

L'INVESTISSEUR FRANÇAIS

© L'Investisseur Français, 2014. Réservé à un usage strictement privé. Toute diffusion ou reproduction est interdite. <http://linvestisseurfrancais.com>

En Aparté

Juin 2014

Serge, parle-nous un peu du portefeuille et des dernières opérations.

C'est le calme plat. Au risque de te décevoir, il n'y a pas grand-chose à raconter.

Tu te tiens à l'écart d'un marché que tu estimes trop chèrement valorisé ?

Non, je ne regarde pas ça. Le niveau du marché n'a aucun impact sur ma gestion.

Que penses-tu de tous ces gens qui prédisent une chute imminente des indices ?

Que ce sont les mêmes qui, il y a quinze ans, prédisaient une prospérité à toute épreuve. Les trois krachs boursiers en dix ans n'étaient pas prévisibles. L'inverse est tout aussi vrai.

Donc tu estimes que la configuration actuelle du portefeuille est optimale ?

Franchement pas. J'aimerais idéalement pouvoir arbitrer une partie de notre position Bank of America avec notre plus grosse conviction du moment, mais je suis retenu par la friction fiscale que l'opération implique. C'est assez frustrant.

Quel est le problème avec Bank of America ?

Il n'y a aucun problème avec Bank of America. C'est juste que nous avons trouvé mieux en termes de rapport rendement sur marge de sécurité.

Cette plus grosse conviction du moment, c'est Sears Holdings (SHLD) ?

Comment as-tu deviné ?

Parce que depuis des mois, tu en parles tous les jours du matin au soir.

C'est ça. Disons que je ne me souviens pas avoir jamais rencontré une opportunité si extraordinaire.

Sears est peut-être l'entreprise la plus méprisée de toute la cote américaine. Qu'est-ce qui t'emballe autant ?

La marge de sécurité : elle est si large qu'on gagne selon tous les scénarios. Pour te dire, on doublerait notre mise même en liquidant le business. Mais contrairement à l'opinion admise partout, je ne crois pas à la liquidation. Au contraire, je crois plutôt qu'on tient ici une entreprise qui sera bientôt incroyablement profitable. Notre mise, on ne la multipliera pas par deux, mais par cinq, dix ou vingt. Peut-être plus.

Quelle probabilité assignes-tu au risque de liquidation ?

Déjà, ce n'est pas un risque mais une opportunité. Si pour toi doubler son capital est un risque, c'est que tu dois être un investisseur très, très talentueux... Je peux fermer boutique et venir faire un stage chez toi. Plus sérieusement, je n'ai pas de probabilités. C'est inutile. Je suis confortable avec tous les scénarios.

Pile tu remportes deux fois ta mise, face cinq, dix ou vingt fois ta mise ?

C'est ça. Et même si je me suis trompé sur le scénario du pire - ce qui paraît impensable vu les faits sur lesquels je m'appuie - je ne perdrai pas d'argent. Il y a une optionalité fantastique. Encore une fois, je n'ai jamais vu ça.

Présenté ainsi, c'est vrai qu'on a déjà connu pire...

En fait, je ne sais pas si on a déjà connu mieux. La situation me rappelle un peu Apple en 2003, quand l'entreprise cotait sous son cash. L'optionalité était claire : au pire j'en tirais le cash, au mieux j'en tirais une continuité du profit. Dans les deux cas tout irait bien. Ici c'est pareil, mais en mieux.

Sauf qu'en 2003 Apple était profitable, au contraire de Sears qui perd \$500 millions par an.

Au niveau consolidé Sears perd de l'argent. Mais si tu prends les filiales individuellement, tu réalises que plusieurs d'entre elles sont très profitables.

Tu es sûr qu'on parle du même Sears ? Celui avec les magasins qui tombent en ruine, l'activité qui périclite et les cinq milliards de perte sur les trois derniers exercices ?

C'est parce que la plupart des gens voient Sears comme un détaillant, une chaîne de magasins. Mais pour moi c'est une holding. Ça ne s'appelle pas Sears Holdings pour rien je te signale. Il y a plusieurs entités très profitables. On les connaît moins que Sears & Roebuck ou K-Mart, parce que ces deux dernières sont les entités

opérationnelles avec pignon sur rue. C'est vrai qu'on ne peut pas en dire beaucoup de bien, mais pas non plus autant de mal que ce qu'on entend ou lit partout.

Peut-être. Enfin, il y a quand même un cash-burn incroyable !

C'est un cash-burn volontaire. A mon avis, les gens manquent ça.

Attends une minute: quel est l'intérêt de brûler volontairement le cash ?

Sears se rend très bien compte que son modèle de boutique est dépassé et ne peut plus fonctionner. Ils pourraient traire la vache à mort, tirer tout le cash possible, comme ils le faisaient avant 2009. Avec K-Mart ils tiraient quasiment un milliard par an. Aujourd'hui on ne pourrait peut-être pas en tirer autant, mais on pourrait quand même faire quelque chose de correct en minimisant les coûts, par exemple en réduisant les effectifs.

Tu ne réponds pas à la question. Pourquoi le cash-burn ?

J'y venais. Aujourd'hui on a une double structure de coûts chez Sears. Il y a les coûts normaux d'un retailer brick & mortar – les murs, les baux, les inventaires, le merchandising, etc. – et il y a les coûts engendrés par la mise sur pied d'un nouveau business.

Shop Your Way ?

C'est ça. Ce nouveau business est un réseau social dédié au shopping. C'est une sorte de Amazon, mais avec beaucoup plus d'interactions entre les utilisateurs, les influenceurs (des célébrités), Sears et les autres marchands. La mise sur pied à un coût, à commencer par l'architecture IT. Je te suggère d'aller visiter leur site. C'est très bien fait, la communauté est vibrante, et accrocher au concept ne prend pas plus d'une minute. Il y a eu quelques balbutiements au début, mais en l'état Shop Your Way est une vraie réussite.

Si je te suis, tu veux dire qu'on déshabille Pierre pour habiller Paul ? On laisse périchliter le brick & mortar pour concentrer les flux vers le nouveau business à fort potentiel ?

On fait même plus que déshabiller Pierre: on lui retire carrément la peau qu'il a sur les os. C'est pour ça que tu vois plusieurs magasins tomber en ruine... A côté de ça, on lève des liquidités en séparant les entités profitables hors de la holding. Tu as suivi les récents spin-offs de Lands'End, Hometown & Outlet, Orchard Supply, Sears Canada ? Sears a levé plus de deux milliards avec ces derniers. Les ressources sont dirigées soit vers Shop Your Way, soit vers le

rachat d'actions. On délaisse le business médiocre pour se réorienter vers le business avec de meilleurs retours sur capitaux.

C'est une sorte d'arbitrage opérationnel ?

Pas une sorte. C'est exactement ça.

Comment peux-tu être certain que Shop Your Way ait un quelconque potentiel ?

Je n'en suis pas certain mais j'y crois très fortement. Il y a au moins dix millions de membres qui achètent, participent et interagissent sur la plateforme. Le concept des points fait un tabac. Si tu regardes le nombre de transactions, Shop Your Way croit à un rythme de 20% par an.

Sauf que ce n'est pas profitable...

Pas encore, mais c'est normal: tout est réinvesti dans le business. Pour monter en puissance, un retailer doit faire des promotions: c'est ainsi que les gens s'inscrivent et s'engagent. Si tu regardes les prix sur Shop Your Way, tu réalises comme il y a beaucoup de promotions très agressives. Au stade où en est, on sacrifie les marges pour assurer la conquête. Les profits viendront après.

C'est une course de fond...

On sait tous qu'un retailer en croissance génère du revenu mais pas de profits. Regarde Amazon!

Trop facile. Quid de Wal-Mart, qui génère des profits et de la croissance ?

Pardon de te contredire, mais là c'est un mythe complet. Avant d'être cotée, Wal-Mart ne fonctionnait que sur de la dette. Alors oui, ils s'attendaient à ce que l'affaire paie un jour ou l'autre, mais Walton est resté presque dix ans en état de quasi-asphyxie. Dans sa biographie il te raconte bien l'angoisse quotidienne... Sa stratégie, c'était d'investir tout ce qu'il pouvait trouver, quitte à s'endetter jusqu'au cou, avec comme objectif d'atteindre une certaine échelle. Mais tu vois, malgré le succès des premiers magasins, il est quand même arrivé au point de blocage. C'est pour cette raison qu'il a listé Wal-Mart en bourse: il avait besoin d'un appel au marché. Autrement, il n'aurait jamais pu financer le développement de Wal-Mart tel que tu le connais aujourd'hui. Tu imagines les coûts ? Aucun créancier ne l'aurait suivi. Chez Sears ils font la même chose. Ils investissent massivement. C'est un pari sur le long-terme. Mais eux n'ont pas besoin de dette ni d'appel au marché: ils ont un extraordinaire bilan à monétiser. Toutes les ressources sont déjà là. Et cela semble porter ses fruits puisque Shop Your Way croit de 20% par an.

Une telle croissance, ça a un prix, mais personne ne remarque que Sears l'autofinance...

Puisqu'on en parle, que ferait Sears si Wal-Mart décidait de dupliquer le modèle de Shop Your Way ?

Wal-Mart est déjà en ligne. Ils proposent toute leur gamme de produits et de services mais ce n'est pas un réseau social façon Shop Your Way. C'est un modèle plus classique, à la Amazon. D'ailleurs c'est le retailer en ligne le plus profitable, et le numéro deux en terme de volumes. Shop Your Way est très différent: c'est basé sur l'interaction entre les membres et un système de points; c'est aussi ouvert à des marchands extérieurs; c'est un retailer open-source si tu préfères. Il y a aussi toute une gamme de services annexes, par exemple sur les livraisons, la maintenance, les installations, etc. Le service à domicile a toujours été le point fort de Sears. Donc on est sur deux registres très différents. C'est un peu comme si, en France, tu comparais Lidl et Printemps.

Il n'empêche qu'on pourrait facilement dupliquer le modèle de Shop Your Way. Les réseaux sociaux, en 2014 ça court les rues...

Sears fait \$40 milliards de chiffre d'affaires et possède des milliers de magasins très bien situés à travers toute l'Amérique du Nord. Ca, ça ne court pas les rues. Je ne sais pas si tu réalises comme le maillage géographique est extraordinaire. Quant à dupliquer un réseau social qui compte dix millions de membres et qui croit de 20% par an, essaie un peu pour voir: je te regarde. Si tu y arrives, compte sur moi pour investir avec toi.

Tu parlais du maillage géographique de Sears. Celui de Wal-Mart n'est pas mieux ?

Différent, celui de Wal-Mart est différent: leur modèle à eux, ce sont les supercenters situés en périphérie des villes. Le maillage de Sears est beaucoup plus dense. Peut-être qu'à l'avenir il sera moins dense, c'est même une certitude, mais la flexibilité n'en demeure par moins excellente: ils ont la possibilité de saturer à moindre coût parce que l'infrastructure est en place. C'est un avantage concurrentiel énorme, impossible à reproduire à moins d'avoir des dizaines de milliards et des décennies devant soi.

Revenons à Shop Your Way...

Tu te souviens de la friteuse SEB? Oprah Whitney a dit qu'elle adorait la friteuse SEB, et immédiatement les ventes ont explosé. Le bouche-à-oreilles fonctionne. La recommandation fonctionne. Cela crée tout de suite une relation de confiance.

Empaqueté en réseau social, c'est un excellent modèle d'affaires.

D'accord, mais cela suffira-t-il ?

Je ne peux pas prédire l'avenir. Je ne regarde que le présent. On a un modèle innovant, qui concentre sur une même plate-forme toutes les innovations liées au blogging, aux réseaux sociaux et au retail. Ce n'est pas encore déployé de manière parfaitement optimale, mais Rome ne s'est pas non plus faite en un jour. Sears en est conscient d'ailleurs. Ils viennent de recruter une nouvelle direction informatique. C'est très prometteur!

Ca, c'est toi qui le dit. Le marché, ainsi que les observateurs et les experts qui connaissent bien le retail semblent penser l'inverse.

Les experts pensaient aussi que Apple était fini il y a quinze ans, ou que Bank of America allait être nationalisée après la crise des subprimes. Ecoute, ce qu'on voit spontanément chez Sears ce sont les boutiques en décrépidité. Ce type de réaction écueurée est normal. De toute façon, pourquoi s'angoisser? Shop Your Way n'est qu'une call-option parmi d'autres.

Laissons SYW de côté alors. Tu vois quoi d'autre dans cette holding ?

Il y a Sears Re, qui comme son nom l'indique fait de la réassurance. Trois milliards de flottant libre qui rapporte 10% par an. Il y a KCD, l'entité qui regroupe la propriété des trois marques Kenmore, Craftsman et DieHard – rien de moins que les trois marques leader en équipements et outillages de maison et de jardin en Amérique du Nord. Ce business est en transition vers un modèle de licencing – les marges y sont beaucoup plus fortes. Avant la fusion de Sears avec K-Mart, un cabinet indépendant avait évalué KCD à cinq milliards. C'est un montant très conservateur: ils ont au moins dix milliards de ventes, or sur le marché privé une marque ne se vend pas à moins d'une fois ses ventes...

Attends une seconde : si j'additionne la réassurance et KCP, on en a déjà pour huit milliards. La capitalisation de Sears c'est...

Quatre milliards.

J'ai dû rater un épisode...

Je crois aussi.

Laisse tomber. Continue.

Il y a Shop Your Way. L'air de rien, ils sont déjà dans le top cinq des sites de e-commerce aux Etats-Unis. Les abonnés sont mieux ciblés que ceux de Facebook : leur monétisation est incomparablement plus efficace. Un

membre Shop Your Way n'a aucune raison d'être valorisé moins cher qu'un membre Facebook. Côté marges, Amazon (qui n'est pas profitable) s'échange à plusieurs fois ses ventes. Pourquoi n'en irait-il pas de même pour Sears? Théoriquement, si le marché valorisait Shop Your Way de la même manière qu'il valorise Facebook ou Amazon, la plate-forme devrait valoir au moins quarante milliards à elle seule.

Quarante milliards ? Dix fois la capitalisation de Sears ?

Tu n'y crois pas ? On peut procéder autrement. Shop Your Way fait environ vingt milliards de ventes. Le ticket moyen par client est de \$1000. Cela signifierait qu'il y a vingt millions de clients. Cela paraît énorme, mais n'oublie pas qu'il y a 300 millions d'habitants aux Etats-Unis. Bref, coupons la poire en deux et supposons qu'il y a dix millions de membres. Supposons aussi que le ticket moyen soit subitement divisé par cent – il passe de \$1000 à \$10. Capitalisé à dix fois ce qu'il rapporte par an, un membre de Shop Your Way vaudrait alors \$100. A ce tarif, le business vaut déjà un milliard.

Ce qui est bien avec toi, c'est que tu ne prends pas de risques avec ta valorisation : entre un et quarante milliards, il y a de la marge...

Ecoute, je ne suis pas devin. Si tu penses qu'il est possible de valoriser Shop Your Way plus précisément, apprends-moi. Dans l'immédiat, je suis confortable avec l'idée que l'entité vaut un bon milliard, possiblement quarante fois plus.

Gardons un milliard. Avec les entités réassurance et licencing, on a déjà neuf milliards de valeur intrinsèque...

C'est vraiment très, très conservateur...

Surtout qu'on n'a pas encore évoqué l'immobilier.

Tu regroupes SHC Realty, REMIC, les entités de développement immobilier, les datacenters et tout le reste. Tu prends ensuite la courbe de l'évolution des prix de l'immobilier aux Etats-Unis sur le dernier siècle : ils ont été multipliés par trente. A ce rythme, on se dit que le prix des propriétés foncières de Sears – je ne te parle pas des baux, mais des biens détenus en propre – vaut au moins cinq fois sa valeur d'acquisition... Ca nous laisse une marge de sécurité confortable.

Pourquoi cinq fois ?

Pour être prudent. C'est six fois moins que l'évolution des prix du marché. Et tout n'a pas été acquis il y a cent ans. Tu peux moduler si ca te chante.

D'accord, disons cinq fois.

Maintenant, regardons le bilan : la valeur des biens immobiliers de Sears est inscrite à six milliards. Il y a cinq milliards et demi de dépréciation cumulée. La valeur d'acquisition totale était donc d'environ onze milliards. Multiplie ça par cinq : tu obtiens cinquante-cinq milliards.

Cinquante-cinq milliards !

Reprends ton souffle... Tu veux un verre d'eau ?

J'additionne : trois milliards pour la réassurance, cinq milliards pour les marques, un milliard pour Shop Your Way, cinquante-cinq milliards pour le foncier détenu en propre... Soixante-quatre milliards, pour une capitalisation de quatre milliards !

Quand je dis que mon métier est facile, personne ne me croit... Tu vois qu'il n'y a pas besoin d'être intelligent, omniscient, malhonnête ou je ne sais quoi d'autre.

Serge, c'est impossible. Il y a quelque chose qui cloche avec ton histoire.

Sears a beaucoup plus d'espace commercial qu'une foncière comme Simon Property Group, qui capitalise cinquante milliards en bourse. De son côté, General Growth Properties, qui n'est même pas une foncière prime et dont les biens sont de qualité inférieure à ceux de Simon ou de Sears, capitalise vingt milliards. Tout le monde trouve normal que Sears cote douze fois moins que Simon et cinq fois moins que GGP. C'est plutôt ça qui cloche, tu ne trouves pas ?

Je peux utiliser ton téléphone ? Je dois appeler mon courtier.

Attends un peu, je continue : il y a les 51% de Sears Canada, et là c'est encore une histoire très spéciale.

C'est quoi l'histoire avec Sears Canada ?

En cédant un nombre très limité de ses baux – je te rappelle qu'un bail est une dette – SCC collecte plusieurs centaines de millions en cash chaque année. Et ce n'est qu'une toute petite partie de Sears, c'est juste les baux canadiens...

Si je comprends bien, Sears Canada échange ses dettes contre du cash ?

C'est ça. Tu peux aller voir ton banquier et essayer d'en faire autant.

Très drôle. C'est donc un bon indicateur de la qualité du patrimoine foncier de Sears n'est-ce pas ?

Tu comprends toujours aussi vite ?

Le coussin de liquidités est juste phénoménal ! Et encore une fois, je ne te parle que des baux canadiens... Souviens-toi quand Lou D'ambrosio parlait de \$20 milliards en valeur comptable... Il ne les a pas inventés.

Parle-moi un peu des autres activités de la holding.

Au point où on en est, pourquoi s'attarder davantage ?

Fais-moi plaisir : enfonce le clou.

Il y a Home Services et ses services d'installation, maintenance et réparation. C'est un très bon business, une cash-machine capex-light. Il y a le business de gestion de garanties qui a une dynamique à peu près similaire. Il y a Sears Auto Centers. Il y a d'autres choses. Je pense que tout cela a de la valeur, de l'ordre de plusieurs milliards, mais comme je suis paresseux on va tout compter à zéro.

Encore une fois, pourquoi le marché ne voit pas tout ça ?

Je ne peux pas te dire. Comme tu l'as remarqué, je n'ai fait que quelques additions, soustractions et multiplications. Si tu es fâché avec les maths, regarde : depuis 2010, ils n'ont vendu qu'une infime partie de leurs baux canadiens, et pourtant ils en ont tiré plus que la capitalisation boursière de Sears Canada ! Le total des ventes immobilières représente une grosse partie de la capitalisation boursière de Sears. Si à ces ventes tu ajoutes la capitalisation boursière de Sears Canada et Lands'End, tout le reste vient gratuitement. N'est-ce pas incroyable ?

Ce qui est incroyable, c'est que tu sois le seul à le voir.

Je ne pense pas être le seul à le voir.

Berkowitz l'a vu.

Oui, c'est sûr.

Tisch aussi.

Oui, Tisch aussi. Et si tu cherches quelqu'un qui connaît le retail et l'immobilier commercial américain, je ne vois pas grand monde de mieux placé que Tisch !

La famille Walton ? Mais attends une seconde, ils sont investisseurs dans ESL ! [NDLR : Le hedge fund de Eddie Lampert, CEO de Sears]

Tout à fait. On ne sait pas si ils y sont encore car il n'y a pas de disclosure au niveau des hedge funds. Mais comme on sait qu'ils investissent sur le très long-terme – tu sais qu'ils n'ont jamais cédé une seule de leurs actions Wal-Mart ? – à priori, ils sont toujours là...

Surtout si ils voient la même chose que nous...

C'est certain.

Il y a une opinion communément admise, c'est qu'un investissement dans SHLD équivaut à une call-option sur Lampert.

Pour moi c'est complètement faux. Même si je suis très content qu'il y ait Lampert.

Tu veux dire que même un sandwich au jambon pourrait gérer Sears ?

Pour assurer le développement de Shop Your Way, peut-être pas. Pour le reste, oui. La marge de sécurité est tellement large... Et puis la holding est structurée en bankruptcy remote. Les entités sont indépendantes les unes des autres. Si Sears & Roebuck et K-Mart font banqueroute, en fait on s'en fiche totalement. J'ai envie de te dire que si l'immobilier valait zéro et que tout dans la holding faisait faillite à l'exception du business de réassurance, on récupère quand même notre argent en trois ans et demi.

C'est stupéfiant...

Si tu prends et additionne la valeur des derniers spin-offs (Sears Canada, Sears Hometown & Outlets, Lands' End) tu obtiens un résultat équivalent à la capitalisation de SHLD, alors qu'en terme de ventes les trois entités représentent des cacahouètes à l'échelle de la holding. Ca aussi c'est stupéfiant. La marge de sécurité est criante ! Si tu ne la vois pas, je ne sais plus quoi faire pour toi.

Je vois, je vois... Justement, tu disais qu'à toi, la valeur de la holding t'avait sauté aux yeux lors de la récente cession de Sears Hometown & Outlets (SHOS)...

C'était flagrant. SHOS représentait moins d'un dixième des ventes, or elle fût cédée pour un milliard.

Que penses-tu de cette critique qu'on entend souvent, que Lampert est un gérant de hedge fund qui ne connaît rien au retail ?

Pour moi le retail c'est très simple : tu as un capex pour les murs, tu dois acheter l'inventaire, et tu marges quelques points au dessus. Typiquement on paie l'inventaire après l'avoir écoulé. Voilà, c'est tout. Le modèle en ligne est encore plus simple: le capex n'est pas pour les murs mais pour le système d'informations. Et un gérant de hedge fund peut être un excellent retailer : regarde Bezos à Amazon.

Parle-nous un peu de Lampert, même si pour toi il n'est pas « essentiel ».

Je pense que les chiffres parlent pour lui. Quand on compose le capital à 30% par an sur vingt ans, à priori, on est quelqu'un de sérieux et compétent. Il a beaucoup investi dans le retail au long de sa carrière, par exemple avec Gap ou Autozone. Le redressement d'Autozone, c'est lui. Si tu es actionnaire historique d'Autozone, tu es un homme riche, et c'est à Lampert que tu le dois.

Son track record dans le retail est superbe, c'est vrai.

Dans le retail et dans l'investissement tout court. C'est aussi l'un des meilleurs arbitragistes que j'ai jamais vu. A Goldman Sachs ils n'en revenaient pas, et pourtant ils en ont compté beaucoup dans leurs rangs, d'arbitragistes de génie. Et comme je te l'ai expliqué plus haut, tout ce qui se passe en ce moment à Sears, c'est de l'arbitrage – opérationnel plutôt que purement financier, mais la logique est la même.

Au niveau allocation du capital, tu as quoi à dire sur Lampert ?

Ca se discute. Tout n'a pas été géré de manière optimale. Il a quand même racheté autant d'actions qu'il a pu.

A deux ou trois fois le cours actuel... Pardon d'être cynique, mais on aurait pu s'attendre à mieux de la part d'un « arbitragiste exceptionnel ».

C'est facile après coup. La vision que Lampert a de la valeur n'est pas la même que celle du marché. Idem pour nous. Notre vision est plus proche de celle de Lampert. Que la valeur équitable de l'action SHLD soit supérieure à \$100 ou \$120 n'a rien de surprenant si tu te bases sur les éléments dont nous venons de discuter. Bref, nous verrons une fois la thèse réalisée. Le marché peut bien penser ce qu'il veut. A mon avis, les rachats seront relutifs à terme. Lampert n'est pas un idiot : il sait ce qu'il a entre les mains. John Malone n'a jamais acheté au plus bas non plus...

Sauf qu'avec Malone, on voyait bien la création de valeur, et le cours de l'action suivait. Tandis qu'avec Lampert, on ne voit rien du tout : pour les actionnaires historiques, c'est la stagnation...

Je ne suis pas d'accord. Sears réduit son endettement (plan de retraites compris) et rachète ses actions. Ils ont racheté un tiers de la capitalisation depuis 2007 ! Shop Your Way croît à une vitesse folle. Il y a une vraie création de valeur. Elle est juste occultée au niveau consolidé.

Peut-être, mais au niveau du prix de l'action on ne voit rien. Est-ce que Malone a déjà fait subir une période

de stagnation similaire à ses actionnaires?

Au début chez TCI, il ne se passait rien non plus. Il y avait en plus un réel problème d'endettement. Mais ne comparons pas des pommes avec des oranges. Le business de Lampert est beaucoup plus complexe que celui de Malone.

Mais avec plus de potentiel?

Incomparablement plus ! Il y a chez Sears une flexibilité financière unique au monde grâce à la somme des actifs monétisables.

Toujours au niveau allocation du capital, Lampert n'est-il pas bloqué par un risque réputationnel ? Je veux dire, n'est-ce pas difficile pour lui de dégraisser, de fermer des boutiques et de licencier par dizaines de milliers ?

C'est ce que Warren Buffett a dit. Je pense que Lampert n'aime pas licencier, en effet, mais ça ne l'a pas empêché de mettre le paquet ces derniers trimestres. Il a déjà laissé beaucoup de temps aux boutiques pour se retourner...

Justement, beaucoup de gens pensent qu'il s'est trompé ; qu'il voyait dans Sears et K-Mart un potentiel qui n'existait pas en réalité ; et qu'aujourd'hui Shop Your Way est une tentative de retournement désespéré...

Il a donné autant de temps que possible aux boutiques pour se retourner, mais il n'y a rien investi. C'est la preuve qu'il ne croyait plus au modèle... Par contre, quand tu vois les montants investis dans Shop Your Way... Comme disait Buffett, un chèque est ce qui sépare un engagement d'une conversation. Chacun peut spéculer comme il veut sur les intentions de Lampert. Pour ma part je me contente de regarder les faits : l'allocation de capital est pragmatique.

Tu crois vraiment que Lampert aurait pu laisser du capital tourner avec un rendement négatif, au seul nom de beaux principes, du genre sauver des emplois ? Tu appelles ça du pragmatisme ?

Je pense que oui. La preuve, il l'a fait. Même Buffett l'a fait à Berkshire.

A Berkshire, au début le rendement était médiocre, mais il était quand même positif...

Non, pas vraiment... Et chez Sears et K-Mart, il y avait aussi un rendement médiocre mais positif... Ils ne sont dans le rouge que depuis 2010.

Combien de temps a-t-il fallu à Buffett pour fermer les opérations textiles et

se concentrer sur des activités plus profitables ?

L'entité opérationnelle de Berkshire Hathaway a été fermée dans les années 80, plus de dix ans après l'acquisition de la compagnie par Buffett.

Enfin entre-deux, il avait déjà racheté des compagnies d'assurances...

Oui, mais l'activité textile était toujours là et continuait de drainer du cash. Tu comprends ? Il y avait des entités profitables, comme les assurances, mais au niveau consolidé Berkshire publiait tout sauf un résultat brillant... Ca te rappelle quelque chose ? Buffett a mis dix ou quinze ans à clôturer l'activité textile... Lampert a encore de la marge!

Je vois. A ce sujet, on lit souvent que Eddie Lampert serait le nouveau Warren Buffett...

On le lisait avant qu'il n'arrive à Sears. Aujourd'hui, ce qu'on lit souvent, c'est que Lampert est un crétin et un incapable. Et si vraiment tu voulais comparer Lampert avec quelqu'un, pour moi ce serait avec John Malone. Tous les deux procèdent de la même façon : beaucoup de spin-offs, du releveraging, de l'optimisation fiscale et un arbitrage permanent vers les activités à plus fort ROI. Endetter ses spin-offs jusqu'au cou pour lever des liquidités au niveau de la holding, c'est la méthode Malone... C'est ce qu'il a toujours fait chez Liberty. C'est aussi ce que Lampert fait à Sears. Avant de céder Lands'End, il endette l'entité à hauteur de \$500 millions... Puis il utilise les liquidités reçues pour d'autres investissements dans la holding... Ca représente plus d'un dixième de la capitalisation quand même ! Si ça, ça ne s'appelle pas créer de la valeur...

Pourquoi Lampert n'a-t-il pas endetté Sears Hometown & Outlets sur le même modèle ?

Il y a non seulement mis \$100 millions de dettes, mais en plus SHOS a émis des droits. C'est une recapitalisation qui a permis de lever \$400 millions en cash, utilisés ensuite pour repayer de la dette de SHLD. En fait pour Lampert c'est un arbitrage permanent en termes de ROI, entre réinvestir dans Shop Your Way, racheter des actions ou retirer de la dette. C'est ainsi qu'on crée de la valeur. Il s'agit de faire le bon arbitrage... Sur ce coup, je pense qu'avoir Lampert à la manœuvre est un sérieux atout.

Un catalyseur majeur pour révéler davantage la valeur de la holding serait de procéder à plus de spin-offs ?

Oui, par exemple la vente de Sears Canada.

[Annoncée cette dernière semaine, NDLR]

D'accord. Maintenant imagine qu'on procède aux cessions, et qu'on réinvestit le produit de ces dernières dans un business (Shop Your Way) qui reste déficitaire – car la sauce ne prend pas. Ce serait une monstrueuse destruction de valeur !

Les membres de Shop Your Way ont de la valeur : regarde DirectTV, Dish Network, Facebook ou LinkedIn. Shop Your Way croît de 20% par an. Il y a dix millions de membres, sûrement plus. Je n'appelle pas ça une destruction de valeur. Ce qui serait une destruction de valeur, ce serait de réinvestir dans le modèle dépassé des boutiques brick & mortar. Encore une fois, Lampert est rationnel : il arbitre vers les meilleurs ROI. Tout le monde lui reproche d'avoir laissé dépérir les magasins, mais c'était la meilleure chose à faire !

En fait, tu vois trois scénarios: une liquidation, un turnaround qui tourne bien, ou un turnaround qui tourne mal mais qui nous laisse cependant un réseau social avec des millions de membres dessus, soit un actif potentiellement monétisable sur le marché privé?

On peut dire ça oui. Mais ce qui me plairait le plus, c'est que la holding se sépare de toutes ses activités. Je voudrais qu'elle ne garde que Shop Your Way. Avec cette dernière, elle pourrait facturer à tous les marchands qui l'utilisent, y compris les entités opérationnelles Sears et K-Mart. Ils pourraient profiter des millions de membres et de l'infrastructure de Shop Your Way, et en retour Sears encaisserait les commissions. Ce serait un formidable relais de ventes, une sorte d'écosystème pour les retailers du monde entier. C'est un très bon business, à fortes marges et avec des retours sur capitaux monstrueux ! Regarde, SHOS et Lands'End rapportent à eux seuls presque \$100 millions par an à Shop Your Way. Tu réalises le potentiel ?

Dans ton scénario optimal Sears n'est plus un retailer, mais un réseau social ?

Oui, un modèle d'affaires hyper capex-light où tu perçois les royalties des autres retailers quand ils vendent par l'intermédiaire de ta plate-forme. C'est ce que j'appelle un super business.

Mais n'est-ce pas ce que Amazon fait?

Si, c'est le même modèle d'affaires. Mais l'offre de Shop Your Way est plus complète. Il y a toute la dimension Home Services, il y a les magasins, il y a le réseau social, le système des points, etc.

Sears vient de publier ses résultats trimestriels. Des évolutions, quelque chose à signaler ?

Non, mais puisque tu me tends la perche je vais en profiter pour casser un mythe. On a coutume de dire que Sears monétise ses meilleurs magasins, or c'est faux. Ils ont toujours 41 des 100 meilleurs emplacements commerciaux en Amérique du Nord. En 2007, ils en avaient 42. Les joyaux de la couronne sont toujours là.

L'approche est rationnelle : on cède les pires magasins mais on garde les meilleurs.

C'est ce qu'on attendrait d'un gérant de hedge fund, non ?

Peut-être. Rien d'autre ?

Rien de spécial. Ils continuent de repayer leurs dettes. Au niveau des résultats ils sont toujours dans le rouge, mais c'est parce qu'ils sont engagés à fond dans la stratégie de conquête de Shop Your Way. Les marges sont négatives car l'activité promotionnelle est trop intense. De toute façon, il y a une telle flexibilité financière au niveau de la holding qu'on peut continuer ainsi pendant des années, voire des décennies... Lampert attend peut-être que la planète entière soit membre de Shop Your Way!

Je vois qu'au niveau consolidé ils perdent \$400 millions. Combien reste-t-il de capitaux propres ?

\$1,4 milliard.

Donc la holding ne survit que parce qu'elle cède des baux et du foncier ?

La valeur des capitaux propres consolidés ne reflète absolument pas la valeur des capitaux propres réels.

Entre autres parce que l'immobilier est porté à sa valeur d'acquisition ?

Oui, aussi. Tu veux peut-être qu'on recommence ?

Ca ira. Je ne fais que remarquer qu'au niveau de la holding, on encaisse une perte sèche...

Au niveau des entités individuelles on réalise un profit. Lands' End est profitable, Hometown est profitable, Sears Re est profitable, KCD est profitable, l'immobilier rapporte des centaines de millions par an, etc. Toutes ces entités sont bankruptcy remote, c'est-à-dire qu'elles ne sont pas garantes de la dette obligataire de la holding. Comme Sears & Roebuck (dont dépend Shop Your Way) et K-Mart sont déficitaires, le cash généré se perd au niveau consolidé, pour les raisons que je t'ai expliquées. Mais en réalité chacune des entités peut tout à

fait fonctionner d'une manière autonome.

Il y a quand même un partenariat essentiel entre certaines d'entre elles ? Par exemple, entre SHOS (même post-cession) et SHLD, au niveau de la mutualisation des achats et autres ?

Effectivement, les marges de Hometown dépendent de la centrale d'achat de Sears. Ce qui me fait penser à quelque chose, toi qui tout à l'heure parlait de création de valeur qu'on ne voyait soi-disant pas : trimestre après trimestre, on note qu'ils rationalisent leurs achats et qu'ils réduisent leurs inventaires de \$500 millions chaque année. Bref, ils optimisent et réduisent l'intensité capitalistique du business.

Je vois. A côté de ça, plus Shop Your Way gagnera en échelle, plus il y aura de marchands extérieurs qui s'y impliqueront, et moins il y aura d'intensité capitalistique...

Tu vois quand tu veux !

As-tu une idée du temps nécessaire à la transformation ?

Pour moi, comme ça au gros doigt mouillé, il faut bien dix ans. Nous sommes plus proches de la fin que du début.

As-tu un exemple d'une transformation aussi radicale qui ait bien fonctionné ?

Berkshire Hathaway. Ou Apple. Leur offre était super mauvaise à l'époque. Le système était fermé et ne s'adressait qu'à une niche de clients. Ils ont dû se réinventer de fond en comble pour intéresser le grand public. En jouant aussi sur l'aspect communautaire d'ailleurs, avec les iPods, ensuite avec iTunes, etc. Avec Sears la transformation est plus longue : il y a beaucoup plus d'actifs, et la compagnie est bien plus grosse que ne l'était Apple à l'époque, même si ça fait sourire de dire ça aujourd'hui.

Une holding complexe et déficitaire qui se réinvente... Ca ne te fait pas aussi penser à General Dynamics dans les années 90 ?

Si, sauf que encore une fois le dossier Sears est beaucoup plus complexe. Chez General Dynamics on pouvait arrêter les contrats non-profitables du jour au lendemain, alors que chez Sears il y a des milliers de boutiques non performantes. Est-ce qu'on les arrête ? Est-ce qu'on les redresse ? Comment faire passer leurs clients à Shop Your Way ? Comment on optimise le patrimoine foncier ? Ce sont des problématiques complexes. Tu imagines le chantier auquel s'est attaqué Lampert ? C'est titanesque ! General Dynamics, il leur suffisait de couper à la hache dans leurs activités,

et de mieux se concentrer sur les contrats à fortes marges. Il n'y avait pas d'autres actifs que les intangibles.

Lockheed ou Northrop pouvaient récupérer leurs ingénieurs. C'était un savoir-faire reproductible. Alors que le parc immobilier de Sears ne peut passer comme ça à la concurrence...

En effet.

D'ailleurs, pour ces fameux baux : Sears trouve toujours preneur ?

Oui. Il y a des transactions tous les ans au Canada comme aux Etats-Unis.

A des prix que tu juges satisfaisants ?

Ecoute, ils bookent des gains très supérieurs à la valeur comptable. Donc, la marge de sécurité est là.

Beaucoup de gens ont voulu évaluer l'immobilier de Sears par le nombre de pieds carrés. Tu en penses quoi ?

Si tu regarde chez Simon ou GGP, tu peux voir à combien cote le pied carré d'immobilier commercial. Pour Sears nous allons dire \$100, afin de poser une décote significative (en réalité c'est nettement plus). Donc Sears a environ 200 millions de pieds carrés. Ce qui nous donne \$20 milliards. Encore une fois, il y a une déconnexion délirante entre la valeur que le marché assigne à la holding et la réalité de son patrimoine.

Comment l'expliquer ? A cause du pessimisme qui entoure la franchise retail ?

Je ne vois pas comment autrement.

Peut-être qu'il n'y a plus beaucoup de foncier à monétiser ?

C'est moins d'un cinquième du parc qui a été cédé. Peut-être même moins d'un dixième, c'est assez compliqué à estimer.

Pourquoi ?

Parce que tout l'immobilier de Sears n'a pas la même valeur.

Tu es aussi investi sur SHOS. Tu as quoi à en dire ?

Ce qui me plaît, c'est que c'est intrinsèquement un excellent business. Comme tous les franchiseurs à succès, la compagnie encaisse du cash dès qu'un magasin (le franchisé) s'ouvre. C'est l'inverse d'un retailer traditionnel, qui doit dépenser du capital pour ouvrir une boutique.

Sympathique.

Distribuer ainsi la franchise produit un flottant, comme chez une compagnie

d'assurance : les liquidités sont reçues en avance, et ce quel que soit le résultat opérationnel. Et qui a la charge de ce flottant ? Lampert. C'est d'ailleurs ce dont il se sert pour le programme de rachat d'actions de SHOS. Ils n'ont pas de dettes et le business produit plein de cash : la question n'est pas de savoir si ils vont continuer à racheter des actions, mais plutôt combien ils vont en racheter, et à quelle vitesse.

C'est tout ?

La plupart des boutiques sont situées en milieu rural. Le milieu rural aux Etats-Unis, c'est plutôt grand ! La compétition y est réduite. Et traditionnellement il y a un meilleur service chez Sears. La clientèle apprécie.

Tu es sûr que la compétition est réduite ? Et Home Depot alors ?

Ils n'ont pas le maillage de SHOS. Ni le même format. Ca n'a rien à voir. Home Depot, c'est un modèle de supercenters situés en périphérie, à la Wal-Mart. SHOS est plutôt dans les centres-ville. Les boutiques sont plus petites, et indépendantes.

Lampert est toujours actionnaire de SHOS à hauteur de 50%.

A hauteur de 70%. Il s'est renforcé récemment.

Si c'est un si bon business, pourquoi s'échange-t-il à six fois son profit pré-taxes ?

Il s'échange même à six fois son profit net de 2012. Le revenu a baissé en 2013, c'est vrai, mais SHOS est en restructuration : ils s'orientent vers un modèle de franchise à 100%. Disons qu'on achète dix fois le mauvais profit, six fois le bon profit, soit un rendement locatif entre 10 et 15%. Le bilan est blindé et les perspectives de croissance vertigineuses. Je te rappelle que la croissance n'est pas que rentable, elle est aussi gratuite – ce sont les franchisés qui la paient. SHOS ne fait qu'encaisser. Si tu préfères une assurance-vie contacte ton CGP. Moi, mon choix est fait.

Tu penses qu'on peut prudemment projeter une croissance ?

C'est certain ! Regarde, de nouvelles boutiques ouvrent continuellement. Les franchisés sont des entrepreneurs : ils ont tout intérêt à développer leur affaire ! Et il reste beaucoup de territoire à couvrir...

Lampert joue toujours le rôle d'allocateur en chef du capital ?

Bien sûr, mais tu sais ici il n'a pas grand-chose à faire. Le modèle

d'affaires est capex-light. A part les frais administratifs, il n'y a rien : tout est supporté par les franchisés. A quoi peut-il employer le cash produit chaque année, si ce n'est à racheter des actions ?

Ca s'annonce bien !

Mieux que ça !

Un petit bémol à propos des spin-offs de Sears : que penses-tu de la débâdada chez Orchard Supply Hardware ?

Quelle débâdada ? Orchard ne produisait pas de free cash flow et était surendettée. Lampert s'en est servi pour sortir de la dette de la holding. C'était très malin !

Tu veux dire qu'il a transféré la dette de SHLD sur Orchard, avant de céder cette dernière ?

Oui. Tu leverage le spin-off, et symétriquement tu déleverage la holding. Orchard était un business médiocre : l'occasion de s'en débarrasser était trop belle, surtout si on pouvait évacuer de la dette en même temps. Lampert ne s'en est pas privé.

La banqueroute était voulue alors ?

C'est ce que certains soutiennent, mais moi je ne le crois pas. Orchard avait un an et demi pour redresser ses marges avant que les échéances de la dette ne leur tombent dessus. Ils n'ont pas réussi. Le business a été liquidé.

Les actionnaires de SHLD ont reçu des actions Orchard au moment du spin-off. Ils ont donc été floués ?

Ils ont aussi reçu des actions préférentielles. Ils n'ont pas été floués puisque Sears a évacué de la dette au niveau de la holding. Il y a d'un côté une création de valeur, de l'autre une optionnalité. Si l'optionnalité marchait, c'est-à-dire si Orchard redressait ses marges, les actionnaires auraient gagné sur les deux tableaux : le beurre et l'argent du beurre.

Donc au final, on peut parler d'une opération à valeur neutre ?

T'as trouvé ça tout seul ? C'est pas mal.

A quoi peut-on encore s'attendre au niveau des cessions ?

L'entité de gestion des garanties. Sears Auto Centers aussi.

C'est un business genre Autozone ?

Oui, des centres de maintenance automobile. C'est un bon business, mais chez Sears c'est sous-exploité. Ils auraient tout intérêt à le céder à

quelqu'un comme Autozone justement.

Pourquoi est-ce mal exploité chez Sears ?

Sears est trop généraliste. Tu ne peux pas à la fois tout faire, et le faire bien.

Un peu trop facile comme excuse, non ? J'essaie de m'inscrire dans ta logique. Si Sears pouvait optimiser le business Auto Centers, c'est à dire si ce dernier se mettait vraiment à cracher beaucoup de cash, ils pourraient alors le céder en y attachant un maximum de dettes. La création de valeur serait importante.

Je ne peux pas te dire. C'est possible. Il y a plein d'alternatives. On peut procéder à un spin-off, leveragé ou non ; on peut vendre le business à Autozone ou à un autre ; on peut faire une joint-venture ; on peut tenter le redressement. Je ne sais pas ce que va faire Lampert. J'imagine qu'il lui est difficile de tout faire en même temps. Ce que je sais, c'est qu'il ira là où est le meilleur ROI.

Tu es down 20% sur ton investissement dans Sears. Ta foi n'est pas ébranlée ?

En comptant les spin-offs je suis légèrement positif. Mais même si ce n'était pas le cas, pourquoi le serait-elle ? Tu sais, j'ai acheté des actions Virtus Partners en 2009 à un tiers de leur valeur liquidative. La décote n'a pas empêché le titre de décliner de 50% supplémentaires dans les trois mois suivant mon achat. Trois ans plus tard, j'avais multiplié mon capital par dix-sept. Tu n'as pas tort ou raison parce que la foule est d'accord ou non avec toi. Tu as raison parce que tes faits sont exacts et ton raisonnement juste.

A propos d'opinion, Buffett préconise de toujours privilégier les situations simples aux situations complexes. Sears n'est-elle pas une situation complexe ?

Je gagne de l'argent même si tout tourne mal. Tu vois quoi de plus simple que ça ?

Je ne sais pas. Tu m'as épuisé. J'ai l'impression d'avoir couru un marathon.

Pourquoi ? On a juste fait quelques additions et soustractions.

Très drôle. Je t'aurai la prochaine fois.

Tu reviens quand tu veux.

**RETROUVEZ SERGE
SUR LE SITE DE
L'INVESTISSEUR FRANÇAIS**

(<http://investisseurfrancais.com>)