



## FONDS DE PETITES CAPITALISATIONS AMÉRICAINES LIONGUARD RAPPORT TRIMESTRIEL — MARS 2022

Chers investisseurs,

Le Fonds de petites capitalisations américaines LionGuard a sous-performé son indice de référence, l'indice Russell 2000 Rendement Total, au cours du premier trimestre 2022 avec un rendement de -10,01% contre -7,53% pour l'indice.

Les secteurs dans lesquels le Fonds a le mieux performé par rapport à l'indice de référence sont celui des communications avec 139 pb de surperformance relative et celui des soins de santé avec 83 pb. Les secteurs dans lesquels le Fonds a sous-performé par rapport à l'indice de référence comprenaient le secteur des technologies de l'information avec -162 pb de sous-performance relative et le secteur des produits industriels avec -135pb.

### Commentaire de marché:

L'environnement de marché actuel présente à la fois de nombreux défis et de grandes opportunités. Les investisseurs privilégiant l'analyse fondamentale doivent ajuster leurs prévisions pour tenir compte des taux d'intérêt plus élevés (mais combien plus élevés?), des perturbations des chaînes d'approvisionnement (combien de temps dureront-elles et avons-nous vu le pire?), des pressions inflationnistes sur les fronts du travail et des matières premières (peu susceptibles de se résorber de sitôt), etc.

Et comme si cela ne suffisait pas, il y a aussi des problèmes géopolitiques déchirants qui affectent la vie de millions d'Ukrainiens et les sanctions qui en résultent contre la Russie qui disloquent les voies de transport mondiales et conduisent à des déséquilibres entre l'offre et la demande (dans certains cas à un degré extrême) pour de nombreux intrants critiques dans un écosystème mondial hautement interconnecté.

Sur un plan positif, nous parlons de moins en moins de la COVID-19 (malgré de nouveaux confinements en Chine et ailleurs) et les gens retournent travailler depuis les bureaux (toutes les recherches indiquent que cela est crucial pour la santé mentale), mais principalement selon un horaire hybride.

Avec tant de confusion, de plus en plus de cours boursiers, en particulier pour les sociétés à petite et moyenne capitalisation, ne reflètent pas les valeurs intrinsèques des entreprises sous-jacentes. Ceci représente bien sûr une excellente nouvelle pour les investisseurs qui peuvent repérer ces dislocations importantes.

Dans nos propres opérations d'investissement, nous nous assurons de tester les taux d'actualisation pour tenir compte des taux d'intérêt plus élevés. Nous analysons également en détail les sociétés dans lesquelles nous investissons afin de déterminer l'étendue de leur pouvoir de fixation des prix. Nous sommes d'avis qu'investir dans des entreprises de haute qualité génératrices de flux de trésorerie libres

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.



et dotées d'un excellent pouvoir de fixation des prix est l'un des meilleurs moyens de contourner les effets néfastes de l'inflation.

### Contributeurs T1-2022:

Les principales contributions positives à la performance sont venues de nos positions dans **Houghton Mifflin Harcourt (HMHC)** et **Currency Exchange (CURN)**. À l'autre bout du spectre, **Purple Innovation (PRPL)** a nuï à notre performance par rapport à l'indice.

Nous profitons de cette occasion pour discuter de **HMHC**.

**Houghton Mifflin Harcourt (HMHC US)** – est notre plus grand contributeur pour le trimestre. Ce qui a été historiquement perçu comme une entreprise cyclique aux résultats irréguliers (avant l'annonce récente d'une prise de contrôle GRANDEMENT sous-évaluée par Veritas Capital pour 21 \$/action ou seulement 7,5x les flux de trésorerie libres de 2024, sans effet de levier), est en fait une entreprise à mi-parcours d'une transition ambitieuse, mais réussie, vers un modèle numérique, plus récurrent et à marge plus élevée. Bien que HMHC soit notre principal contributeur pour le trimestre, nous sommes déçus de voir cette société vendue à un prix déraisonnablement bas.

Grâce à un certain nombre d'initiatives de restructuration très efficaces, notamment la cession d'un segment non stratégique pour ~13x le BAIIA, l'accélération rapide de la facturation numérique (~45 % des facturations) et l'optimisation des coûts et de l'empreinte immobilière, ce leader mondial de l'éducation présent dans ~ 90% des districts scolaires et comptant une part de marché de 10% dans un marché potentiel de 10 milliards de dollars (30% de part de marché dans le programme Core Curriculum et 10% dans le programme Extensions), s'est transformé d'une entreprise au seuil de la rentabilité en une véritable vache à lait. Celle-ci devrait générer plus de 300 millions de \$ en flux de trésorerie libres sans effet de levier d'ici 2024 compte tenu de l'important levier opérationnel de l'entreprise avec un taux de conversion du BAIIA en flux de trésorerie libres d'environ 65 %.

Avec tous les indicateurs clés de performance pointant dans la bonne direction, une restructuration payante avec des flux de trésorerie libres substantiels, une industrie dans la phase la plus basse de son cycle et un bilan avec une position de trésorerie nette, pourquoi quelqu'un offrirait-il ses actions à Veritas à 21 \$/action ou 7,5x les flux de trésorerie libres de 2024 sans effet de levier lorsque tous les précédents (y compris le récent multiple de McGraw Hill à 11x le BAIIA) suggèrent au moins 25 \$/action?

Lorsque nous avons pris position sur HMHC, notre évaluation de la valeur intrinsèque indiquait un prix d'au moins 27 \$/action. Cela excluait toute amélioration de ses affaires et le fait que les facturations étaient plus élevées qu'historiquement en milieu de cycle. Notre scénario de base pour un rachat à effet de levier suggérait une valorisation d'environ 26 \$/action, soit un TRI d'environ 18% pour un acquéreur potentiel avec une amélioration de seulement 10% des flux de trésorerie libres. Nous effectuons souvent une analyse de rachat à effet de levier qui sert de contre-vérification à nos calculs de valeur intrinsèque (basés sur les flux de trésorerie actualisés) pour les entreprises à forte probabilité d'acquisition. Ainsi, l'offre de rachat à 21 \$/action sous-évalue fortement l'entreprise et ses perspectives.

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.



**Franklin Covey (FC US)** – Nous vous invitons à consulter nos lettres antérieures pour une revue détaillée au sujet de FC. Malgré un autre trimestre phénoménal et une augmentation des prévisions de BAIIA pour l'année (qui devrait désormais croître d'environ 38 %), l'action a reculé d'environ 8% le jour de la publication des résultats.

Après avoir examiné divers facteurs et la trajectoire des indicateurs clés de performance, y compris une croissance d'environ 30 % des revenus d'abonnement et des services d'abonnement, des signes continus de levier opérationnel avec une croissance anticipée du BAIIA de plus de 25 %, et une croissance des revenus à long terme dans les 20 %, nous attribuons la réaction négative du cours de l'action à des facteurs à court terme, sans beaucoup d'importance et non fondamentaux. Nous pensons que les acteurs du marché sont tout simplement trop fixés sur les prévisions de croissance année sur année du LSD au troisième trimestre (suivant un niveau de référence de l'année précédente très élevé), les commentaires prudents sur le Japon et la Chine (<10 % des revenus) en raison de la COVID-19, et l'accroissement de certaines dépenses d'opérations. Malgré ces facteurs, la société continue d'anticiper une conversion de 30 % à 40 % des revenus vers le BAIIA, ce qui nous porte à croire que ses prévisions de BAIIA pour le deuxième semestre sont prudentes. Nous nous attendons à ce que FC dépasse ses prévisions par une marge dans les deux chiffres en seconde moitié d'année.

Maintenant que nous avons couvert notre interprétation des raisons pour lesquelles l'action a réagi comme elle l'a fait (cas évident d'inefficacité du marché alors que des spéculateurs orientés sur le court terme ne saisissent pas les véritables moteurs de création de valeur de l'entreprise!), nous passons aux fondamentaux et à notre évaluation de la valeur intrinsèque de l'entreprise.

Premièrement, les revenus des abonnements et des services d'abonnement ont augmenté de 31 % au deuxième trimestre et de 32 % depuis le début de l'année, entraînant une croissance globale des revenus de 18 % au deuxième trimestre et de 22 % depuis le début de l'année. Sur deux ans, les ventes d'abonnements ont augmenté de 38%, tandis que les revenus totaux ont augmenté d'environ 6%.

Deuxièmement, la marge brute s'est améliorée de 75,8% à 77,7% au cours des 12 derniers mois, et la marge de BAIIA est passée de 10,6% l'an dernier à 14,2% ce trimestre alors que le passage aux revenus d'abonnement s'accélère. La direction cible une proportion des revenus provenant des abonnements et services connexes à plus de 90 % dans les prochaines années, avec une marge de BAIIA devant dépasser les 20 % dans un avenir rapproché (implique une nouvelle année de croissance à deux chiffres du BAIIA sur l'année fiscale 2023).

Troisièmement, alors que Franklin Covey continue d'augmenter sa force de vente (prévoit ajouter 30 "partenaires clients" cette année, ce qui sera, selon le PDG, "une sorte de nouveau plancher à partir duquel nous bâtirons" – notez qu'en supposant aucun ajout de "partenaires clients" cette année, nous prévoyons une augmentation des revenus d'environ 13 % simplement sur la base des ajouts des années précédentes), la direction prévoit une croissance des revenus à long terme de 20 %. Cela exclut toute augmentation de prix qui, selon nous, est très susceptible de se produire dans cet environnement inflationniste, All Access Pass (AAP) ayant de solides attributs de fixation des prix.

Nous avons établi que la direction et le conseil d'administration ont réalisé un travail spectaculaire en transformant une entreprise aux activités cycliques en une entreprise aux activités hautement récurrentes

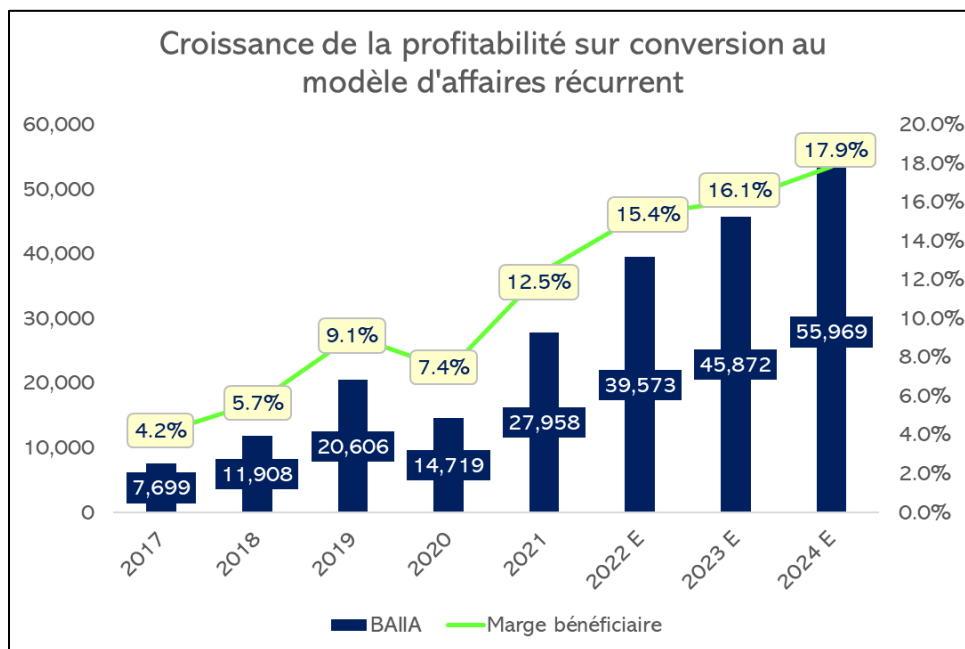


et à marge élevée. Nous possédons par son entremise une entreprise d'abonnement à croissance organique dans les deux chiffres, avec une rétention des revenus de plus de 90 %, une croissance constante de la taille d'AAP (de 30 000 \$ à 46 000 \$ au cours des 12 derniers mois avec un taux d'attachement de 57 %) et une expansion considérable des marges impliquant une croissance du BAIIA d'au moins 20 % pour l'avenir prévisible. Pourtant, la société se négocie à 2,3x les ventes ou <13,5x le BAIIA prévu de l'année fiscale 2023 pour une entreprise de contenu éprouvée avec une combinaison rare d'expansion des revenus et des marges à des taux accélérés.

Dans les circonstances, on est en droit de se demander ce qui fera décoller le titre. L'effet d'entraînement apparaît clairement dans les indicateurs clés de performance et les fondamentaux généraux de l'entreprise ont commencé à se rapprocher des fondamentaux d'entreprises de type SaaS (*Software as a Service*). L'action doit être réévaluée par le marché ne serait-ce qu'en fonction de la croissance de plus de 25 % de son BAIIA en glissement annuel, et ce même avec des multiples inchangés, ce qui est TRÈS PEU PROBABLE pour une entreprise aux revenus récurrents à croissance rapide.

Notez que la société a une trésorerie nette de 45 millions de \$ (7,5% de la capitalisation boursière ou 3,20 \$ de trésorerie nette/action) et nous prévoyons de manière conservatrice que le solde de trésorerie atteindra environ 14 \$/action ou 200 millions de \$ (30 % de la capitalisation boursière) d'ici 2024! Nous soulignons cela compte tenu de l'historique de rachat d'actions par FC et des commentaires du PDG et du directeur financier sur l'objectif d'avoir un "plan plus formalisé et discuté" pour retourner de l'argent aux actionnaires tout en réinvestissant dans l'entreprise de manière organique et via des fusions et acquisitions au fil du temps. Avec un bilan solide et une génération de flux de trésorerie libres louable (rendement de ~9,4 % en 2023), nous considérons FC comme une cible très intéressante pour une acquisition éventuelle.

Graphique 1 : Progression de la marge bénéficiaire incluant nos prévisions



Source: Dépôts réglementaires, Gestion de capital LionGuard

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.



Franklin Covey demeure l'une de nos principales convictions, sa valeur intrinsèque suggérant une hausse du cours de l'action de plus de 100 % par rapport aux niveaux actuels.

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

Cordialement,

Andrey Omelchak, CFA

Président-directeur général & Chef des placements

Co-gestionnaire de portefeuille, Fonds de petites capitalisations américaines LionGuard

Jordan Steiner, CFA

Co-gestionnaire de portefeuille, Fonds de petites capitalisations américaines LionGuard