



FONDS D'OPPORTUNITÉS LIONGUARD RAPPORT TRIMESTRIEL – MARS 2024

Performance depuis la création

Depuis sa création en octobre 2014, le Fonds d'opportunités LionGuard ("Fonds") a affiché un rendement net annualisé de 11,28%. Cela se compare à l'indice de rendement total S&P/TSX, qui s'établit à 7,46%.

	Fonds d'opportunités LionGuard	L'indice du S&P/TSX rendement total
2014 (Oct-Déc)	4.11 %	(1.47) %
2015	13.07 %	(8.32) %
2016	20.30 %	21.08 %
2017	17.00 %	9.10 %
2018	(15.90) %	(8.89) %
2019	32.88 %	22.88 %
2020	24.32 %	5.60 %
2021	15.37 %	25.09 %
2022	(21.84) %	(5.84) %
2023	14.38 %	11.75 %
2024 (Jan-Mar)	16.32 %	6.62 %
Rendement net composé	11.28 %	7.46 %

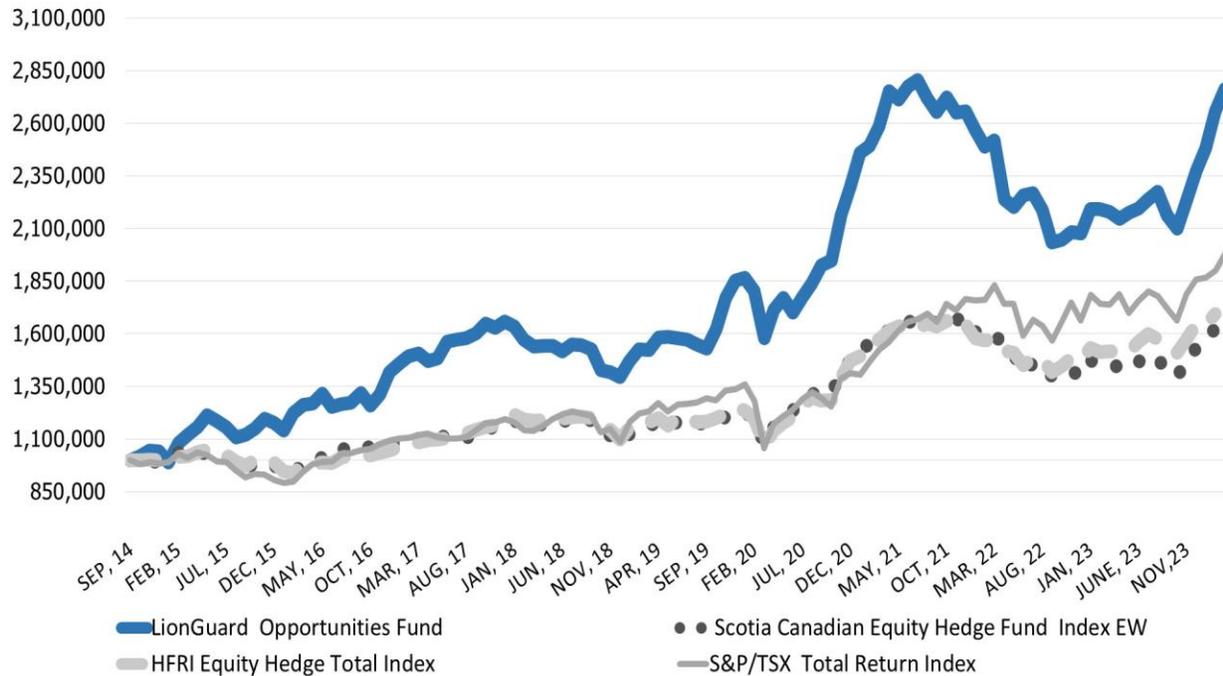
Sur une base composée, le Fonds a généré un rendement net de 176,14%. Cela se compare à l'indice de rendement total S&P/TSX, qui est de 98.00%.

	LionGuard Opportunities Fund	S&P/TSX Total Return Index
2014 (Oct-Déc)	4.11 %	(1.47) %
2015	17.71 %	(9.67) %
2016	41.60 %	9.37 %
2017	65.67 %	19.33 %
2018	39.33 %	8.72 %
2019	85.14 %	33.59 %
2020	130.17 %	41.08 %
2021	165.56 %	76.47 %
2022	107.55 %	66.17 %
2023	137.39 %	85.69 %
2024 (Jan-Mar)	176.14 %	98.00 %
Rendement net cumulé	176.14 %	98.00 %

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 d'opportunités LionGuard. Les rendements du Fonds ont été calculés par l'administrateur du Fonds et sont nets de tous frais. Veuillez noter que les rendements pour la période d'octobre 2014 à novembre 2016 sont calculés à partir des unités de classe S avec un ajustement à 1 % pour les frais de gestion. 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.



Annexe 1: Performance depuis la création



Sources: Bloomberg, LionGuard

Commentaire de marché

Au premier trimestre de 2024, le marché boursier américain a montré une force remarquable, avec plusieurs indices boursiers, dont le S&P 500, atteignant de nouveaux sommets. Le S&P 500 a enregistré un rendement total de 10,6 %, reflétant la confiance des investisseurs renforcée par une perspective économique en amélioration et des attentes d'ajustements de la politique de la Réserve fédérale.

Malgré les premières anticipations de plusieurs baisses de taux, le marché s'est ajusté pour ne prévoir que trois baisses tout au long de l'année 2024, au vu des signes de croissance économique et de ralentissement de la désinflation. Cet ajustement a suivi une croissance surprenante du PIB au quatrième trimestre et une robuste dépense des consommateurs, ainsi qu'un marché du travail résilient, indiquant des fondations économiques solides.

Alors que les actions à grande capitalisation, en particulier dans le S&P 500 et le Nasdaq, dominaient les titres, les actions à petite capitalisation ont également montré des performances remarquables, bien que avec une augmentation plus modeste par rapport à leurs homologues de plus grande taille. Le Russell 2000, représentant les actions à petite capitalisation, a progressé de 5,2 %, en retard par rapport aux indices à grande capitalisation mais démontrant toujours de la résilience et du potentiel de croissance. Ces performances suggèrent un marché diversifié où ce ne sont pas uniquement les plus grandes entreprises qui contribuent à l'élan ascendant.

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 d'opportunités LionGuard. Les rendements du Fonds ont été calculés par l'administrateur du Fonds et sont nets de tous frais. Veuillez noter que les rendements pour la période d'octobre 2014 à novembre 2016 sont calculés à partir des unités de classe S avec un ajustement à 1 % pour les frais de gestion. 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.



La performance sectorielle chez les grandes capitalisations était large, avec dix secteurs sur onze en progression. Les secteurs des communications, de l'énergie et de la technologie ont mené la charge, reflétant les tendances en cours et les moteurs spécifiques à chaque secteur. Malgré l'optimisme général du marché, le secteur immobilier a légèrement reculé, mettant en évidence les dynamiques sectorielles nuancées et variées au sein du vaste rallye du marché.

Les projections mises à jour de la Réserve fédérale indiquaient une position plus favorable malgré les ajustements bellicistes de la politique monétaire, reconnaissant la nécessité de se prémunir contre les risques de croissance pour parvenir à un atterrissage en douceur. Cette orientation conciliante dans les attentes en matière de politique, dans un paysage économique en amélioration, a soutenu le sentiment positif des investisseurs au cours du trimestre.

Introduction de "N-FCF/IC de LionGuard"

Malgré le risque de s'enfoncer dans des complexités, nous pensons qu'il serait utile pour nos investisseurs de comprendre comment nous abordons et ajustons les mesures conventionnelles de retour sur capitaux propres (ROE) et de retour sur investissement en capital (ROIC) afin d'évaluer plus précisément les rendements sur le capital déployé. Dans le cadre de cet objectif, nous sommes heureux de partager avec nos lecteurs dévoués une mesure interne que nous appelons "N-FCF/IC de LionGuard".

Sa méthodologie va au-delà des calculs traditionnels de ROE et de ROIC, qui ne tiennent pas compte des nuances des cycles économiques, de l'impact des investissements de croissance significatifs (dans notre cas, presque toujours à des taux de rendement très élevés), et d'autres considérations. En adoptant une approche plus sophistiquée, nous visons à fournir une analyse beaucoup plus significative de la qualité sous-jacente des titres en question.

Le N-FCF/IC de LionGuard nécessite le calcul du flux de trésorerie disponible normalisé (N-FCF), en ajustant des éléments tels que la rémunération en actions, les fluctuations du fonds de roulement, les besoins en dépenses d'investissement de maintenance, etc. Ces ajustements et d'autres modifications apportées au flux de trésorerie disponible standard offrent une perspective plus perspicace sur l'efficacité opérationnelle et la rentabilité d'une entreprise. De plus, cela évite les importantes distorsions présentées par les métriques traditionnelles basées sur les bénéfices utilisés dans le cadre du ROE et du ROIC.

De plus, cette approche nous permet de faire la distinction entre les entreprises affichant simplement de bons résultats aujourd'hui et celles susceptibles de créer une valeur considérable au fil du temps en raison d'initiatives d'investissement en croissance du N-FCF/IC incrémental élevé. Une telle analyse doit être effectuée en plus des calculs néanmoins rétrospectifs qui fournissent un instantané de la performance commerciale à ce jour.

Opérations d'investissement

Au cours du trimestre, certains de nos principaux contributeurs ont inclus **Trisura (TSU)**, **Topicus (TOI)** et **Softchoice (SFTC)**. En revanche, nos détracteurs comprenaient diverses positions courtes. Les commentaires sur nos contributeurs devraient éclairer le type d'entreprises avec lesquelles 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 d'opportunités LionGuard. Les rendements du Fonds ont été calculés par l'administrateur du Fonds et sont nets de tous frais. Veuillez noter que les rendements pour la période d'octobre 2014 à novembre 2016 sont calculés à partir des unités de classe S avec un ajustement à 1 % pour les frais de gestion. 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.



choisissons de nous engager, ainsi que le niveau de conviction requis pour de tels engagements. De plus, nous sommes très heureux de vous présenter notre nouvelle position, **Knight Therapeutics (GUD)**, une entreprise que nous suivons de près depuis des années.

- **Trisura Group (TSU)** – Trisura est une compagnie d'assurance spécialisée basée au Canada avec des opérations au Canada et aux États-Unis. Elle a été l'une de nos principales sources de détracteurs l'année dernière, en raison d'une dépréciation de ses activités 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 les risques de catastrophe liés au vent, aux ouragans et aux incendies de forêt. Le renouvellement de la couverture de réassurance pour tous les programmes restants en matière de propriété confirme davantage cette position, démontrant la gestion proactive des risques de l'entreprise. De plus, selon nous, les explications fournies par l'équipe de direction ont été équitables, 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 secteurs clés. Associée à des relations de distribution établies, l'unité canadienne a régulièrement affiché d'excellentes performances, avec des ratios combinés avoisinant les 80 % au cours des derniers trimestres. Les conditions favorables du marché de l'assurance dommages (P&C) et les dynamiques de tarification devraient maintenir des tendances de croissance des primes saines à long terme.

L'engagement de Trisura envers son infrastructure de plateforme avant aux États-Unis est remarquable. L'embauche stratégique d'un responsable des risques (CRO) et la création d'équipes dédiées à la gestion des risques et de groupes de collecte de garanties démontrent l'engagement de Trisura à renforcer ses fondations opérationnelles sur le marché américain. Ces investissements signalent une forte conviction dans le potentiel de la plateforme avant aux États-Unis, 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.

Selon nous, Trisura est un excellent créateur de valeur dans le segment des petites capitalisations. Nous avons une haute opinion de la position de marché de TSU et de son équipe de direction. Bien que les récents ROE autour de 20 % pourraient ne pas être durables, nous croyons qu'un ROE à long terme dans les hautes dizaines est réalisable.

- **Topicus (TOI)** – Topicus emploie une stratégie rappelant celle de Constellation Software (CSU), l'un des principaux créateurs de valeur au monde, axé sur le secteur européen des logiciels de marché vertical (VMS). Cette stratégie consiste à acquérir des entreprises et à leur fournir les outils nécessaires pour appliquer les meilleures pratiques de l'industrie, tout en leur permettant néanmoins de fonctionner de manière indépendante. Nous pensons que cette approche facilite la préservation des forces uniques de chaque entreprise, tout en améliorant considérablement leurs capacités de génération de trésorerie.



Nous estimons que les rendements sur les nouveaux déploiements de capital sont extrêmement robustes et pourraient dépasser 25 %. De tels rendements élevés soulignent l'habileté de Topicus en matière de fusions-acquisitions, ce qui n'est pas surprenant étant donné leur stricte conformité aux pratiques éprouvées de CSU.

Nous croyons que le vaste marché adressable en Europe offre un terrain fertile pour l'expansion continue de Topicus pendant de nombreuses années à venir. Le déploiement discipliné du capital par l'entreprise, combiné à un vaste marché adressable, la positionne favorablement en tant que créateur de valeur potentiel sur plusieurs années.

- **Softchoice (SFTC)** – Softchoice Corporation illustre l'excellence dans le secteur des technologies de l'information avec son équipe de direction exceptionnelle et sa capacité éprouvée à générer un solide flux de trésorerie disponible (FCF). Cette expertise financière est également soulignée par la décision stratégique de l'entreprise d'émettre un dividende spécial de 4,00 dollars canadiens, une initiative qui récompense non seulement les actionnaires mais qui met également en lumière l'allocation disciplinée du capital par Softchoice et son engagement envers la création de valeur pour les actionnaires. La génération constante de FCF de l'entreprise renforce sa stabilité financière et lui offre la flexibilité nécessaire pour saisir des opportunités de croissance tout en récompensant les investisseurs.

Dans ses résultats récents, Softchoice a démontré sa résilience et son adaptabilité. Les performances solides de l'entreprise, notamment dans des secteurs à forte croissance comme les logiciels et les services infonuagiques, reflètent sa position stratégique et son efficacité opérationnelle. Cette performance, combinée à des investissements judicieux dans le retour aux actionnaires, met en avant les bases solides de l'entreprise et sa posture proactive dans le paysage des technologies de l'information. La direction de Softchoice a habilement équilibré les initiatives de croissance avec la prudence financière, renforçant ainsi la réputation de l'entreprise en tant qu'entité fiable et tournée vers l'avenir.

Malgré les fondamentaux solides et les indicateurs financiers positifs, selon nos hypothèses internes, Softchoice semble significativement sous-évaluée lorsqu'elle est analysée à travers le prisme d'un flux de trésorerie actualisé (DCF) et comparée à ses pairs de l'industrie. Le récent dividende spécial important, que nous soutenons pleinement, témoigne de la confiance de Softchoice dans sa santé financière et de sa stratégie visant à équilibrer le réinvestissement avec la récompense des actionnaires.

- **Knight Therapeutics (GUD)** e démarque comme un véritable joyau caché, non seulement pour son excellente génération de trésorerie disponible, sa position nette de trésorerie importante et son taux de croissance solide, mais aussi pour l'acuité stratégique de sa direction, prête à faire croître la valeur intrinsèque par action de l'entreprise pendant de nombreuses années à venir.

Jonathan Ross Goodman, le président, célèbre pour avoir développé et vendu Paladin Labs (PLB CN) à 16 fois l'EBITDA et 5,2 fois le chiffre d'affaires, est à la barre de Knight, dirigeant l'entreprise avec une vision rappelant son succès chez Paladin. Pour mettre les choses en perspective, Paladin



a lancé une introduction en bourse à 1,50 \$ par action en 1995 et a été vendu à Endo Pharmaceuticals à 151 \$ par action en 2011. Complété par une équipe de direction de premier plan comprenant la présidente-directrice générale, Samira Sakhia, l'habileté et l'expérience de la haute direction sont remarquables pour une entreprise de cette taille.

La stratégie de croissance de Knight, axée sur l'octroi de licences pour de nouvelles thérapies médicamenteuses, illustre une approche méthodique qui a considérablement augmenté ses revenus et son résultat d'exploitation ajusté. Malgré ces réalisations qui ont énormément accru sa valeur intrinsèque, le cours de l'action de l'entreprise n'a pas suivi au fil des ans, démontrant à quel point les dynamiques de marché peuvent être irrationnelles.

À ce jour, Knight est devenu un acteur majeur dans l'octroi de licences de thérapies à travers l'Amérique latine, démontrant une vision stratégique et une gestion habile, particulièrement soulignée par son acquisition stratégique de Biotoscana au Brésil. Malgré les défis, notamment une bataille avec des activistes et les impacts de la COVID-19 qui ont initialement ralenti le processus d'intégration, Knight a fait preuve de résilience et répond aux attentes.

À la fin du dernier trimestre, Knight disposait de 162 millions de dollars en espèces et en titres négociables et de 62 millions de dollars de dette au bilan. Avec une position nette de trésorerie de 100 millions de dollars (18 % de sa capitalisation boursière), associée à une forte génération de trésorerie disponible, Knight a été très active dans l'amélioration de la valeur pour les actionnaires grâce à des rachats importants d'actions sur le marché ouvert. Pour mettre les choses en perspective, en 2023, ils ont racheté pour 53 millions de dollars d'actions, et depuis le lancement du programme de rachat d'actions en circulation, le montant total approche les 240 millions de dollars.

Une couche supplémentaire de protection contre les baisses pour les investisseurs est constituée par les actifs "cachés" de Knight sous forme d'investissements en partenariat limité (LP), que nous estimons valoir entre 120 et 160 millions de dollars. À mesure que ces investissements se monétisent au cours des prochaines années, environ 140 millions de dollars supplémentaires (26 % de la capitalisation boursière actuelle) de liquidités seront disponibles. Associé à la trésorerie actuelle, cela représente environ 44 % de la capitalisation boursière actuelle en liquidités ou en liquidités à venir.

Sur cette base, la valeur d'entreprise (EV) actuelle de Knight est d'environ 300 millions de dollars et son rendement normalisé sur le flux de trésorerie disponible (N-FCF) pour les exercices 2024 et 2025 est de 15 % et 20 % ou plus.

De plus, à l'avenir, nous voyons beaucoup de potentiel d'expansion de la marge, ce qui, combiné à un taux élevé de conversion de la trésorerie disponible et un solide taux de croissance, prépare le terrain pour un FCF par action beaucoup plus élevé, sans même tenir compte des rachats d'actions ou de toute offre importante d'achat d'actions (SIB).



Il est important de souligner que les initiés détiennent plus de 23 % des actions en circulation, ce qui crée un alignement clair des intérêts avec les actionnaires minoritaires de l'entreprise. Les initiés, associés à des actionnaires de long terme, offrent une bonne protection contre les offres prédatrices pour une entreprise de grande qualité mais largement sous-évaluée. Dans ce cas, surtout compte tenu des perspectives à long terme de l'entreprise, nous le considérons comme un élément très positif. Si l'histoire est un indicateur de l'avenir, toute future monétisation ne devrait avoir lieu qu'à des niveaux de valorisation équitables.

Avec un historique éprouvé d'acquisitions stratégiques, une génération de trésorerie disponible robuste et en forte croissance, des niveaux élevés de trésorerie nette au bilan et un programme agressif de rachats d'actions, Knight Therapeutics est bien positionnée pour une croissance durable et une augmentation de la valeur intrinsèque par action, reflétant le remarquable mandat de Jonathan Goodman chez Paladin Labs.

Conclusion

Nous remercions sincèrement nos partenaires estimés de placer leur confiance en notre capacité à faire fructifier leur capital. Notre engagement reste inébranlable : saisir les opportunités distinctes offertes par les irrationalités du marché boursier et ses diverses dynamiques, en visant à acquérir des participations dans des entreprises de qualité à des prix exceptionnellement favorables. Cette approche a constamment fait ses preuves, nous permettant de faire croître vos investissements (et les nôtres) avec un risque considérablement plus faible par rapport à une participation plus large sur le marché.

À l'avenir, nous sommes impatients de tirer parti des inefficiences structurelles présentes sur les marchés des actions de petites et moyennes capitalisations. Ces domaines offrent des perspectives marquées pour la génération d'alpha, notamment pour une entreprise hautement spécialisée comme la nôtre. De plus, notre expertise croissante dans un large éventail d'industries nous positionne bien pour identifier et exploiter un ensemble diversifié et unique d'opportunités d'investissement.

Nous sommes enthousiastes à l'idée de ce que l'avenir nous réserve et avons hâte de partager notre progression continue avec vous.

Cordialement,

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