Be Rich Corp

Formation Case Studies

QUAD Graphics : un imprimeur aux US

Intervenant Serge Belinski

Un cas d'introduction en bourse complètement râtée

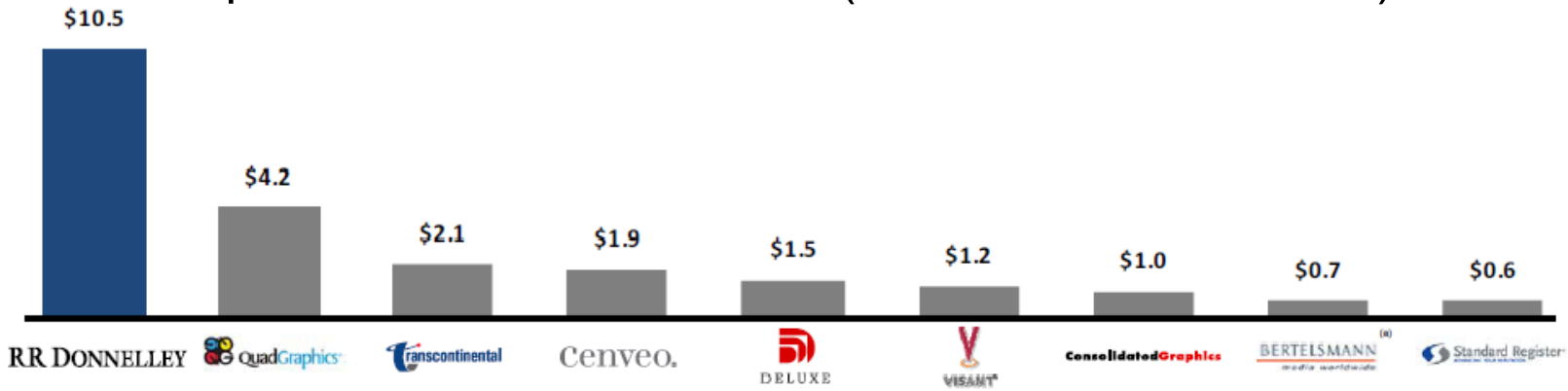
- QUAD, business familial, a racheté World Color Press (WCP), une société cotée en banqueroute contre ses actions et s'est retrouvée cotée mi 2010

- WCP était plus grosse que QUAD (mais moins rentable) et l'intégration a pris du temps : il y avait 51 usines pour WCP contre 15 pour QUAD

- QUAD a annoncé des objectifs ambitieux et ne les a pas tenus de manière instantanée, comme aime le voir Wall Street

La société 1/2

- Imprimeur, numéro 2 US et mondial en termes de volumes d'affaires, mais co-leader dans ses activités (RRD plus diversifiée).
- 2 acteurs profitables dans l'industrie (RRD investor relations)



Company	Digital Print	Commercial	Direct Marketing	MCR & Directories	Books	Forms and Labels	Financial Print	Statement Outsourcing	Global Packaging	Document BPO	Print Mgmt
RR DONNELLEY	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Quad/Graphics	■	■	■	■	■						
Bertelsmann	■	■	■	■	■						
Cenveo	■	■	■		■	■			■		
Transcontinental	■	■	■	■	■	■					
Vertis	■		■	■	■						
Deluxe Corp	■					■					
Merrill		■	■				■			■	
Standard Register	■	■	■			■		■			
Consolidated Graphics	■	■	■								
Workflow		■				■					■
DST	■							■		■	
Williams Lea								■		■	■
Xerox	■									■	
Pitney Bowes										■	
ADP	■						■			■	

La société 2/2

- Impression papier de catalogues, journaux, magasines, mails, livres depuis 1971
- Développement de solutions numériques (encore marginal)
- Des milliers de brevets pour les technologies d'impression en gros volumes (les machines de Quad peuvent imprimer 65000 pages par minute) et pour les solutions numériques
- Un moat phénoménal. QUAD est **incontournable pour les enseignes ayant besoin d'envoyer un grand nombre de papiers** :
  - Méthode propriétaire de regroupement des envois par destination et par agence postale -> **Obtention de discounts massifs** auprès de la Poste répercutés aux clients
  - Un effet réseau incroyable dans la plupart des Etats où ils sont
  - QUAD est le seul imprimeur à faire les tris chez soi -> plus gros discount pour les clients

Commentaires sur l'activité

- Activité déprimante, tout le monde sait que le papier est en déclin

- Les coûts fixes sont élevés, mais représentent moins de 20% du CA pour les 2 gros : secteur très fragmenté mais oligopolistique au niveau des profits. Tendance de consolidation, possible rationalisation des prix et marges (source RRD)

- QUAD a une culture d'entreprise forte : tous les employés, y compris le CEO, s'habillent de la même manière et sont encouragés à innover

Que disent les états financiers ? Le bilan au S1 2012

Actifs :

- Cash : $ 17,6 M
- Actifs courants : $ 965 M
- Actifs courants hors stocks : $ 713 M

Passifs :

- Passifs courants : 726,6 M
- Dette LT : $ 1 210 M
- **Valeur comptable tangible (VCT) : $ 500 M**

Bilan en apparence un peu juste, surtout pour un Grahamite :

- Quick ratio limite, juste en dessous de 1
- Dette LT / VCT > 2
- Mais : la société a un crédit revolver de 850 M non utilisé (augmente le Quick) et les maturités de la dette LT sont toutes après 2016
- La société a un taux d'intérêt de 5% seulement VS 7,5% pour RRD

Que disent les états financiers ? Résultat / FCF

- La société publie uniquement des pertes comptables
- **On constate toutefois des dépenses non cash importantes (D&A)**
- La différence entre les D&A et le capex total est phénoménale : la société génère en fait entre $ 150 M et $ 250 M de cash par an même dans la pire conjoncture
- La capacité bénéficiaire post-restructuration serait de 300 – 400 M par an
- On voit donc que le société peut parfaitement payer ses dividendes et que son ratio de payout normalisé est de 15% de la capacité bénéficiaire et 30% dans les pires moments
- A l'inverse du bilan, **le compte de résultats et le tableau des flux de Trésorerie semblent très bons**
- **Finalement, dette nette / EBITDA < 2,5 : le bilan est décent**

Rentabilité

- **Retour sur capitaux propres tangibles normalisé de 60%,** 30-50% en mauvaise conjoncture
- Les coûts fixes étant faibles pour les gros, le retour sur capitaux peut être augmenté en fin de vie
- 7,5 % de marge FCF normalisée, 3,5% en bas de cycle et tenant compte de la restructuration

- Note : Etant donné l'importance en valeur absolue des coûts fixes pour les petits acteurs, et la faiblesse de la marge FCF pour les leaders (5% pour RRD en normalisé), le terrain de bataille est dissuasif pour concurrent

Valorisation au T3 2012

- PE de bas de cycle de 3 environ, PE normalisé de 2

- EV ~ $ 1900 M
- EV/EBITDA ~ 4 (entreprise capex light)

- Rendement sur dividendes : 8%
- Ratio de payout : 15% en normalisé, 30% en pire cas

Pourquoi cette valorisation ?

- Secteur inintéressant et structurellement en déclin
- L'intégration de WCP prend du temps
- La société n'affiche pas de bénéfices comptables
- Le bilan a l'air bancal
- Beaucoup de faillites dans le secteur depuis 2009

Existe-t-il des catalyseurs à la hausse ?

- Réduction de coûts par intégration de WCP
- Consolidation du secteur (QUAD fait des acquisitions en payant de 1 à 3 fois l'EBITDA)
- Rationalisation des prix, fin des pressions compétitives
- Hausse des dividendes, possibles rachats d'actions (le payout est faible et la société avait déjà augmenté son dividende)
- Désendettement rapide

Que s'est-il passé ?

- Augmentation du dividende normal de 20% fin 2012
- Dividende exceptionnel de 12,5%
- Annonce d'un programme de rachat d'actions
- Acquisition de la société Vertis à 1x l'EBITDA
- Poursuite du désendettement
- Réalisation des synergies avec WCP
- Croissance du FCF

Que s'est-il passé ? 2/2

- Rendement > à 100% en un an dividendes exclus
- Rendement sur dividendes ~ 21,5%
- Et ce n'est peut être pas fini !
- Le tout sans avoir acheté au plus bas

Pourquoi vendre ?

- Ce n’est pas d’actualité pour le moment
- Mais nous restons vigilants vu le secteur d’activité, qui est tout sauf porteur !
- Nous suivons aussi la consolidation, les marges normalisées et le désendettement de la société

Ce pattern est-il reproductible ?

- On aurait pu formuler une thèse similaire pour RRD, mais le bilan était moins solide et la valorisation moins attractive

- Investir dans des sociétés en léger déclin peut s'avérer très profitable lorsqu'on paie des multiples faibles. QUAD m'a beaucoup rappelé la radio Salem Communications dont on parle sur le blog ou les journaux Gannett Inc en 2009 - 2010

- Investir dans des sociétés capables de se désendetter rapidement et cotées à 2-3 fois les profits peut être très profitable : si la société se désendette dans deux ans, vous récupérez un rendement locatif entre 33 et 50% par an !

- Attention : vérifiez que la société puisse assumer ses dettes et la prévisibilité des cash-flows