INVESTISSEMENT

INVESTIR DANS LES PETITES CAPITALISATIONS QUÉBÉCOISES



ANDRÉ DUBUC
LA PRESSE
9 octobre 2016

La Bourse canadienne est en hausse de 23 % depuis son creux atteint le 20 janvier 2016. Les aubaines se font rares et les titres de qualité se vendent cher. Les boursicoteurs se creusent la tête pour trouver des idées d'achats. La question : y a-t-il encore des occasions dans des petites capitalisations québécoises peu ou pas suivies par les analystes ?

Pour en avoir le cœur net, nous avons demandé à un gestionnaire de portefeuille chez Medici, à Saint-Bruno, d'analyser neuf sociétés ayant moins de 500 millions en capitalisation boursière. Le gestionnaire s'occupe du portefeuille boursier d'environ 225 familles et a un actif sous gestion de 275 millions.



Carl Simard, Président et Gestionnaire de Portefeuille chez MEDICI
PHOTO MARCO CAMPANOZZI, LA PRESSE

Nous avons retenu cinq sociétés de petite taille qui ont néanmoins quitté le stade de l'émergence. Il s'agit de Knight Therapeutics, Logistec, GDI, Stingray et Tecsys. Nous avons aussi fait analyser quatre entreprises en émergence : D-Box, Ergo recherche, H2O Innovations et Pediapharm.

Certains de ces titres constituent une occasion d'achat encore aujourd'hui. D'autres sont des propositions à refuser.

Nous vous présentons en détail quatre d'entre elles dans ce dossier (voir autres onglets).

Aaron Lanni, analyste en investissement chez Medici, a passé entre 6 et 8 heures à analyser les documents financiers pour chacune des entreprises. « Habituellement, avant d'investir dans une entreprise pour nos clients, nous étudions le titre entre 80 et 100 heures », dit-il pour expliquer le fait que bien des questions restent en suspens.

LE JEU DOIT EN VALOIR LA CHANDELLE

Investir dans les petites capitalisations est plus risqué que de mettre des sous dans un géant comme Microsoft. La récompense de l'investisseur doit être à l'avenant et l'entreprise doit présenter un potentiel de croissance supérieur.

> *« On aime les entreprises dont le potentiel de croissance est tracé. Elles n'ont plus qu'à exécuter leur plan. Pas besoin d'inventer le bouton à quatre trous. »*
> — Carl Simard, président et gestionnaire de portefeuille chez Medici

Logistec est une entreprise de débardeurs dirigée de main de maître. Le titre est en recul de 25 % depuis son sommet. Une occasion ? Ses perspectives de croissance paraissent limitées à la croissance de l'économie, à moins de faire des acquisitions. À ce jeu, elle fait face à des concurrents costauds aux poches profondes capables d'investir des millions à répétition. Dans les circonstances, Medici préfère passer son tour.

Dans le cas du fabricant d'orthèses plantaires et de spécialité Ergorecherche, Medici y voit une entreprise qui essaie d'inventer le bouton à quatre trous, tout en ayant du mal à commercialiser ses produits révolutionnaires. Les revenus ont d'ailleurs reculé en 2015.

Les résultats reculent un peu, reconnaît Sylvain Boucher, président et chef de la direction, mais énormément d'argent est investi en R-D. D'ailleurs, de nouveaux produits sont sur le point de voir le jour, fait-il valoir. « On ne vend pas des cravates, rappelle-t-il. On vend des produits médicaux, ce sont des cycles de 10 ans. »

ÊTRE CAPABLE DE GÉNÉRER DE L'ARGENT

Ses meilleurs investissements, Medici les a faits avec des entreprises profitables qui génèrent beaucoup d'argent dont elles se servent ensuite pour consolider leur secteur d'activité et ainsi gagner des parts de marché sans diluer leurs actionnaires.

Knight Therapeutics, de Jonathan Goodman, ex-Paladin, a 26 produits en portefeuille qui prendront de 5 à 7 ans avant de générer des revenus récurrents. En attendant, « Knight a un portefeuille de placements de 212 millions donnant un rendement de 15 % à travers des revenus d'intérêts, de dividendes, de gains en capital. Ces investissements ont été faits dans le but d'obtenir les droits sur les produits », écrit Medici. En somme, Knight fait déjà de l'argent même si ses médicaments ne sont pas commercialisés. Pas banal. Divulgation : Medici détient des actions de Knight.

QUOI REGARDER AVANT D'INVESTIR ?

Pour débusquer le prochain CGI ou Couche-Tard, Medici regarde la performance économique de l'entreprise et très peu sa performance boursière passée.

Le gestionnaire est à l'affût de sociétés de petite capitalisation qui affichent une croissance des revenus et de la rentabilité, idéalement supérieure à 20 % par année.

> *« Trop souvent, la croissance des ventes n'est pas accompagnée d'une croissance de la rentabilité. »*
> — Carl Simard, président et gestionnaire de portefeuille chez Medici

Medici actualise les flux de trésorerie futurs imbriquant le potentiel de croissance pour calculer la valeur intrinsèque d'une entreprise. Une méthode qui revient à regarder des ratios de rendement comme le rendement sur l'avoir des actionnaires et celui sur le capital investi (avoir + dettes).

Dans leurs calculs sur la rentabilité, Carl Simard et l'analyste Aaron Lanni se servent des flux de trésorerie nets (free cash flow) dégagés par la société plutôt que de son bénéfice net comptable.

Dans le cas des consolidateurs, souligne M. Lanni, ces entreprises affichent souvent un petit bénéfice net en raison de l'amortissement des intangibles. Elles génèrent beaucoup d'argent néanmoins.

Comment calculer le free cash flow ? Les estimations reposent sur le bénéfice d'exploitation auquel on ajoute certaines dépenses comptables qui n'entraînent pas de déboursés ou qui sont ponctuelles, avant d'en soustraire les dépenses d'impôt, d'intérêts et d'entretien annuel.

Une entreprise capable de dégager des sommes d'argent considérables a l'avantage de payer rapidement les dettes qu'elle a contractées pour faire l'acquisition d'entreprises. Elle peut ainsi accroître sa taille, ses parts de marché et ses profits sans avoir à lever du capital continuellement et à diluer ses actionnaires. Ça commence à ressembler à un diamant.

****

INVESTISSEMENT

UN FUTUR COUCHE-TARD DE LA PROPRETÉ?

QU'EST-CE ?
Chef de file canadien en matière de prestation de services aux immeubles non résidentiels au Canada et aux États-Unis, GDI fournit des services liés à la propreté des immeubles de même qu'à l'entretien et à la réparation de systèmes mécaniques et électriques.

ON S'Y INTÉRESSE ?
L'entreprise se positionne comme le consolidateur nord-américain de l'industrie, fragmentée, de l'entretien ménager des immeubles non résidentiels. Dans le passé, son président Claude Bigras, qui détient 16 % des actions, a répété vouloir réaliser dans son domaine ce que Garda a fait dans le secteur de la sécurité.

ON AIME ?
GDI fait le ménage dans les immeubles de bureaux. C'est aussi facile à comprendre que les épisodes du téléroman Marilyn des années 90. Vingt-deux acquisitions depuis 2008.

ON S'INQUIÈTE ?
Entreprise cyclique. L'économie roule à vive allure, les tours de bureaux se remplissent. À l'inverse, la société est sensible à une détérioration du taux d'occupation des immeubles, comme on a pu le voir récemment.

AVIS DU GESTIONNAIRE ?
Rare acteur pancanadien, sa taille lui permet de décrocher des contrats de clients nationaux désirant limiter le nombre de fournisseurs avec lesquels ils traitent. L'ajout d'une filiale dans le secteur de l'entretien mécanique (climatisation-chauffage-ventilation) répond à la même logique. « En apparence, l'entreprise fait peu d'argent au niveau comptable en raison de l'amortissement des intangibles. Nous ignorons les intangibles et nous regardons les flux monétaires nets, après investissement [free cash flow], qu'elle dégage. », écrit Medici. Le BAIIA ajusté atteint 35,1 millions en 2015. Le gestionnaire juge le titre comme étant sous-évalué au cours actuel et vaut 20 $. « Nous voyons difficilement comment un investisseur peut perdre de l'argent de manière permanente avec ce titre. » Divulgation : Medici détient déjà des actions de GDI.

****

INVESTISSEMENT

SUCCÈS BOURSIER EN VUE

QU'EST-CE ?

Comptant 300 employés, Stingray est un des plus importants distributeurs de produits et de services musicaux multiplateformes offerts à la télé, sur le web, sur mobile ou dans des cadres commerciaux.

ON S'Y INTÉRESSE ?

Dirigé par l'entrepreneur à succès Éric Boyko (efundraising), Stingray est un acquéreur en série avec 24 transactions depuis 2007. Leader canadien avec une présence dans 152 pays, ce qui lui permet de rejoindre 400 millions d'abonnés.

ON AIME ?

Croissance annuelle composée des ventes et des résultats (bénéfice avant intérêts, impôts et amortissement ajusté) de près de 40 % depuis sa création en 2007. Excellent générateur de flux de trésorerie : 24 millions en 2016. Endettement raisonnable à 41 millions, compte tenu des flux de trésorerie générés.

ON S'INQUIÈTE ?

Qui au juste écoute sa musique à la télé ? Qu'en est-il des jeunes qui ne jurent que par leur mobile ? L'application Stingray les rejoint-elle ? Quel est l'impact de la diffusion en continu (streaming) sur son modèle d'affaires ? Stingray devra-t-il tôt ou tard payer davantage en droits d'auteur ?

L'AVIS DU GESTIONNAIRE

Stingray profite d'un puissant avantage de prix sur la diffusion en continu. Il en coûte 0,35 $ par mois à l'utilisateur pour avoir accès au service par l'entremise de son câblodistributeur, comparativement à entre 5 et 10 $ mensuellement pour un service de diffusion en continu sur l'internet. Le gestionnaire de portefeuille aimerait mieux comprendre d'où provient l'avantage de coûts. Proposer aux consommateurs d'écouter la musique autrement demeure une entreprise plus risquée que de vendre du dentifrice. Medici parle d'un « risque de changement de paradigme ». Par exemple, se pourrait-il que les câblos se décident d'offrir Stingray à la carte ? Le gestionnaire de portefeuille postule que la croissance annuelle composée de Stingray ralentira à 20 % d'ici à 2020. La société devrait alors afficher des ventes de 200 millions, dont 70 % en provenance de l'étranger. À 16 fois les flux de trésorerie disponible (free cash flow), l'action est évaluée adéquatement. Bref, c'est risqué, mais le jeu en vaut la chandelle. Medici étudiera le dossier plus à fond avant d'investir. Un bon signe.

****

INVESTISSEMENT

UN CHANGEMENT DE CAP PROMETTEUR

QU'EST-CE ?

H2O conçoit et fournit des systèmes sur mesure de traitement des eaux en utilisant les technologies de filtration membranaire. Elle fournit aussi des produits de rechange à sa clientèle. Dernièrement, elle a ajouté l'exploitation et la maintenance d'usines de traitement des eaux à son offre. Elle compte maintenant 540 employés et trois usines, dont une à Ham-Nord, au Québec.

ON S'Y INTÉRESSE ?

Machine à innover et gagnante de nombreuses récompenses, H2O Innovations fait partie de ces sociétés prometteuses dont les profits se sont fait attendre trop longtemps. Or, en 2016, elle vient de connaître le meilleur exercice de son histoire.

ON AIME ?
En mettant l'accent sur des activités produisant des revenus récurrents, les ventes ont progressé de 11 % en moyenne par année depuis 2011. Présence de nombreux investisseurs institutionnels dans l'actionnariat, dont la Caisse de dépôt et placement du Québec.

ON S'INQUIÈTE ?
La société évolue dans un domaine concurrentiel. Quelle est la force véritable de ses avantages comparatifs ?

L'AVIS DU GESTIONNAIRE
Son historique de destruction de valeur est épouvantable. Elle a accumulé des pertes de 33 millions au fil des ans qu'elle a financées par l'émission de nouvelles actions, ce qui a dilué les actionnaires, y compris le patron Frédéric Dugré. Néanmoins, elle a réalisé un bénéfice avant intérêts, impôts et amortissement (BAIIA) positif de 2,5 millions et des revenus de 51 millions au dernier exercice, les deux tiers sont récurrents. Son carnet de commandes s'élève à 90 millions. En juillet dernier, la société a acheté pour 20 millions Utility Partners, exploitant américain de 34 usines de traitement des eaux de petites et moyennes localités. « La tendance du marché aux États-Unis dit M. Dugré dans un entretien, c'est d'offrir la conception-construction-exploitation. C'est ce que l'on propose dorénavant. » H2O est une meilleure entreprise qu'avant, reconnaît M. Lenni, de Médici. « Mais nous ne voyons pas le jour où elle sera en mesure de générer un haut rendement sur le capital [15 % ou plus] de manière persistante. Elle risque de devoir continuer à diluer ses actionnaires pour financer ses acquisitions », prévient-il.

****

INVESTISSEMENT

UNE FIN HEUREUSE EST LOIN D'ÊTRE CERTAINE

QU'EST-CE ?
Un fabricant de systèmes de mouvements destinés au marché du divertissement et au marché de la simulation et de la formation.

ON S'Y INTÉRESSE ?
Le titre connaît une hausse spectaculaire depuis le début de l'année. Les bonnes nouvelles se succèdent, et le nombre de salles de cinéma où des sièges ont été installés est passé de 2 à 600 en 7 ans, dans 35 pays. Est-ce le temps d'acheter son ticket ?

ON AIME ?
L'entreprise a finalement atteint le point mort, après des années de pertes. Le président et chef de la direction de D-Box, Claude McMaster, voit son entreprise devenir le leader dans le système de mouvement comme RealD est le leader dans la 3D et dispose de 24 000 salles. Le modèle d'affaires, paiement d'une redevance à D-Box à l'usage, repose sur des revenus récurrents.

ON S'INQUIÈTE ?
La technologie est-elle durable ? Ne risque-t-elle pas de se faire copier tôt ou tard malgré ses 77 brevets ?

L'AVIS DU GESTIONNAIRE
« On aurait besoin d'une grosse commande de 1000 sièges pour y croire », dit Aaron Lanni, analyste en investissement chez Medici. Les ventes sont au compte-gouttes. Il déplore que D-Box ne dévoile aucune donnée sur le rendement du capital investi pour les cinémas. Une variable cruciale, selon lui, pour jauger de la solidité du plan d'affaires de D-Box.

Au téléphone, Claude McMaster se met à rire quand on lui pose la question. « Expliquez-moi pourquoi des gens ajouteraient des salles si ce n'était pas rentable. Pourquoi Cineplex a commencé avec une salle D-Box et est rendue avec 77 salles ? Je ne peux pas répondre pour des raisons stratégiques. Je ne veux pas donner toute l'information à mes concurrents. »

Medici reste sur sa faim. Le faible nombre de salles desservies (près de 600 salles, ou 0,4 % du marché mondial) l'empêche de conclure quoi que ce soit. « Ont-ils laissé aller les fauteuils à escompte ou les ont-ils mis en location ? », se questionne Carl Simard, gestionnaire de portefeuille. Trop d'inconnues, trop de questionnements, d'après Medici. Suivant.

2016-10-07

Sommaire

GDI Services aux immeubles inc.

Nous aimons les modèles d'affaires simples à comprendre comme GDI où les activités de conciergerie sont à l'épreuve du temps, car nous éliminons un des plus gros risques de départ en investissement: mal saisir les activités de l'entreprise. Non seulement le modèle est simple, mais le potentiel de croissance est bien compris : consolider un marché de 59G$ en Amérique du Nord encore très fragmenté où les multiples payés sont intéressants (environ 4-6 fois l'EBITDA pour des entreprises de 50M$ ou moins de revenus) et l'entreprise a déjà démontré qu'elle a cette capacité de croître rapidement (croissance annuelle des ventes 2007-2015 de 28%). Nous croyons que GDI utilise sa taille pour obtenir de gros contrats et servir des gestionnaires d'immeubles nationaux, ce que les petits joueurs locaux ne peuvent faire. Elle peut maintenant offrir non seulement un service de conciergerie, mais aussi un service de réparation et maintenance HVAC à sa clientèle canadienne suite à l'acquisition de Ainsworth. Selon nous, le titre est sous-évalué et sa valeur intrinsèque se situe autour de 20$ par action. Les risques d'une perte permanente de capital nous semblent limités, spécialement au cours actuel.

Divulgation : Les clients et associés de Gestion de Portefeuille Stratégique MEDICI possèdent des actions de GDI

Logistec Corporation

La division maritime (environ 60% des ventes) effectue le chargement et déchargement de navires dans plus de 30 ports et offre un service de transport maritime pour des communautés du grand nord. La division environnementale (environ 40% des ventes) effectue principalement la réhabilitation d'aqueducs à l'aide de la technologie « Aqua-Pipe » qui est une option plus économique et moins invasive que le remplacement complet.

La division maritime consomme plus de capitaux. Elle réinvestit en moyenne plus de 50% de ses flux monétaires en équipements comparé à moins de 40% pour la division environnementale. Elle génère moins de croissance et un moins bon rendement sur l'actif que la division environnementale et elle est plus sensible aux cycles économiques. Elle croit son profit à environ 5% par année comparé à plus de 15% pour la division environnementale. La croissance organique de la division maritime nous apparaît moins évidente car il faut déloger un opérateur de terminal de port existant et

©2008-2016, Tous droits réservés
Facebook: @gpsmedici

les contrats s'étendent sur plusieurs années. De plus, Logistec n'a pas la capacité financière de certains opérateurs mondiaux de terminaux. La société doit donc, à notre avis, cibler des ports moins achalandés.

La division environnementale consomme peu de capitaux pour la croissance qu'elle génère. Le rendement de 14% sur l'actif est très bon. Selon nous, la durabilité de ses avantages concurrentiels est nébuleuse car il y a d'autres joueurs bien implantés avec une technologie semblable, mentionnons Insituform Technologies. Nous croyons que Logistec peut croître sa rentabilité d'environ 10% par année. Mentionnons aussi que les incitatifs des dirigeants sont basés sur une croissance de cet ordre.

Stingray Digital Group Inc.

Nous estimons que la croissance devrait naturellement ralentir du rythme historique de plus de 30%, car le marché principal (Canada) où Stingray tire 60% de son revenu est rendu mature. Ceci dit, la société peut continuer d'exploiter sa niche à l'échelle mondiale en Europe et Asie avec des acquisitions, ainsi que augmenter son portefeuille de clients commerciaux permettant de soutenir un niveau de croissance élevé pour les 5 prochaines années (plus de 15%) en autant que le modèle de ne subit pas de changements de paradigme. Le défi avec ce type d'entreprise est qu'une fois la niche est complètement servie, l'entreprise doit trouver de nouveaux moyens pour croître ou se mettre en vente, d'où l'importance d'avoir un PDG qui alloue bien le capital. À date, Eric Boyko fait un très beau travail, ayant parti de zéro en 2007, Stingray est devenu aujourd'hui le plus gros joueurs en termes d'abonnés en diffusion musicale.

Stingray a un avantage concurrentiel sur le coût du service final au consommateur qui est compris dans l'abonnement TV. Nous estimons qu'il coute moins de 0.50$ par mois pour le consommateur qui recoit Stingray sur sa télévision comparé à un abonnement d'environ 10$ pour un service de streaming. Nous croyons que cet avantage est lié à la structure plus avantageuse des droits sur le contenu musical et la distribution B2B par rapport au B2C qui permet à Stingray d'utiliser le canal de distribution des câblodistributeurs déjà mis en place. M. Boyko aimerait voir 70% du revenu venir de l'extérieur du Canada en 2020 ce qui donnerait environ 200M$ de ventes à ce moment selon nos calculs, donc une croissance de plus de 20% d'ici 2020 à partir des ventes de 90M$ au dernier exercice. À noter qu'à l'extérieur de l'Amérique du Nord, le nombre d'abonnés à la TV est en croissance, contrairement à l'Amérique du Nord. Avec une capitalisation boursière d'environ 380M$, le titre se transige à 16 fois les flux de trésorerie libres du dernier exercice ce qui est adéquat, selon nous, compte tenu du manque de soutenabilité de la croissance à très long terme (n'oublions pas qu'une grande partie de la valeur intrinsèque d'une entreprise est liée à sa capacité de croître à

©2008-2016, Tous droits réservés
Facebook: @gpsmedici

très long terme, soit la valeur terminale) et aussi compte tenu du risque d'évolution du marché dans lequel l'entreprise joue.

Knight Therapeutics Inc.

Entre 2002 et 2012, Laboratoires Paladin, l'ancienne compagnie dirigée par Jonathan Goodman, a fait passer son portefeuille de produits de 55 à 97, donc une augmentation de 42. En 2 ans et demi, Knight a déjà accumulé 26 produits, donc l'échelle de l'entreprise se fait plus rapidement que chez Paladin. Ces 26 produits prendront 5-7 ans avant d'atteindre leur potentiel, mais en attendant Knight va continuer de bâtir son portefeuille d'investissements qui est de 212M$ aujourd'hui. Ce portefeuille devrait générer selon nous un rendement d'environ 15% à travers des revenus d'intérêts, de dividendes, de gains sur réévaluation de placements, gains sur ventes de placement et distributions des fonds de santé, mais plus important ces investissements ont été réalisés dans le but d'obtenir des licenses de produit. Donc, la stratégie de Knight exige plus de capital que Paladin, mais a le potentiel de générer plus de licenses à long terme. Nous croyons qu'il est justifié de payer une prime sur la valeur aux livres compte tenu du haut rendement sur le capital qu'une société comme Knight pourrait générer dans 10 ans. Nous trouvons le titre bien évalué présentement.

Divulgation : Les clients et associés de Gestion de Portefeuille Stratégique MEDICI possèdent des actions de GUD

D-Box Technologies Inc.

À notre connaissance, de tous les articles médiatiques écrit sur D-Box, dans la notice annuelle et le rapport de gestion on ne parle pas du rendement sur investissement (ROI) et « payback » pour l'opérateur du cinéma qui acquiert ou loue le siège, alors que la clé du succès est là! Si l'entreprise est capable de démontrer que 95% des cinémas qui investissent dans le système ont un rendement intéressant sur leur investissement, alors le potentiel de croissance devient soutenable et justifié. Donc, nous aimerions voir des statistiques par rapport au retour sur investissement pour un cinéma. Selon nos lectures il semble y avoir un potentiel de croissance dû au simple fait que le taux de pénétration est très faible en ce moment (0.4% des écrans de cinémas mondiaux selon nos calculs). La question devient : à quel taux de pénétration commence-t-il à y avoir de la cannibalisation ? Une autre question intéressante : Est-ce que les consommateurs retournent essayer les sièges plusieurs fois ou est-ce que la clientèle vient principalement de gens qui essaient le siège pour la première fois ? Nos méthodes d'évaluations traditionnelles ne s'appliquent pas pour D-Box. Avant même de penser évaluer une entreprise, il faut comprendre son modèle d'affaires. Nous ne sommes pas

©2008-2016, Tous droits réservés
Facebook: @gpsmedici

convaincus que la technologie offre suffisamment d'intérêt pour les salles de cinéma et les clients finaux pour considérer un investissement.

Pediapharm Inc.

Selon nous le principal problème décelé est une structure de coûts trop élevée, il y a trop de personnel-cadre et trop de représentants pour la taille de l'entreprise et donc la productivité, soit le revenu par employé est sous optimal. Nous regardons Biosyent qui dégageait une marge de profit de 15% sur un revenu de seulement 2.8M$ en 2011 alors que PDP perd plus de 4M$ sur un revenu de 3.75M$. Les salaires des hauts dirigeants grugent 32% du revenu ce qui est très élevé. L'entreprise semble avoir changé sa stratégie en cours de route, passant d'un modèle organique où on fait approuver le produit auprès de Santé Canada et on le commercialise à partir de zéro, vers un modèle d'acquisition de produits déjà commercialisés qui génèrent déjà du revenu. Ce changement émane selon nous du fait qu'elle veut devenir rentable le plus rapidement possible et qu'il y a un long délai d'approbation et de décollage des ventes qui prend 5 ans sous le modèle de licenses. Nous croyons que le vrai problème émane de sa structure de coûts. La structure de capital n'est pas optimale en raison de la débenture à 12% qui gruge 600,000$ d'intérêts par année. Nous ne voyons pas comment l'entreprise peut devenir rentable à court terme à moins d'effectuer une restructuration de son personnel.

Ergoresearch Ltd.

Il faut applaudir le travail de M. Boucher depuis son arrivée en 2005, sa stratégie d'acquérir un réseau de distribution pour « forcer » la commercialisation de ses orthèses a permise de sauver l'entreprise de la faillite. Le chiffre d'affaires est passé de 787k$ à 15,498k$ entre 2004-2015, une croissance annuel composée de 21%, ajusté pour la dilution. L'entreprise perdait 340k$ en 2004 et en 2014 a dégagé un cash flow de 1.9M$ avant dépenses en capital et ajusté pour la royauté non-récurrente de 0.6M$. Le bilan est solide avec 7.9M$ d'encaisse. Cependant, en 2015 ce cash flow était de 0.4M$ et la décroissance continue en 2016. L'entreprise pourrait mieux communiquer en démontrant comment elle va relancer sa croissance. Elle parle d'un marché compétitif et en évolution (un peu vague), une imitation cosmétique de l'orthèse pour genoux (comment elle remédie à ce problème ?) et des initiatives opérationnelles à l'interne qui minent la croissance à court terme. Selon nous si la technologie de ERG au niveau de l'orthèse du pied était révolutionnaire elle aurait été adoptée à grande échelle, pas seulement par les cliniques détenues par ERG, mais aussi par les cliniques indépendantes. Nous avons des forts doutes sur le succès de l'acquisition de Victhom en 2012 qui ne semble pas générer suffisamment de royautés pour justifier le prix payé. Nous avons de forts doutes sur l'adoption de OrdA, l'orthèse pour genoux. Comme l'entreprise ne divulge pas les résultats de ce produit, il est difficile de l'évaluer.

©2008-2016, Tous droits réservés

L'entreprise a un désavantage concurrentiel car ses cliniques sont gérées par des orthésistes et non des podiatres, donc il faut obtenir une ordonnance avant de mettre pied dans une clinique de ERG ce qui ajoute une étape supplémentaire au patient.

TECSYS Inc.

Il est très difficile de comprendre et de vérifier les avantages concurrentiels d'un logiciel. Il faut presque l'utiliser soit même pour en être le juge. C'est pourquoi nous préférons des entreprises comme Constellation Software qui ont plus d'une centaine de logiciels différents. Le modèle d'affaires d'une entreprise de logiciels nous intéresse, car une bonne partie du revenu est récurrent (tant que le client utilise le logiciel), les barrières à la sortie sont élevées et le recours au capital pour croître est faible. Ce genre d'entreprise arrive parfois à générer de bons rendements sur l'avoir des actionnaires. Dans le cas de Tecsys, la performance économique n'est pas exceptionnelle. L'entreprise croît au rythme de l'industrie et pourtant elle a pénétré moins de 1% de son marché potentiel. Ajusté pour l'effet du taux de change, elle ne génère presque pas de profits car sa marge brute est très basse à 51%, surtout à côté d'un comparable canadien, Kinaxis, qui a une marge brute de 72%. Selon nous c'est potentiellement lié à un modèle axé principalement sur les services professionnels de consultation. Nous ne voyons pas comment Tecsys peut devenir un joueur dominant dans l'avenir basé sur sa croissance et surtout qu'elle rivalise avec de gros joueurs comme SAP ou Oracle.

H2O INNOVATIONS INC.

Tout comme un concessionaire automobile ne fait pas d'argent sur la vente de véhicules neufs, mais bien sur le service après-ventes, H2O ne fait pas beaucoup d'argent sur la vente de ses systèmes de filtration, mais bien sur la vente des pièces de rechange et produits consommables. Cette division est passée d'un chiffre d'affaires d'environ 5M$ en 2010 à 27M$ aujourd'hui. Avec un chiffre d'affaires pro-forma d'environ 80M$ aujourd'hui, dont plus de 60% vient de sources récurrentes, l'entreprise est dans une bien meilleure position qu'elle ne l'était avant la crise financière. Nous demeurons sceptiques au potentiel à long terme lorsque nous voyons de gros joueurs dominants comme concurrents (GE, Pall Corp, Evoqua). Rien n'empêche l'entreprise de demeurer rentable dans le futur ayant finalement atteinte une masse critique de revenus et une stratégie d'aller vers des sources de revenus stables et récurrents, mais nous ne voyons pas le jour où elle sera en mesure de générer un haut rendement sur le capital de manière persistente en raison de sa taille. H2O Innovations risque de devoir continuer de financer son programme d'acquisitions en diluant ses actionnaires. Malheureusement, ce sont les actionnaires des 10 dernières années qui ont vu leur investissement disparaître. L'investisseur du dimanche peut penser que H2O détient

©2008-2016, Tous droits réservés
Facebook: @gpsmedici

une technologie révolutionnaire, car c'est l'impression qu'on nous donne sur le site web de la compagnie. En réalité il est difficile, voir impossible, pour un investisseur-amateur d'évaluer la technologie sans à tout le moins discuter avec des gens qui oeuvrent dans le domaine.

Site Web Medici : http://www.gpsmedici.com
Page Facebook : https://www.facebook.com/gpsmedici
Conférence Medici, Mercredi 12 octobre 2016 : http://www.gpsmedici.ca/conference/



©2008-2016, Tous droits réservés
Facebook: @gpsmedici