur l'ESG commenceront à accorder plus d'attention à DRT et pourraient un jour y allouer du capital (*positif du point de vue des flux de capitaux*); 2) annoncer publiquement l'engagement de l'entreprise envers la construction durable pourrait attirer des partenaires et des clients qui partagent le même engagement, étendant par le fait même la portée de l'entreprise sur de nouveaux marchés.
- **L'une des plus grandes entreprises de construction modulaire, Modulaire Group, a été acquise par un groupe d'investisseurs sophistiqués.** Bien que l'activité de Modulaire Group ne soit pas directement comparable à DRT, la transaction met clairement en évidence les opportunités au sein du secteur et supporte la thèse soutenant l'attrait de l'industrie de la construction modulaire. Nous croyons que l'acquisition de Modulaire Group prépare le terrain pour une consolidation de l'industrie et que DIRTT possède toutes les caractéristiques pour être une cible d'acquisition de choix pour de nombreux acheteurs stratégiques ou financiers.

Mises à jour corporative:

Notre équipe garde le cap sur l'identification des nombreuses opportunités et inefficiences présentes parmi les actions nord-américaines de petite et moyenne capitalisation. L'environnement de marché actuel est de bon augure pour la sélection fondamentale de titres malgré les niveaux généralement plus élevés sur les marchés. Plutôt que de tenter de prédire la direction des marchés dans leur ensemble, nous

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



préférons de loin gérer le capital de manière prudente en investissant dans des situations spécifiques présentant un potentiel de rendement hautement attrayant par rapport au risque.

Nous profitons de l'occasion pour souhaiter la bienvenue à Sahib Singh, CPA, qui s'est joint à nous en tant que contrôleur. Sahib apporte une vaste expérience en comptabilité et audit chez LionGuard où il supervisera les processus comptables internes.

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)