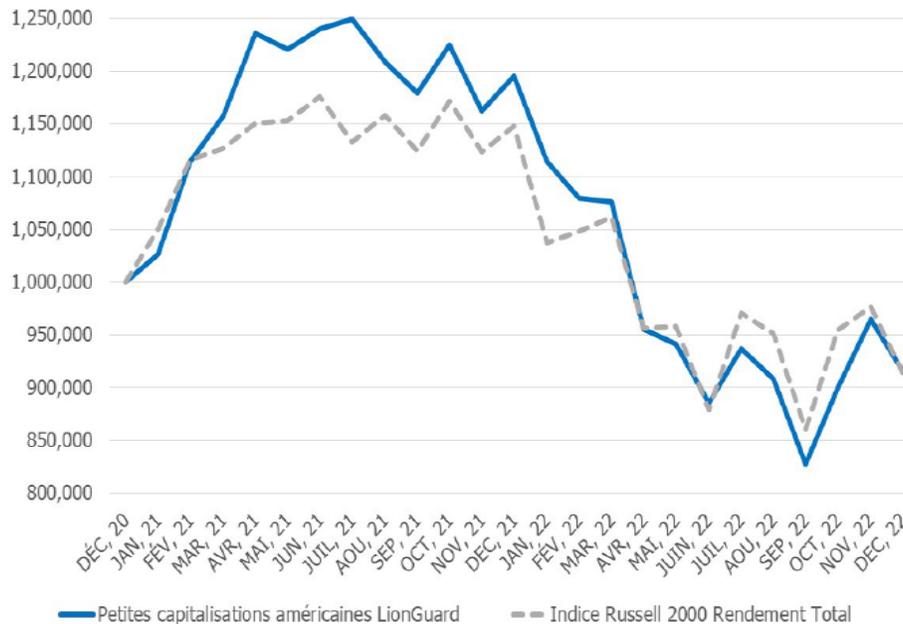




FONDS DE PETITES CAPITALISATIONS AMÉRICAINES LIONGUARD RAPPORT ANNUEL – 2022

Performance

Rendement du Fonds de petites capitalisations américaines LionGuard (« Fonds ») par rapport à l'indice de référence Russell 2000 Rendement Total (l'indice)



Commentaire

Environnement de marché historique

Ce fut une année très difficile pour les marchés boursiers mondiaux. L'indice S&P 500 a généré un rendement de -19,4 %, le NASDAQ de -33,1 %, le Dow Jones Industrial Average de -8,8 % et l'indice Russell 2000 de -21,6 %. Les indices boursiers canadiens se sont beaucoup mieux comportés, en raison de la surperformance massive des actions énergétiques (bénéficiant de la guerre dévastatrice en Ukraine). Pour mettre la performance en perspective, il s'agissait de la 7e pire année pour l'indice S&P 500 depuis 1929.

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.



à l'appui de cette évaluation est le nombre élevé de plats à emporter que nous avons connus l'année dernière. 3 des 4 principaux contributeurs au cours de l'année (voir détails ci-dessous) sont dus au rachat d'entreprises. Cela prouve que les acheteurs stratégiques interviennent pour profiter des niveaux de prix très attractifs actuellement offerts par le marché.

Profiter des ventes de feu (à partir de la rédaction du T3/22)

Durant les baisses importantes sur les marchés comme celle que nous connaissons actuellement, avec des cotations boursières qui tombent parfois largement sous leur juste valeur, ceux qui souhaitent "dérober" des entreprises à bas prix se pointent immanquablement le bout du nez. Les acheteurs stratégiques, les rachats par la direction et les acteurs du secteur du capital-investissement peuvent souvent tirer sur la gâchette si le prix est opportun. Pour ces derniers, même avec des taux d'intérêt plus élevés, ils arrivent néanmoins à faire arriver les chiffres si le prix de l'actif est suffisamment bas.

La plupart des conseils d'administration reconnaissent le décalage entre les cotations du marché et la valeur réelle des entreprises qu'ils supervisent, mais omettent souvent de prendre des mesures pour réduire la probabilité d'une vente de feu. Les meilleurs conseils ne dorment toutefois jamais au volant et prennent des mesures proactives afin de tirer profit de l'environnement. Si l'entreprise opère avec un niveau de trésorerie excessif (voire un bilan sous-endetté par rapport à la qualité de ses activités ajustée à l'environnement d'affaires en cours), l'utilisation de celle-ci doit devenir une priorité stratégique.

Les alternatives typiques incluent les enchères néerlandaises, les offre de rachat substantiel dans le cours normal des activités et les acquisitions d'autres entreprises à rabais. De nombreuses entreprises que nous détenons aujourd'hui effectuent un travail remarquable en utilisant leur excédent de trésorerie pour tirer parti de la réalité actuelle. Par ailleurs, plusieurs sociétés dans lesquelles nous avons investi ont été acquises cette année alors que d'autres font actuellement l'objet d'un examen stratégique (voir ci-dessous pour plus de détails). De toute évidence, les actifs très mal évalués ne peuvent pas rester bon marché éternellement.

Entreprises que vous possédez

Lorsque nous examinons nos principales participations, nous voyons un groupe d'entreprises présentant globalement les caractéristiques suivantes :

- **Qualité de l'entreprise :** actionariat initié très élevé, excellentes équipes de direction, taux de croissance organique élevés, pouvoir de fixation des prix solide, rendement élevé du capital investi, capacité de réinvestir les bénéfices à des taux de rendement très élevés, vastes marchés adressables, niveaux élevés de conversion des flux de trésorerie disponibles, des profils de marge stables à en expansion, une grande flexibilité du bilan, peu d'exigences en matière de dépenses d'investissement, etc.
- **Valorisation de l'entreprise :** rendements élevés des flux de trésorerie disponibles par rapport à la valeur de l'entreprise, hauts potentiels en utilisant des hypothèses DCF conservatrices.



Nous sommes confiants de savoir que nous (et vous !) possédons des entreprises de haute qualité gérées par des personnes correctement incitées. Ces entreprises sont communément appelées préparateurs. Nous nous sentons également privilégiés de pouvoir les posséder à des prix très attractifs.

Comblent l'écart d'évaluation

Voici comment nous pensons au moment où la cotation du marché comblera probablement l'écart (ou du moins la majeure partie) avec la valeur intrinsèque. Premièrement, il y a deux extrêmes :

- **Approche patiente** - Attendez que le marché fasse les choses correctement. La règle d'or ici est une fenêtre de 3 ans. Dans un pourcentage très élevé de cas, en supposant que le travail d'évaluation est effectué correctement, la cotation de marché se rapprochera de la valeur intrinsèque. Si dans un délai de 3 ans il ne s'est pas matérialisé, il est fort probable qu'une thèse d'investissement doive être réexaminée.
- **Résultat presque immédiat** - Les entreprises sont activement « magasinées » et, dans l'environnement de marché actuel, elles devraient obtenir la reconnaissance qu'elles méritent. Ainsi, il y a un catalyseur immédiat en jeu et il n'y a aucun obstacle en place pour que la valeur de transaction soit matériellement différente de la valeur intrinsèque.

Bien sûr, il existe un nombre infini de possibilités intermédiaires. Certains des exemples incluent l'arrivée de nouveaux actionnaires importants en tant qu'investisseurs, une augmentation de la liquidité de la sécurité (un indicateur avancé d'une expansion multiple), un taux d'intérêt court élevé par rapport au volume quotidien moyen des transactions (probabilité élevée d'une compression courte en tant que short' la thèse échoue), des actifs très recherchés par les acteurs du capital privé (probabilités beaucoup plus élevées d'une reprise), l'équipe de direction très avisée (attention aux enchères néerlandaises, aux grandes NCIB, aux cessions d'actifs non stratégiques, aux acquisitions stratégiques hautement relatives, etc. .), et beaucoup plus.

Une capacité à réaliser la hausse plus tôt conduit à des rendements annualisés beaucoup plus élevés. Par conséquent, les catalyseurs qui peuvent combler l'écart plus tôt doivent être pris en compte lorsqu'il s'agit de dimensionner les positions au sein du Fonds. De tels catalyseurs ne peuvent cependant jamais se faire au détriment de la qualité de l'investissement et du degré de certitude offert par une approche patiente sur un horizon d'investissement de 3 ans. Notez que nos activités ciblées avec des équipes de haute direction, qui ont des intérêts alignés sur des actionnaires minoritaires, conduisent naturellement à divers catalyseurs positifs qui sont particulièrement apparents dans des environnements de marché volatils.

Erreur de «Market Timing» (à partir de la rédaction du T2/22)

La grande majorité des investisseurs s'adonnent à la pratique du «market timing». Malgré les nombreuses preuves du contraire, ils croient qu'ils peuvent prédire quand le marché va «tourner» ou que les prix seront plus attrayants.

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.



L'erreur consiste à surestimer systématiquement leurs capacités d'anticipation du marché et empêche souvent même les professionnels les plus astucieux de vendre des titres surévalués lorsqu'ils ont la faveur du marché et de profiter d'opportunités d'investissement pourtant évidentes lors des corrections.

Plutôt que d'allouer le capital à une activité où ils ont une capacité de prévision élevée (comme l'achat d'une entreprise de qualité à bas prix), ils choisissent de se rabattre sur une approche aux chances de succès limitées (market timing). À plus long terme, cette pratique finit par être un exercice très coûteux.

Contributeurs

Au cours de l'année 2022, certains de nos principaux contributeurs ont été Franklin Covey (FC US), Houghton Mifflin (HMHC US), KnowBe4 (KNBE US) et Cricut (CRCT US). À l'opposé, nos détracteurs incluait Sangoma Technologies (SANG US).

- **Franklin Covey (FC US)** – Franklin Covey reste l'un de nos investissements les plus convaincus, sa valeur intrinsèque pointant vers une hausse d'environ 100 % par rapport aux niveaux actuels. Nous avons beaucoup écrit sur le FC dans des rapports antérieurs, ce qui explique clairement pourquoi nous pensons qu'il s'agit d'un composé pluriannuel.
- **Houghton Mifflin (HMHC US)** – Ce qui a été historiquement perçu comme une entreprise cyclique aux résultats irréguliers, 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. 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. Ainsi, le rachat par Veritas Capital à 21 \$/action a fortement sous-évalué l'entreprise.



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.



- **KnowBe4 (KNBE US)** - KNBE a reçu une offre d'acquisition par Vista Equity Partners pour 24 \$/action, soit une prime de 39% par rapport au cours de clôture avant l'annonce. Nous pensons que le prix proposé sous-évalue considérablement l'entreprise et préférons que la société reste cotée en bourse plutôt que d'être acquise à un prix inférieur à sa valeur intrinsèque.



- **Cricut Inc (CRCT US)** - Cricut est une nouvelle position pour le Fonds ayant d'abord acheté des actions en août. L'entreprise vend des machines de découpe à usage domestique qui offrent aux utilisateurs un débouché créatif pour créer des créations personnalisées pour leur famille et leurs amis. Grand bénéficiaire de la tendance covid à la maison, les actions ont reculé de façon spectaculaire au premier semestre 2022. S'il est vrai que la demande était artificiellement élevée en 2021, nous avons vu une entreprise de haute qualité avec toutes les caractéristiques que nous recherchons ; dominant sur leur marché (part de 80 %), des marges élevées (le revenu des abonnements a une marge bénéficiaire de 90 %), une longue piste de croissance (débutant à l'étranger), une excellente équipe de direction, un bilan solide (25 % de trésorerie nette lorsque nous avons lancé une position), un rendement élevé des flux de trésorerie disponibles (13 % au moment de l'achat), etc. Nous pensons que Cricut possède les attributs d'un préparateur à long terme, qui se refléteront au fil du temps dans le cours de son action.
- **Sangoma Technologies (STC CN)** – Le cours de l'action de la société s'est considérablement corrigé malgré une exécution solide et des niveaux élevés de génération de flux de trésorerie disponibles. À notre avis, les niveaux de négociation actuels sont largement déconnectés des fondamentaux des entreprises. À ce stade, nous ne serions pas surpris de voir un rachat par la direction et/ou d'autres formes de développements générateurs de valeur.



Parfaitement aligné + axé sur la performance

Nous sommes extrêmement chanceuses de travailler aux côtés de personnes compétent, passionnées et engagées. Ce qui est particulièrement gratifiant, c'est le sens commun de l'objectif qui nous unit, car nous sommes déterminés à offrir la meilleure valeur possible à nos clients tout en étant de bons citoyens du monde.

L'été dernier Josh Wilson s'est joint à notre équipe à titre de chef de la conformité. Josh possède plus de 25 ans d'expérience dans le domaine de la conformité et de la gestion des risques. À titre de chef de la conformité, il est responsable du suivi, de la supervision et de la gestion de tous les aspects de la conformité au sein de l'organisation. Après avoir débuté sa carrière dans divers postes de conformité auprès de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) aux États-Unis, il est devenu formateur à la FINRA Examiner University et à l'Advanced University. Par la suite, il est devenu directeur des examens à la National Stock Exchange (NSX) où il a dirigé le programme de vérification des membres. Au Canada, Josh a travaillé pour des institutions financières mondiales en tant que chef de la conformité pour leurs opérations américaines et canadiennes, et a été le chef régional de la conformité pour jusqu'à six juridictions.

Nous profitons de l'occasion pour remercier nos fidèles clients pour leur confiance dans la quête de la multiplication de leur capital à long terme. De la même manière que les meilleures équipes de direction ont une forte participation d'initiés dans l'actionnariat de leur entreprise, nous avons notre propre capital investi dans les fonds LionGuard. Nos intérêts ont toujours été et seront toujours parfaitement alignés avec ceux de nos clients.

Nous nous concentrons entièrement sur l'exploitation des nombreuses opportunités de marché existantes et nous sommes impatients de rendre compte de nos progrès.

Cordialement,

Andrey Omelchak, CFA
Président & 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