

Currency Exchange International (CXI) – une opportunité d'investissement exceptionnelle



Par Ian McLean
1 avril 2023

- Prix en mars 2023 : 18 \$ - 19 \$ US
- Scénario plausible du prix en 2029 : 50 \$ US + (+17-18 % par année)

Currency Exchange International (CXI) fournit des services de conversion de devises. Ils font affaire avec une clientèle diversifiée composée d'individus, d'entreprises et de banques et offrent leurs services par l'entremise d'emplacements physiques et sur l'internet.

Ils ont deux divisions : les billets de banque physiques et les services de paiements (par exemple pour faire un paiement électronique d'un compte en dollars canadiens à un compte en dollars américains).

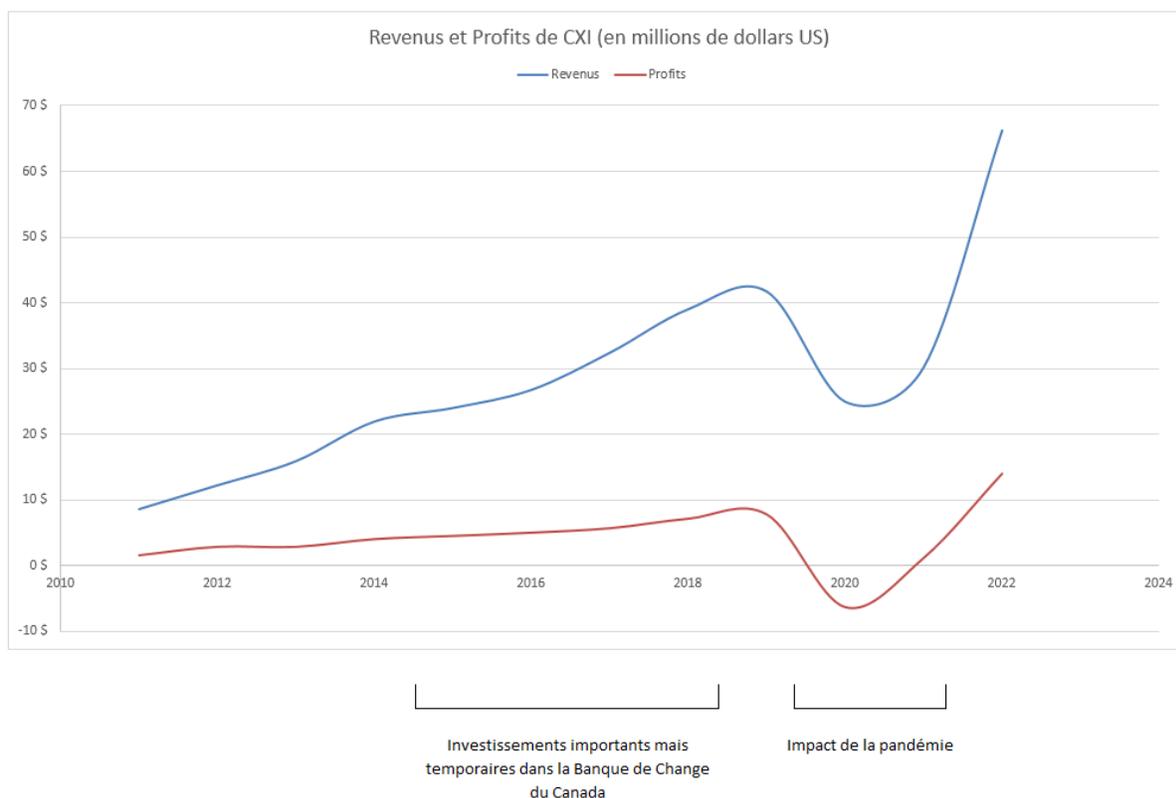
CXI est une entreprise en croissance. Avant la pandémie, l'entreprise avait obtenu une croissance moyenne de 22 % par année depuis qu'elle était devenue une entreprise publique en 2012. La pandémie a freiné cette croissance d'un coup sec mais elle est présentement de retour. Les ventes de l'année 2022 ont été 59 % au-dessus des ventes de 2019. Les voyageurs sont de retour et la division des paiements continue sa forte croissance (+66 % en 2022).

La haute direction détient 28 % des actions, dont la majorité est détenue par le fondateur, Randolph Pinna, un PDG exceptionnel, passionné par CXI et sa croissance. Randolph est très respecté dans l'industrie et il est très concentré sur la qualité du service à la clientèle. Les incitatifs sont très bien alignés avec les actionnaires chez Currency Exchange International.

Nous avons commencé à acheter des actions de CXI au début du mois de décembre 2022 à un prix avoisinant 13,75 \$ US. À ce prix, l'action de CXI se vendait environ 6X ses profits (valeur marchande d'environ \$89M US). Au 31 octobre 2022, CXI avait \$92M US en encaisse, une marge de crédit de \$28M US et aucune dette à long terme ; ce qui donne une encaisse nette de \$64M US.

Qu'est-ce qui explique cette situation ?

1. Entreprise publique de petite taille donc plus sous-le-radar.
2. Société cotée au Canada, une bourse moins suivie que celles aux États-Unis.
3. Beaucoup frappée par la pandémie / exposition à la reprise des voyages.
4. Le segment des paiements qui a une croissance explosive est devenu plus apparent dans les livres qu'au cours des derniers trimestres.



Les billets de banque (« banknotes ») – 79 % des ventes au 1^{er} trimestre 2023

Les billets de banque incluent le commerce de devises physiques pour les clients de détail et les clients institutionnels. Les revenus de ce segment sont principalement générés par les écarts de change.

La division pour les clients de détail comprend 38 kiosques d'échange (au 31 janvier 2023) dans des destinations touristiques à fort trafic, Online FX (commande de billets de banque en ligne) et des emplacements dans des aéroports sur une base de franchise. CXI possède également 4 coffres-forts (dont un temporairement fermé) et 797 emplacements de consignation où la monnaie est placée / conservée en consignation.

Du côté des clients institutionnels, CXI offre les services suivants à des banques et des institutions similaires :

1. Vente de billets de banque de diverses devises pour les institutions qui ont leurs propres coffres-forts et qui ont leurs propres services de devises.
2. Service complet pour les sociétés financières de petite/moyenne taille qui externalisent les besoins en devises (pour diverses nuances réglementaires) et achètent/vendent des devises directement auprès de CXI - ces clients achètent à des volumes inférieurs mais offrent des marges plus élevées.

Un des avantages concurrentiels de CXI vient du fait qu'il n'est pas un concurrent direct des autres banques, de sorte que de nombreuses banques de petite et moyenne taille ont tendance à choisir CXI au lieu de s'associer à des banques comme Bank of America.

Currency Exchange possède aussi une banque canadienne de l'annexe 1 qui s'appelle La Banque de change du Canada (« Exchange Bank of Canada »). Cette banque est une des rares institutions qui fait partie du programme FBICS (Foreign Bank International Cash Services) de la Réserve fédérale des États-Unis. Ceci lui permet de commander des nouveaux billets de banque directement de la Réserve fédérale sans passer par un intermédiaire. Cette capacité d'obtenir des billets de banque sans payer un intermédiaire est assez exceptionnelle et un avantage compétitif majeur pour CXI.

Au 31 janvier 2023, CXI faisait affaire avec 2 681 institutions et 16 567 emplacements institutionnels.

Dans la division des « banknotes », les ventes sont saisonnières et menées principalement par le trafic touristique. L'entreprise a été durement touchée pendant la pandémie. Avant le COVID, la société, qui était principalement une activité de billets de banque à l'époque, générait des profits de 7 à 8 millions de dollars US par année.

Il y a plusieurs aspects intéressants ici, qui indiquent que lorsque le nombre de voyageurs internationaux se rétablira (qui est déjà fait en début 2023), l'entreprise devrait non seulement revenir aux niveaux d'avant le COVID, mais très probablement dépasser les chiffres historiques :

1. Malgré une *possible* baisse progressive de l'utilisation des billets de banque, la société est solidement établie et a régulièrement augmenté sa part de marché avant le COVID. Malgré l'évolution vers les options de paiement électronique, il existe un important marché mondial des billets de banque. De nombreux fournisseurs traditionnels de billets de banque n'investissent pas dans l'activité ou en sortent, à un moment où les banques du monde entier externalisent la gestion des billets étrangers. Ceci est de bon augure pour CXI.
2. La pandémie a encore améliorée le positionnement concurrentiel de CXI car un grand concurrent (TraveleX) a quitté le marché nord-américain en avril 2020 en raison de ses problèmes de liquidité. TraveleX a généré environ 100 millions de dollars de revenus en Amérique-du-Nord avant la pandémie. La plupart de ses clients étaient des coopératives de crédit (institutionnel) et des aéroports (détail). Après la sortie, CXI a pu récupérer un grand nombre des clients institutionnels de TraveleX et cible aussi les emplacements des aéroports que TraveleX a délaissés via une structure de franchise. La société est déjà ouverte à JFK, Chicago O'Hare et Chicago Midway. Les revenus pour CXI dans les aéroports sont très élevés. Avec tout cela, l'entreprise a déjà élargi son nombre de relations avec des institutions de +22 % par rapport à l'avant-COVID. Cela indique une base commerciale sensiblement plus importante et suggère une amélioration des revenus une fois que l'international se normalisera. Voici une citation de Randolph Pinna durant l'appel conférence du 2^e trimestre de 2021 :

« Malgré le COVID nous continuons d'ajouter beaucoup de clients. Cela a été en partie alimenté par notre plus grand concurrent, une entreprise basée à l'étranger qui a chuté pendant la pandémie. Ils ont recapitalisé leur entreprise, mais la mise en garde avec le financement était qu'ils ont quitté l'Amérique (États-Unis, Canada et Caraïbes). Cela a contribué à alimenter

une croissance supplémentaire de la clientèle, ce qui sera très bon une fois que le monde rouvrira enfin. »

3. CXI a l'intention d'étendre l'activité des billets de banque à l'échelle mondiale en déclarant qu'après le départ/la réduction de plusieurs concurrents internationaux (HSBC, Bank of Ireland, TraveleX), un acteur mondial est nécessaire. Le principal catalyseur de cela a récemment pris vie – comme je l'ai mentionné, la société fait maintenant partie du programme FBICS (Foreign Bank International Cash Services) de la Réserve fédérale des États-Unis. Cela a pratiquement éliminé les coûts d'approvisionnement de l'entreprise, car elle devait auparavant s'approvisionner en devises auprès d'une autre banque payant des frais significatifs, mettre ces billets dans ses propres coffres, les traiter et les envoyer. Désormais, CXI pourra obtenir des devises directement auprès des banques centrales avec une livraison le jour même. Cela se traduit par des économies de coûts annuelles importantes. De plus, une telle approbation de la Fed s'est traduite par une crédibilité accrue et la capacité de s'approvisionner de nouveaux billets de banque pour lesquels il existe une forte demande mondiale. La société a l'intention d'attirer de nouveaux clients internationaux avec des volumes plus importants.
4. Au quatrième trimestre de 2019, CXI a fait l'acquisition de eZforex.com, une entreprise du Texas, qui fournissait des services de change à 236 institutions financières. Il est probable que les résultats potentiels d'eZforex ne se sont pas reflétés dans les performances de CXI durant la pandémie, mais le seront probablement maintenant que les voyages se rétablissent.
5. La société a mis en œuvre d'importants efforts de réduction des coûts pendant la pandémie. La rentabilité de 2022 a été supérieure à celle d'avant la pandémie. Il est fort possible que le levier d'exploitation sera désormais plus élevé suite aux gains d'efficacité.

À la fin mars 2023, la valeur marchande était maintenant de 121M \$ US. La division des billets de banque à elle seule peut justifier cette évaluation. On a même pas encore considéré la division des paiements qui est en forte croissance et le fait que CXI avait 100M \$ US en encaisse au 31 janvier 2023.

Les paiements – 21 % des ventes au 1^{er} trimestre 2023

La division des paiements est en forte croissance. CXI se concentrent sur les entreprises de petites et moyennes tailles qui sont généralement moins la priorité des grandes institutions bancaires.

Pour des entreprises qui achètent des matières premières en devises étrangères comme le dollars US, CXI offre une plateforme en ligne, un service de haute qualité et des prix compétitifs sur les virements/paiements inter-devises.

Le secteur des paiements est relativement nouveau pour l'entreprise. Il est basé sur un logiciel propriétaire créé par CXI appelé CEIFX qui permet aux clients de traiter les paiements internationaux, les billets de banque étrangers et les chèques étrangers sur la même plateforme.

Le logiciel fournit également les outils permettant aux clients de se conformer aux réglementations américaines et canadiennes sur les opérations de change.

Le PDG a souligné qu'une "sauce secrète" de leur logiciel est qu'il compile les données en direct, alors que la plupart des autres concurrents le font le lendemain. Cela réduit le risque que les limites de transaction aient été dépassées le jour d'avant.

Le secteur des paiements n'est pas exposé à la saisonnalité ou à la reprise des voyages.

Voici quelques aspects intéressants par rapport à la division des paiements :

1. Un des principaux catalyseurs de croissance récents a été l'intégration de CEIFX dans la plateforme de Fiserv Fedwire en juillet 2019. Fiserv est le plus grand fournisseur de logiciels bancaires de base aux États-Unis avec une part de marché de 37 % (en 2022).
2. Un autre catalyseur est l'intégration du deuxième fournisseur de logiciels de base - Jack Henry (16 % de part de marché en 2022).
3. En juillet 2020, CXI a acquis son homologue canadien de paiement Denarius, élargissant l'équipe de vente et ajoutant également 450 nouvelles entreprises clientes au Canada.

Les logiciels de paiement ont générés 12,4 millions de dollars US de revenus en 2022. Les clients sont apparemment assez collants. Compte tenu des nouvelles

intégrations de plateforme et de l'équipe de vente élargie, la croissance actuelle devrait se poursuivre dans un avenir prévisible. Bien que la rentabilité du segment ne soit pas divulguée, il s'agit d'une activité logicielle à fort levier d'exploitation qui devrait générer des marges d'exploitation importantes à grande échelle. Si la croissance actuelle se poursuit au cours des 2 à 3 prochaines années, le segment des paiements pourrait à lui seul atteindre un bénéfice d'exploitation de 5 à 10 millions de dollars. Aujourd'hui, les investisseurs ne paient rien pour cette option.

Conclusion

L'attrait de CXI découle de sa forte rentabilité, de son potentiel de croissance élevée, de son équipe de gestion exceptionnelle et de son évaluation d'aubaine.

CXI se concentre sur une clientèle spécifique et plus petite, qui n'est pas la priorité de concurrents tels que Bank of America et Wells Fargo. De plus, le vide laissé par TraveleX a créé d'importantes opportunités de croissance pour CXI.

La Banque de change du Canada (« Exchange Bank of Canada ») est l'une des rares institutions qui fait partie du programme FBICS. Cette capacité d'obtenir des billets de banque sans payer un intermédiaire est assez exceptionnelle, un avantage compétitif majeur pour CXI et apporte un important potentiel de croissance.

Investi à nos côtés en tant que premier actionnaire, le fondateur et PDG Randolph Pinna, à qui j'ai eu la chance de parler par appel-vidéo plus qu'une fois, est un gestionnaire exceptionnel et passionné.

Je continue à étudier notre placement dans Currency Exchange International. À date, je n'ai pas trouvé de faille et même au contraire, ma conviction devient de plus en plus forte.



McLean Capital inc.

4020 Le Corbusier, suite 200, Laval (Québec) H7L 5R2
450-937-9476