

Constellation Software et MTY – deux industries différentes mais des modèles similaires



Par Ian McLean
18 mars 2023

Qu'est-ce que Constellation Software et MTY ont en commun?

- Un focus sur les revenus récurrents (royautés pour MTY)
- Des rendements sur les capitaux élevés
- Des historiques de croissance exceptionnels
- Des perspectives de croissance excellentes
- Tous les deux sont des conglomérats décentralisés
- Leurs actifs sont « collants » (ça peut être difficile de changer de logiciel et MTY a des excellents emplacements et des chaînes qui ramènent continuellement des clients)
- Les deux ont souvent acheter des actifs matures (en léger déclin ou avec peu ou pas de croissance)

Qu'est-ce que Constellation Software et MTY n'ont pas en commun?

- Un est dans l'industrie sexy des logiciels et l'autre est dans l'industrie moins sexy des restaurants
- Un se transige à un multiple relativement élevé et l'autre à un multiple plutôt bas

MTY et Constellation Software sont tous les deux des entreprises qui ont des modèles décentralisés, des croissances très fortes, d'excellents rendements sur les capitaux et sont des business "collantes".

Les deux entreprises ont tendance à acheter des actifs matures et parfois avec peu ou pas de croissance. Tout de même, la rentabilité énorme de ces actifs leurs permettent de continuer à grossir la boule de neige avec d'autres acquisitions.

Une différence importante : l'évaluation du marché. Du côté de Constellation Software, l'évaluation du marché est généreuse, et ce, depuis longtemps. Par contre, du côté de MTY, je pense que l'entreprise mérite mieux.

Pourquoi l'évaluation de MTY est aussi basse?

L'industrie des restaurants n'est pas autant sexy que celle des logiciels et MTY est un peu plus en-dessous du radar comparé à Constellation Software.

Plusieurs analystes s'accrochent au fait que MTY ferme en moyenne 4 % de ses restaurants annuellement depuis 2017. Avant cette date, les fermetures étaient moins un enjeu.

Je pense que plusieurs des fermetures entre 2017 et 2019 provenaient de l'acquisition des 2 800 emplacements de Kahala Brands en 2016. Cette acquisition s'est quand même avérée bonne je pense, entre autres à cause de Cold Stone.

Pour ce qui est de 2020 à 2022, les résultats sont biaisés par la situation du COVID.

Si les fermetures de restaurants MTY depuis 2017 donnaient un signe que les franchises sont faibles ou que les franchisés sont en mauvaise posture, le test de 2020 aurait été plus difficile à traverser pour MTY. Non seulement ils ont passé le test, ils l'ont passé avec force.

De plus, ce qui est intéressant, c'est que si l'on compare les fermetures de magasin avec les pertes de clients chez Constellation Software (pour les années où ces chiffres ont été divulgués), on peut voir des tendances similaires. Cependant, cette tendance ne semble pas affecter l'évaluation de Constellation Software.

L'achat d'actifs matures (en léger déclin ou avec peu ou pas de croissance)

De la lettre de Mark Leonard, le PDG de Constellation Software, en début 2017 :

« Dans ma lettre de l'année dernière, j'ai expliqué que nous achetons parfois des entreprises en décroissance, et malgré la décroissance, nous nous attendons toujours à générer de bons rendements sur ces investissements. Les entreprises en croissance sont plus attrayantes pour nous, mais nous ne pouvons pas toujours acquérir suffisamment d'entreprises en croissance à des prix raisonnables pour investir la totalité de nos flux monétaires libres. Notre "meilleure prochaine" utilisation du capital consiste à acquérir des entreprises VMS en diminution qui atteignent ou dépassent encore notre taux de rendement minimal. Le mélange d'entreprises en croissance et en décroissance dans une seule entreprise crée un certain nombre de défis culturels et de gestion intéressants. Cela pourrait être un sujet de discussion intéressant pour les actionnaires à aborder avec notre équipe de direction lors de l'assemblée générale annuelle (AGA). »

Dans la même lettre, on peut voir que Constellation Software a perdu entre 3 % et 5 % de ventes à cause de la perte de clients à chaque année entre 2007 et 2016 (« attrition - lost customers »). Si je fais le parallèle avec MTY, de 2007 à 2016, en moyenne, les ouvertures de restaurants moins les fermetures en pourcentage du nombre de restaurants donne environ 0 %. De 2017 à 2022, la moyenne a été de -4 %. On parle de fermetures en pourcentage de tous les restaurants ; similaire à la perte de clients en pourcentage pour Constellation Software.

On peut voir que les deux entreprises se ressemblent : elles achètent tous les deux des logiciels / restaurants matures et ensuite prennent le cash flow de ces actifs pour aller faire d'autres acquisitions.

Si on paye 5X les profits pour un actif et que celui-ci a une durée de vie de 25 ans, cet actif pourra se payer lui-même en 5 années et pourra générer des flux monétaires supplémentaires pour les années 6 à 25. Avec ces flux monétaires supplémentaires et tous ceux des acquisitions précédentes, ce conglomérat d'actifs pourra rembourser ses dettes et faire des acquisitions de plus en plus importantes.

Conclusion

	MTY	Constellation Software
Croissance annualisé des revenus de 2011 à 2021	22 %	21 %
Source principale de la croissance	Acquisitions	Acquisitions
Croissance annualisé des bénéfices par action de 2011 à 2021	15 %	13 %
Flux monétaires / actifs tangibles (moyenne de 2017 à 2021)*	70 %	53 %
Équité / Dette (fin 2021)*	83 %	36 %
Perte de magasins en % / perte de clients en % (moyenne de 2007 à 2016)**	0 %	4 %
Multiple sur les flux monétaires libres des 12 derniers mois	13	30

* Pour MTY, l'actif tangible et le passif n'incluent pas les montants comptabilisés pour les loyers futurs (nouvelle norme depuis 2019).

** Mark Leonard a divulgué ces informations dans sa lettre parue en début 2017. Ces informations n'ont été divulguées pour les années suivantes.

Dans sa lettre, Mark Leonard mentionne aussi qu'il y a probablement un point quand un conglomérat devient d'une certaine taille et que les acquisitions deviennent généralement plus coûteuses. Je pense qu'à ce point, il est possible que MTY commencerait à obtenir des types de franchises avec plus de croissance organique. Pour l'instant, je crois qu'ils voient plus de rendement à acheter des actifs qui génèrent de gros cash flows et moins chers. Ils ont énormément de place à croître.