



**MCLEAN CAPITAL**



**Thèse  
d'investissement**

McLean Capital  
Janvier 2025



## Thèse d'investissement dans C-Com Satellite (CMI.V)

Achetez l'entreprise existante à un prix raisonnable et bénéficiez en prime d'une opportunité d'investissement dans une nouvelle technologie pouvant bouleverser un marché.

C-Com est un concepteur d'antennes satellite à usage commercial. Il s'agit d'une entreprise bien gérée qui présente un bilan particulièrement solide, caractérisé par une trésorerie abondante et l'absence de dettes. Elle dispose également d'un gros inventaire, car la nature de ces activités exige parfois de remplir très rapidement des bons de commande importants, en réponse à des catastrophes naturelles par exemple. À la fin du troisième trimestre, l'actif à court terme moins le passif total s'élevait à environ 23 millions de dollars canadiens (CAD), dont près de 17 millions de CAD en liquidités et en certificats de placement garanti. Par action, ces 23 millions de CAD se traduisent par une position d'actif net à court terme d'une valeur de 0,54 \$ par action. Comme le cours de l'action se négocie à environ 1,00 CAD, le prix par action de l'entreprise se négocie sous les 50 cents, ou 20 millions CAD.

Le modèle d'entreprise de C-Com est caractérisé par une volatilité des revenus, car les ventes ne sont pas récurrentes et les commandes importantes entraînent des fluctuations dans le compte de résultat. Cela dit, le PDG et important actionnaire, Leslie Klein, estime que le revenu net normalisé est de 2 millions de dollars. S'agissant d'une entreprise de propriété intellectuelle, elle possède peu de biens d'équipement, car elle délègue la fabrication des antennes à des tiers. Par conséquent, le flux de trésorerie disponible (FCF) est plus élevé que les bénéfices, en raison des faibles dépenses en capital. Pour votre référence, les bénéfices et le FCF ajusté de C-Com pour les 10 dernières années, en milliers de CAD, sont présentés dans le tableau suivant.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TTM	Average
Bénéfices	2,805	1,597	1,020	1,036	2,300	2,843	-95	1,423	1,140	1,673	1,987	1,782
Flux de trésorerie ajusté	2,587	2,275	2,161	1,811	3,512	3,285	-207	3,312	2,972	1,928	4,169	2,801

Pour tenter de saisir le flux de trésorerie disponible normalisé de C-Com, le chiffre est ajusté en retirant les investissements dans le fonds de roulement afin d'éliminer l'importante fluctuation des investissements dans l'inventaire, comme nous l'avons mentionné plus tôt. La moyenne ne tient pas compte des données de l'année 2020, car les résultats de cette année-là ne reflètent pas correctement la rentabilité de C-Com.

Ces mesures de rentabilité proviennent de l'entreprise existante de C-Com, à savoir la vente de grosses antennes satellite à usage commercial. Cette industrie a récemment souffert du fait que Starlink mange le déjeuner des sociétés de satellites (des partenaires de C-Com) et que C-Com ne peut pas vendre à des clients en Russie depuis le début de la guerre en Ukraine. Ces clients généraient des ventes récurrentes. D'autre part, grâce à sa situation financière solide et à la qualité de ses produits, C-Com gagne des parts de marché dans un marché en déclin.

Après avoir retiré sa position d'actif net à court terme de sa capitalisation boursière, C-Com se négocie à un multiple 11 fois les bénéfices ou 7 fois les flux de trésorerie ajustés. Il pourrait s'agir d'un prix juste pour ses opérations existantes. Notons que le surplus d'encaisse est présent depuis des années, laissant croire qu'il n'est pas disponible aux actionnaires. Il s'agit tout de même d'un coussin qui protège la valeur des actions. Cela étant dit, C-Com a développé une nouvelle technologie en collaboration avec l'Université de Waterloo : une antenne à guidage électronique (ESA) compatible avec la bande Ka. Cette antenne relativement peu coûteuse et personnalisable est très mince et légère. Cette puissante antenne est agnostique à la constellation de satellites<sup>1</sup>, un avantage majeur aux autres produits sur le marché. Cette nouvelle technologie est l'aboutissement de sept années de recherche, de développement et d'essais par l'équipe expérimentée de C-Com.

<sup>1</sup> L'antenne est compatible avec les constellations satellites GEO/LEO et MEO.



Cette antenne en bande Ka apporte l'internet haute vitesses aux véhicules en mouvement tels que les avions, les drones, les bateaux, etc. La bande Ka opère dans la fréquence la plus élevée des communications par satellite, offrant une vitesse de transfert de donnée considérablement supérieure.

Selon le PDG de C-Com, leurs ESA auront une marge bénéficiaire brute comparable à la marge brute historique de C-Com, de l'ordre de 50 à 60 %. Le composant de l'antenne qui a le plus d'impact sur le coût de fabrication est le prix du circuit intégré de formation de faisceau (BFIC), en d'autres termes, les puces : celles achetées par C-Com coûtent 10 \$ par puce, mais M. Klein espère pouvoir diminuer le coût à 2 \$ par puce avec leur nouvelle conception, un projet qui est en cours. Leur puce devrait être prête à être testée au cours du troisième trimestre de 2025. La nouvelle puce est, en soi, une réalisation technologique majeure et pourrait générer des ventes importantes. Par ailleurs, de l'intérêt pour acheter l'exclusivité de la fabrication de cette puce a déjà été manifesté. Si l'on considère que les ESA disponibles cette année sont composées de 500 ou 2000 circuits intégrés, cette économie de coûts aurait un impact significatif sur la marge brute et sur les ventes.

Les fournisseurs de services par satellite et les entreprises de défense font la queue pour tester l'antenne, ce qui témoigne de l'enthousiasme que suscite cette technologie dans l'industrie. Telesat, un important fournisseur de services par satellite au Canada, sera la première entreprise à terminer ses essais, et ce, avant la fin du mois de janvier. Les tests se déroulent sans problème et M. Klein est convaincu que les résultats seront satisfaisants. Lorsqu'ils seront rendus publics, le marché pourrait reconnaître le potentiel de cette antenne, dont la production de masse commencera au milieu de l'année 2025.

La capitalisation boursière de C-Com ne tient pas compte du potentiel de ses nouveaux produits. En conséquence, des acheteurs potentiels ont manifesté leur intérêt.

En achetant des actions de C-Com maintenant, vous achetez une entreprise qui a fait ses preuves et qui génère un flux de trésorerie considérable et vous obtenez, en prime, le potentiel du nouveau système ESA en bande Ka. L'opportunité d'achat a été améliorée par la dernière décision de C-Com d'arrêter son dividende, ce qui a fait baisser le prix de l'action. La génération de liquidités n'est pas en cause. Nous sommes de l'avis que cette décision est stratégique, car elle améliore la flexibilité de l'entreprise durant sa nouvelle phase de croissance.

Outre la croissance potentielle de la société, de nombreux catalyseurs peuvent se produire cette année, à commencer par le dévoilement des résultats de Telesat à court terme et les résultats des tests de conception des puces.

Le MTA est difficile à estimer, ce qui rend l'évaluation du juste prix des actions un jeu de devinettes. Si cette antenne suscite l'intérêt qu'elle mérite, elle pourrait être installée sur des milliers d'avions, de drones, de bateaux, de véhicules militaires et autres. Au fur et à mesure que les coûts de fabrication s'améliorent, je ne serais pas surpris que leurs antennes soient également disponibles dans les voitures.

Le [teaser](#) de C-Com sur sa nouvelle technologie indique que le marché de cette technologie d'antenne devrait atteindre 4 milliards de dollars dans les 3 à 5 prochaines années et plus de 17 milliards de dollars au cours de la prochaine décennie. En outre, le marché des BFIC est estimé à 2,2 milliards de dollars en 2020 et devrait atteindre 4,9 milliards de dollars d'ici 2031.

Le potentiel monétaire de ces nouveaux produits se chiffre en centaine de millions, alors que cette société se négocie à une valeur nette d'environ 20 millions de dollars. Il n'est pas nécessaire d'avoir recours à un modèle d'évaluation pour voir que le titre offre un rendement potentiel intéressant.