



FONDS DE PETITES CAPITALISATIONS CANADIENNES LIONGUARD RAPPORT ANNUEL – 2023

Performance depuis la création

Depuis sa création en octobre 2014, Le Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard (le «Fonds») a affiché un rendement annualisé de 7,99%. Cela se compare à l'indice du S&P/TSX petites capitalisations rendement à 4,19%.

	Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard	L'indice du S&P/TSX petites capitalisations rendement total
2016 (Jul – Dec)	7.30 %	8.21 %
2017	11.60 %	2.75 %
2018	(15.54) %	(18.17) %
2019	28.28 %	15.84 %
2020	25.46 %	12.87 %
2021	20.39 %	20.27 %
2022	(23.96) %	(9.29) %
2023	19.47 %	4.79 %
Rendement net composé	7.99 %	4.19 %

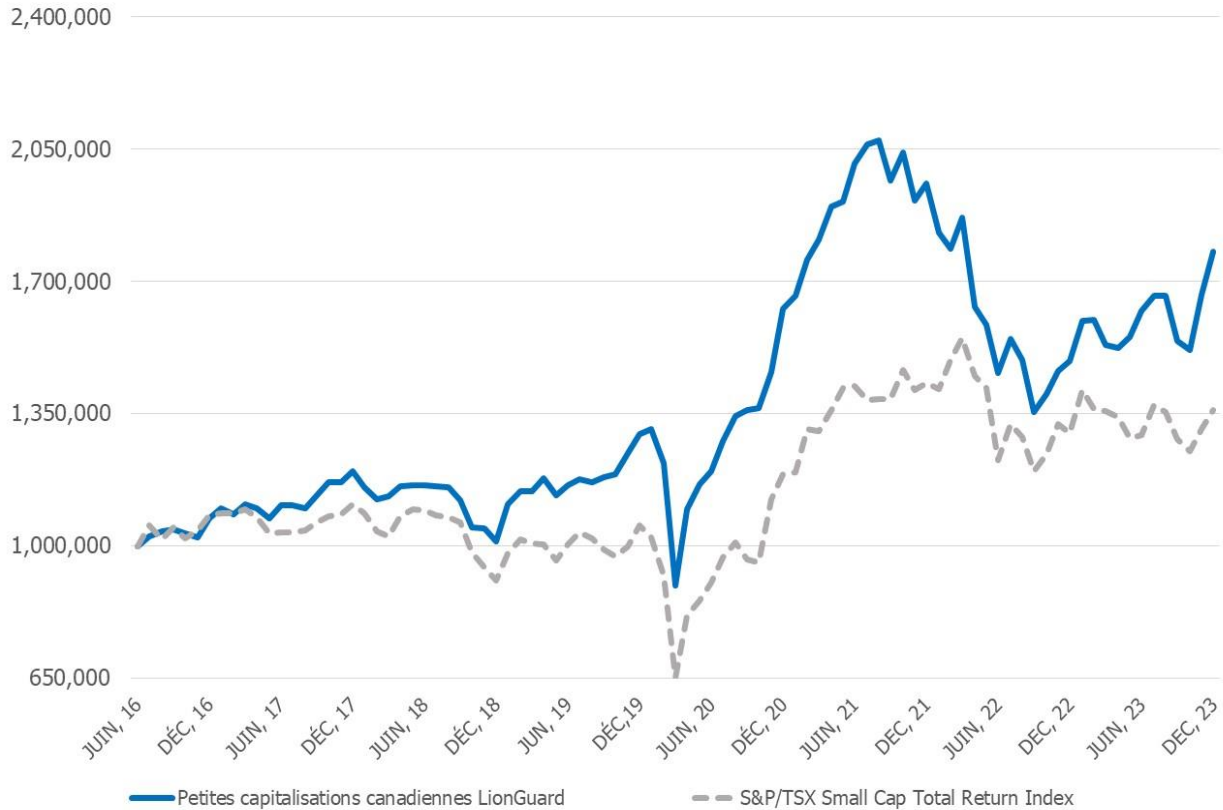
Sur une base composée, le Fonds a généré un rendement de 78,01%. Cela se compare à l'indice du S&P/TSX petites capitalisations rendement total de 36,01%.

	Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard	L'indice du S&P/TSX petites capitalisations rendement total
2016 (Jul – Dec)	7.30 %	8.21 %
2017	19.74 %	11.18 %
2018	1.13 %	(9.01) %
2019	29.73 %	5.29 %
2020	62.75 %	18.96 %
2021	95.93 %	43.07 %
2022	49.00 %	29.79 %
2023	78.01 %	36.01 %
Rendement net cumulé	78.01 %	36.01 %

Déclarations de non-responsabilité : Ce document ne représente pas une offre de titre de placement dans aucune juridiction et est fourni uniquement à titre indicatif. Les titres de placement sont uniquement disponibles aux investisseurs qualifiés et aux investisseurs institutionnels par le biais de placement privé en accord avec les lois applicables. Les informations fournies dans ce sommaire sont incomplètes et sont qualifiées dans la notice d'offre. Gestion de capital LionGuard Inc. ne garantit l'exactitude des informations présentées et n'est responsable d'aucune action prise suite à la lecture de ce rapport. Le Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard S.E.C. a été lancé en novembre 2019. L'historique de performance antérieur est celui du principal mandat de sous-conseiller représentatif suivant la même stratégie. Les rendements indiqués ne prennent pas en considération les ventes, les rachats, les distributions, les charges optionnelles et les impôts payables.



Annexe 1: Performance depuis la création



Sources: Bloomberg, LionGuard

Marché boursier en 2023

L'année 2023 sur les marchés financiers a été une période extraordinaire de résilience et de surprises, marquée par une série de retournements dramatiques qui ont défié la sagesse conventionnelle et les attentes. En début d'année, le consensus se préparait à une récession économique imminente, avec des prédictions généralisées d'une crise imminente. Contrairement à ces prévisions, cependant, les grands indices américains n'ont pas seulement évité un déclin, mais ont atteint de nouveaux sommets. Cette tendance haussière a été soutenue par un marché du travail robuste et des dépenses de consommation soutenues, remettant en question le récit d'une crise économique imminente. La résilience de l'économie américaine, associée à une performance météorique des "Magnificent 7" (voir ci-dessous), ont été des facteurs clés de cette performance du marché largement inattendue, alors qu'elle continuait d'avancer malgré la hausse des taux d'intérêt et des pressions inflationnistes.

Les "Magnificent 7" - un groupe de grandes entreprises technologiques dominantes comprenant Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Netflix, Tesla et Nvidia - ont joué un rôle central dans la dynamique du marché en 2023. Commencant l'année avec un poids significatif dans le S&P 500, ils ont fini par représenter une part extraordinaire de 28 % de l'indice à la fin de l'année. Leur performance stupéfiante a non seulement illustré la forte concentration sur le marché, mais a également souligné leur

Déclarations de non-responsabilité : Ce document ne représente pas une offre de titre de placement dans aucune juridiction et est fourni uniquement à titre indicatif. Les titres de placement sont uniquement disponibles aux investisseurs qualifiés et aux investisseurs institutionnels par le biais de placement privé en accord avec les lois applicables. Les informations fournies dans ce sommaire sont incomplètes et sont qualifiées dans la notice d'offre. Gestion de capital LionGuard Inc. ne garantit l'exactitude des informations présentées et n'est responsable d'aucune action prise suite à la lecture de ce rapport. Le Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard S.E.C. a été lancé en novembre 2019. L'historique de performance antérieur est celui du principal mandat de sous-conseiller représentatif suivant la même stratégie. Les rendements indiqués ne prennent pas en considération les ventes, les rachats, les distributions, les charges optionnelles et les impôts payables.



immense influence sur les rendements globaux du marché. Alors que le marché global faisait face à de réelles difficultés, ces géants de la technologie ont été les principaux moteurs des gains du S&P 500.

L'année 2023 n'a pas été sans moments de crise. L'effondrement de la Silicon Valley Bank en mars, suivi d'autres défaillances bancaires significatives, a envoyé des ondes de choc à travers le monde financier. Ces événements, survenant au milieu d'une politique monétaire resserrée et d'une courbe des rendements inversée, avaient un réel potentiel de déclencher une contagion mondiale. Ayant déjà connu la crise financière mondiale de 2008, nous savions que les risques d'une panique généralisée étaient réels. Heureusement, les responsables de la Réserve fédérale, ayant tiré des leçons du passé, ont pris des mesures décisives et opportunes pour éviter des problèmes beaucoup plus importants. Néanmoins, cette expérience a une fois de plus souligné la fragilité du système financier et la rapidité avec laquelle la confiance peut être ébranlée.

Dans la seconde partie de l'année, le récit du marché a pris un autre tournant. L'optimisme croissant selon lequel l'inflation se stabilisait et que la Réserve fédérale pourrait commencer à réduire les taux d'intérêt en 2024 a déclenché un grand rallye au dernier trimestre de 2023. Ce changement de sentiment a été renforcé par la croyance que la Fed pourrait réaliser un "atterrissage en douceur" pour l'économie - la ralentissant juste assez pour contenir l'inflation sans provoquer de récession. La perspective de coûts d'emprunt nettement plus bas et de soutien économique continu a entraîné une reprise de la confiance sur le marché, prolongeant même le rallye au-delà des "Magnificent 7".

La nature de l'inflation en 2023 a également joué un rôle crucial dans la formation des résultats du marché. Contrairement aux cycles d'inflation précédents, l'inflation de cette année a montré des signes de modération sans les répercussions économiques graves anticipées. Ce comportement très inhabituel suggérait un environnement inflationniste unique, amenant beaucoup à croire qu'il était exacerbé à la hausse par des dynamiques post-Covid transitoires. Cela renforçait davantage la croyance du marché en un "atterrissage en douceur" potentiel, contribuant à l'optimisme de fin d'année.

L'année 2023 a marqué un tournant dans le monde de l'investissement et de la société en général, annonçant le début de ce que l'on peut justement décrire comme la révolution technologique de l'IA (intelligence artificielle). Cette ère est caractérisée par des avancées révolutionnaires en matière d'IA, destinées à provoquer des transformations substantielles dans de nombreuses industries. Ces développements ouvrent non seulement de nouvelles voies de génération de revenus et modifient les profils de marge traditionnels, mais accélèrent également le rythme du changement à un rythme sans précédent. Par conséquent, cela conduit à une segmentation plus prononcée entre les leaders de l'industrie et ceux qui sont à la traîne, intensifiant ainsi le paysage concurrentiel.

Tout comme lors des révolutions technologiques précédentes, l'avènement de l'IA devrait être profondément transformateur. Elle a le potentiel de donner naissance à de nouvelles entreprises encore inconnues et nécessite une approche ouverte pour naviguer dans ce terrain en évolution. Surtout aux premiers stades de la mise en œuvre de l'IA, il sera essentiel de prêter une attention particulière aux changements incrémentiels et de surveiller les indicateurs de performance clés (KPI) créateurs de valeur. Cette vigilance est cruciale pour identifier les entreprises qui exploitent efficacement la nouvelle



technologie et les différencier de celles qui sont à la traîne. Le parcours à travers cette ère pilotée par l'IA est prévu comme dynamique et riche en développements.

Dans le domaine de nos investissements, nous observons déjà d'importantes évolutions alors que de nombreuses entreprises adoptent de plus en plus de nouvelles technologies pour redéfinir leurs activités. L'une des tendances parmi les entreprises riches en données est la monétisation des données, que nous considérons comme un actif caché souvent sous-évalué par le marché. De plus, de nombreuses entreprises transforment leurs processus et leurs mécanismes de livraison de manière autrefois inconcevable, entraînant dans certains cas une augmentation record de la productivité des employés et même l'émergence de nouvelles opportunités vierges.

Notre engagement est de rester impliqué dans les développements de l'IA, de leurs applications pratiques et des implications qu'ils ont pour diverses entreprises. Notre mandat de protéger et de faire fructifier votre capital nécessite de rester au fait de ces avancées rapides, compte tenu de leur capacité profonde à affecter la valeur intrinsèque d'une gamme diversifiée d'entreprises.

Opérations d'investissement en 2023

L'année 2023 a prouvé une fois de plus que la recherche de prédictions sur le marché global s'avère souvent être une entreprise futile. Cela a renforcé notre approche pragmatique axée sur l'investissement dans des entreprises de haute qualité, fortement sous-évaluées, dotées d'un pouvoir de tarification solide et d'une équipe de direction correctement incitée, plutôt que de tenter de prédire les mouvements généraux du marché. Les entreprises de haute qualité possèdent généralement des modèles économiques robustes, des positions solides sur le marché et la capacité à générer des bénéfices constants.

Au cours de l'année, certains de nos plus grands contributeurs incluaient **goeasy (GSY CN)**, **Lumine Group (LMN CN)** et **EQB (EQB CN)**. À l'opposé, nos détracteurs incluaient **Trisura Group (TSU CN)** et **Topicus (TOI CN)**. Les commentaires sur nos contributeurs devraient éclairer le type d'entreprises avec lesquelles nous choisissons de nous engager, ainsi que le niveau de conviction requis pour de telles engagements.

- **goeasy (GSY CN)** – goeasy Ltd. (GSY CN) s'est affirmée comme un élément durable dans le secteur des services financiers, démontrant une trajectoire de croissance remarquable soutenue par un modèle économique robuste et un taux de réinvestissement élevé. Cette approche a permis à l'entreprise d'obtenir des rendements constants et une expansion régulière au fil du temps.

Au premier semestre de 2023, les inquiétudes concernant l'impact potentiel de la décision du gouvernement canadien de réduire les taux maximums permis sur la rentabilité de goeasy ont initialement suscité l'appréhension des investisseurs. Cependant, la performance solide de l'entreprise et les perspectives positives ont largement atténué ces inquiétudes, suggérant que les baisses de taux n'ont pas été aussi néfastes que craint initialement en fonction de la réaction du cours de l'action. Notre analyse a conduit à la conclusion que l'impact global d'un éventuel plafond des taux ne sera pas significatif pour le résultat net de l'entreprise et pourrait en fait conduire à des dynamiques concurrentielles plus avantageuses avec le temps.

Déclarations de non-responsabilité : Ce document ne représente pas une offre de titre de placement dans aucune juridiction et est fourni uniquement à titre indicatif. Les titres de placement sont uniquement disponibles aux investisseurs qualifiés et aux investisseurs institutionnels par le biais de placement privé en accord avec les lois applicables. Les informations fournies dans ce sommaire sont incomplètes et sont qualifiées dans la notice d'offre. Gestion de capital LionGuard Inc. ne garantit l'exactitude des informations présentées et n'est responsable d'aucune action prise suite à la lecture de ce rapport. Le Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard S.E.C. a été lancé en novembre 2019. L'historique de performance antérieur est celui du principal mandat de sous-conseiller représentatif suivant la même stratégie. Les rendements indiqués ne prennent pas en considération les ventes, les rachats, les distributions, les charges optionnelles et les impôts payables.



Cette période d'inquiétude excessive (à partir de mai 2023 ; voir l'Annexe 1) a offert une opportunité d'achat encore meilleure (GSY se négociait déjà bien en dessous de sa valeur intrinsèque) pour investir dans un « compounder » sur plusieurs années à un prix phénoménal, que nous avons joyeusement saisie. Bien que nous trouvions fréquemment, dans notre domaine de compétence, des entreprises de haute qualité négociant en dessous de leurs valeurs intrinsèques, il fait une énorme différence de pouvoir les acheter avec confiance à des niveaux qui sont frappants d'irrationalité.

Les derniers résultats trimestriels mettent en évidence un resserrement du crédit, bénéfique pour goeasy, car ils n'approuvent désormais que 15% des candidats, en baisse par rapport à 17% l'année dernière, et avec une meilleure qualité de crédit. Cela est particulièrement évident dans leur segment de prêts automobiles, où 80% des origines proviennent des deux premiers niveaux, contre 50% il y a deux ans. Les indications de pertes nettes pour 2024, basées sur une hypothèse de chômage de 7%, semblent assez conservatrices, suggérant une marge de révision positive.

L'amélioration massive du ratio d'efficacité de 400 points de base à 28,6% indique que l'entreprise récolte les avantages optimaux du levier opérationnel à ce stade de son cycle de vie. Cette amélioration est une réalisation remarquable. Associée à un profil de croissance des prêts solide, il semble que davantage de surprises positives (par rapport aux estimations prudentes de Wall Street) soient à prévoir sur ce front.

Annexe 2: GSY CN



Sources: Bloomberg, LionGuard

Les éventuels changements de plafonnement des taux, prévus pour la seconde moitié de 2024, ne devraient pas avoir un impact significatif sur l'entreprise, potentiellement poussant le

Déclarations de non-responsabilité : Ce document ne représente pas une offre de titre de placement dans aucune juridiction et est fourni uniquement à titre indicatif. Les titres de placement sont uniquement disponibles aux investisseurs qualifiés et aux investisseurs institutionnels par le biais de placement privé en accord avec les lois applicables. Les informations fournies dans ce sommaire sont incomplètes et sont qualifiées dans la notice d'offre. Gestion de capital LionGuard Inc. ne garantit l'exactitude des informations présentées et n'est responsable d'aucune action prise suite à la lecture de ce rapport. Le Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard S.E.C. a été lancé en novembre 2019. L'historique de performance antérieur est celui du principal mandat de sous-conseiller représentatif suivant la même stratégie. Les rendements indiqués ne prennent pas en considération les ventes, les rachats, les distributions, les charges optionnelles et les impôts payables.



rendement vers une plage supérieure des prévisions. De plus, goeasy explore des produits accessoires supplémentaires pour compenser le plafonnement des taux, ce qui, étant donné la qualité de l'équipe de direction, devrait être pris au sérieux. Dans l'intervalle, nous pensons également que les prévisions de trois ans de GSY sont prudentes et qu'il existe une forte probabilité de révision à la hausse des chiffres actuels.

- **EQB (EQB CN)** – La performance exceptionnelle de EQB témoigne d'une banque solidement établie, en grande partie grâce à l'efficacité de sa haute direction et à une exécution stratégique efficace. De plus, EQB est un exemple de bonnes pratiques de gestion des risques. La résilience de la banque dans les indicateurs de crédit, même au milieu des incertitudes du marché, signifie qu'il s'agit d'une institution financière enracinée dans une efficacité opérationnelle stratégique. Ces réalisations ne sont pas éphémères, mais reflètent une équipe de direction stratégiquement alignée, opérationnellement compétente et axée sur la fourniture d'une valeur constante et tangible à ses actionnaires à long terme.

En septembre 2022, notre estimation de la valeur intrinsèque de EQB était d'environ 95 \$ par action. Nous avons également établi un niveau de prix d'action minimum justifié, un niveau auquel le prix de l'action est susceptible de revenir rapidement (les irrationalités excessives pour cette entreprise durent rarement longtemps), à 72 \$ par action. À ce moment-là, l'entreprise se négociait à 51 \$ par action, soit à peine 0,7 fois la valeur comptable (P/B) et 5,1 fois le bénéfice par action (P/E) pour l'exercice 2023.

Annexe 3: EQB CN



Sources: Bloomberg, LionGuard

Soutenu par plus de 15 ans d'analyse de l'entreprise et de son secteur, investir dans EQB à ce prix était simple. Plusieurs facteurs ont contribué à cette décision : la diversification des sources de financement de l'entreprise, notre confiance dans ses pratiques de prêt, l'augmentation de la

Déclarations de non-responsabilité : Ce document ne représente pas une offre de titre de placement dans aucune juridiction et est fourni uniquement à titre indicatif. Les titres de placement sont uniquement disponibles aux investisseurs qualifiés et aux investisseurs institutionnels par le biais de placement privé en accord avec les lois applicables. Les informations fournies dans ce sommaire sont incomplètes et sont qualifiées dans la notice d'offre. Gestion de capital LionGuard Inc. ne garantit l'exactitude des informations présentées et n'est responsable d'aucune action prise suite à la lecture de ce rapport. Le Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard S.E.C. a été lancé en novembre 2019. L'historique de performance antérieur est celui du principal mandat de sous-conseiller représentatif suivant la même stratégie. Les rendements indiqués ne prennent pas en considération les ventes, les rachats, les distributions, les charges optionnelles et les impôts payables.



taille de l'entreprise (ce qui est un avantage dans ce cas) et le profil de rendement des capitaux propres (ROE) élevé de l'entreprise. Notez que nos projections de ROE restent plus élevées que les nouvelles indications de la direction.

Depuis novembre 2022, selon nos estimations internes, la valeur intrinsèque de EQB a augmenté d'au moins 17%, la situant à plus de 110 \$ par action. En conséquence, notre niveau de prix d'action minimum justifié se situe désormais à environ 84 \$ par action, ce qui correspond au cours actuel de l'entreprise.

- **Lumine (LMN CN)** – Lumine Group, issu de la scission de Constellation Software (CSU) en mars 2023, opère en tant que consolidateur mondial de solutions de gestion des fournisseurs (VMS) avec une focalisation principale sur l'industrie des communications et des médias. Depuis son acquisition inaugurale en 2014, Lumine a réalisé plus de 11 acquisitions, atteignant un taux de croissance annuel composé (TCAC) de 65% tant au niveau du chiffre d'affaires que de l'EBITDA, et affichant un solide rendement sur le capital investi (ROIC) de 29% pour l'exercice financier 2022. Les investisseurs peuvent se demander quelle est la logique de CSU pour la scission de cet actif. La direction a cité deux raisons principales :

- Introduction de structures d'incitation plus efficaces pour les employés de LMN.
- Permettre à Lumine d'utiliser son propre bilan pour des acquisitions plus ambitieuses.

Tirant parti du modèle éprouvé de CSU, caractérisé par la stratégie d'acquisition et d'optimisation, l'avantage concurrentiel de Lumine par rapport aux autres acquéreurs de solutions de gestion des fournisseurs (VMS) dans le secteur est souligné par sa capacité à exploiter les données étendues de performances financières des entités acquises, un réseau solide facilitant la recherche de transactions, et l'application de meilleures pratiques exclusives apprises chez CSU.

Cette approche permet à Lumine d'éviter habilement les écueils courants associés à une stratégie de consolidation. En plus d'avoir accès à cette importante base de données et à l'expertise au siège, ce qui distingue Lumine de CSU et éventuellement d'autres scissions de CSU, c'est son accent sur les acquisitions de grande envergure. Les acquisitions de grande envergure ont le potentiel de générer un ROIC plus élevé lorsqu'elles sont confiées à des mains compétentes. Certaines des caractéristiques uniques des acquisitions de grande envergure peuvent inclure :

- Moins de concurrence pour les actifs, où le prix n'est pas toujours le facteur critique.
- Historiquement sous-financées par la maison mère et alourdies par des frais généraux excessifs.
- Possibilité de réaliser des transactions continues si le vendeur est satisfait du processus.

Notre investissement dans Lumine a été renforcé par les performances récentes, où les marges et le déploiement de capital continuent de dépasser les attentes. Nous prévoyons un potentiel de croissance substantiel pour LMN dans les années à venir, tout en maintenant des niveaux élevés de ROIC, ce qui est une solide recette pour la création de valeur à long terme pour les actionnaires.



- **Trisura Group (TSU CN)** est une compagnie d'assurance spécialisée basée au Canada, avec des opérations au Canada et aux États-Unis. C'était l'un de nos principaux points négatifs pendant l'année, en raison d'une dépréciation dans leurs opérations aux États-Unis. Nous sommes d'avis que cette dépréciation est un événement isolé. Cette perspective est renforcée par l'exposition limitée de Trisura à des risques spécifiques à l'industrie tels que le vent, les ouragans et les risques de catastrophe naturelle liés aux incendies de forêt. Le renouvellement de la couverture de réassurance pour tous les programmes de propriété restants renforce cette position, démontrant la gestion proactive des risques de la société. De plus, à notre avis, les explications fournies par l'équipe de direction ont été justes, franches et plus que raisonnables.

Les opérations canadiennes de Trisura se caractérisent par une rentabilité élevée et une position solide sur le marché dans des lignes clés. Avec des relations de distribution établies, l'unité canadienne a constamment montré d'excellentes performances, avec des ratios combinés d'environ 80 % ces derniers trimestres. Les conditions favorables du marché de l'assurance de biens et de responsabilité (P&C) et la dynamique des prix devraient maintenir des tendances de croissance saines des primes pour l'avenir prévisible.

L'engagement de Trisura envers son infrastructure de plateforme « fronting » aux États-Unis est remarquable. L'embauche stratégique d'un directeur des risques (CRO) et la mise en place d'équipes de gestion des risques dédiées et de groupes de collecte de garanties démontrent l'engagement de Trisura à renforcer sa base opérationnelle sur le marché américain. Ces investissements signalent une forte croyance dans le potentiel de la plateforme « fronting » américaine, une position avec laquelle nous sommes d'accord. Cette plateforme devrait être un moteur important de la croissance des primes pour les années à venir.

À notre avis, Trisura est un excellent petit capuchon composé. Nous avons une haute opinion de la position sur le marché de TSU et de son équipe de direction. Bien que les ROE récents autour de 20 % puissent ne pas être durables, nous pensons que des ROE à long terme dans les hautes adolescents sont réalisables. Ainsi, nous ne sommes pas ébranlés par la récente correction du prix des actions et la voyons comme une opportunité d'achat majeure dans une opération de haute qualité à des prix très attractifs.

Conclusion

Nous exprimons notre gratitude envers nos partenaires estimés pour leur confiance en nos capacités à faire fructifier leur capital. Notre focus est inébranlable : capitaliser sur les opportunités uniques découlant de l'irrationalité fréquente du marché boursier et d'autres dynamiques liées au marché, en acquérant des parts d'entreprises de haute qualité à des valorisations très attractives. Au fil du temps, cette stratégie s'est révélée efficace pour faire fructifier votre (et notre) capital tout en prenant beaucoup moins de risques que d'investir dans le marché dans son ensemble.

En regardant vers l'avenir, nous sommes ravis de continuer à exploiter les inefficacités structurelles prévalant dans les actions de petites et moyennes capitalisations. Ces segments du marché présentent des opportunités claires de génération d'alpha, en particulier pour des spécialistes comme nous. De plus,

Déclarations de non-responsabilité : Ce document ne représente pas une offre de titre de placement dans aucune juridiction et est fourni uniquement à titre indicatif. Les titres de placement sont uniquement disponibles aux investisseurs qualifiés et aux investisseurs institutionnels par le biais de placement privé en accord avec les lois applicables. Les informations fournies dans ce sommaire sont incomplètes et sont qualifiées dans la notice d'offre. Gestion de capital LionGuard Inc. ne garantit l'exactitude des informations présentées et n'est responsable d'aucune action prise suite à la lecture de ce rapport. Le Fonds de petites capitalisations canadiennes LionGuard S.E.C. a été lancé en novembre 2019. L'historique de performance antérieur est celui du principal mandat de sous-conseiller représentatif suivant la même stratégie. Les rendements indiqués ne prennent pas en considération les ventes, les rachats, les distributions, les charges optionnelles et les impôts payables.



notre expertise en constante croissance couvre un large éventail d'entreprises, nous permettant de saisir une gamme diversifiée et idiosyncratique d'opportunités.

Notre équipe est très enthousiaste à l'idée des opportunités à venir et se réjouit de vous tenir informés de nos progrès continus.

Cordialement,

Andrey Omelchak, CFA
Président-directeur général & Chef des placements
Gestion de capital LionGuard