

L'INVESTISSEUR FRANÇAIS

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

Méthodes de Cow-Boy

Août 2014

***Nouvel Aparté : c'est le grand jour !
Heureux de vous retrouver Messieurs.***

Serge : Heureux de te retrouver Thomz.

Sylvain : Jeremy et moi sommes venus prêter main forte à Serge cette fois-ci.

Jeremy : On s'est bien échauffés avant. On nous a prévenu que tu étais du genre coriace.

Tu ne crois pas si bien dire.

Sylvain : Ces entretiens collectifs, c'est une très bonne idée je trouve.

Jeremy : Moi aussi. Je suis paré.

Serge : Tu verras dans deux heures, il t'aura épuisé.

Pour notre lectorat occasionnel, les présentations d'usage : à ma gauche Sylvain, analyste émérite et chargé des formations ; en face de moi Jeremy, autre analyste émérite et spécialiste mondial des avantages compétitifs (rires) ; à ma droite Serge, notre stagiaire.

Jeremy : Ah, mais on part d'emblée sur les chapeaux de roues !

Serge : Et à ma gauche Thomz, le comique de service (rires).

Sylvain : On avait dit qu'on resterait sérieux.

Vous avez plutôt intérêt à le rester oui, car c'est un Aparté marathon qui va suivre. Droit au but : vous avez tous un point en commun - en plus de compter parmi la prestigieuse équipe de l'Investisseur Français - c'est d'être des spécialistes de la galaxie Malone.

Serge : Il faudrait peut-être commencer par rappeler qui est John Malone ?

Voilà une excellente idée puisque, justement, ce numéro est un spécial Malone. Qui commence ?

Sylvain : J'y vais. John Malone, c'est l'entrepreneur et le capitaine d'industrie qui compose le capital de ses actionnaires à 30% par an depuis presque trois décennies.

Sans interruptions ?

Sylvain : Sans interruptions.

Jeremy : Il n'est pas surnommé le « Cable Cow-Boy » pour rien.

On y vient. Serge, on sait que Malone est l'un de tes entrepreneurs préférés.

Serge : C'est même mon entrepreneur préféré. Il y en a d'autres que j'admire beaucoup, mais la performance de Malone reste inégalée.

Parle-nous un peu de lui, de qui il est, d'où il sort.

Serge : C'est le roi de l'industrie du câble, qu'il a découvert à l'époque où il travaillait chez McKinsey. C'est là-bas qu'il a compris la mécanique financière de l'activité, et comment la sublimer. Ce qu'il y a découvert, c'est que la métrique-clé pour un opérateur de câble, c'est le revenu par abonné.

Quel scoop ! Sans blague ?

Serge (rires) : Comme je le répète tout le temps, il n'y a pas mille façons pour une entreprise de gagner de l'argent : elle doit couper ses coûts ou augmenter ses revenus, idéalement faire les deux en même temps. Dans le cas de Malone, pour te présenter le contexte, il

s'agissait d'effectuer des acquisitions pour d'un côté augmenter le nombre d'abonnés et de ventes, de l'autre mutualiser les infrastructures pour ainsi réduire les coûts.

Jusque-là rien d'extraordinaire.

Serge : C'est toujours la même histoire : il s'agit d'acquérir des opérateurs à des multiples raisonnables - Malone est un value investor né - et de devenir ainsi capable de proposer toujours plus de services à toujours plus d'abonnés, et ce en réduisant les frais. Si elle est faite à bon prix, une acquisition dans le câble est extrêmement lucrative. Malone a compris ça très tôt.

Une bête économie d'échelle...

Serge : Les meilleurs business sont souvent les plus simples. Regarde Wal-Mart !

D'accord. Ça, c'est pour l'aspect opérationnel. Mais la méthode Malone est surtout connue pour ses ingénieries financières complexes et ses montages peu orthodoxes...

Sylvain : Là aussi c'est assez simple, en dépit des apparences : Malone est un maître dans l'utilisation de l'effet de levier. Si il a toujours préféré utiliser l'argent des autres, c'est parce qu'il préfère payer des intérêts plutôt que des taxes [NDLR : les premiers sont déductibles des seconds]. C'est un subtil numéro d'équilibriste : s'endetter à cinq fois l'EBITDA, créer de la valeur et s'assurer que les intérêts annulent la taxation.

J'imagine que c'est aussi la raison pour laquelle il a autant recours aux spin-offs [NDLR : séparation d'une filiale de sa maison mère]?

Serge : Un spin-off est un excellent moyen de transférer du cash de l'entité cédée vers la holding en échappant à la taxation. L'activité devient une nouvelle compagnie à part entière, et au passage cette dernière te verse un dividende spécial. Du coup Malone peut procéder à un ré-endettement au niveau de la holding, pour faire une acquisition ou pour racheter des actions - typiquement il fait les deux. En clair, il ne loupe jamais une occasion de récupérer du levier, et il se sert des spin-offs pour ça.

Jeremy : A des conditions privilégiées qui plus est !

Pourquoi, plus tu fragmentes tes activités, plus tes créanciers te font confiance ?

Jeremy : Disons que tu peux endetter chaque entité selon des termes spécifiques. Tu gagnes beaucoup en flexibilité.

Serge : Par exemple, c'est très facile d'endetter Starz [NDLR : spin-off de Liberty Media, la holding de Malone] car l'entreprise est une incroyable cash-machine.

C'est brillant.

Jeremy : Oui, une fois que le cash remonte, il n'a plus qu'à l'allouer vers le meilleur rendement.

Sylvain : Parfois il fait tout en même temps : il réendette la holding, il fait une acquisition, et il rachète ses actions.

Les décisions d'allocation du capital au niveau de toutes les structures se font bien au sommet de la pyramide, par John Malone himself ?

Serge : Bien sûr ! Qui d'autre ? (rires) Sur le terrain, les opérations sont déléguées. Malone reste concentré sur ce qu'il maîtrise bien : la partie financière.

C'est un positionnement à la Warren Buffett chez Berkshire Hathaway ?

Serge : Exactement. Ou à la Eddie Lampert chez Sears Holdings.

Tu peux expliciter ?

Serge : Lampert a divisé Sears en trente entités opérationnelles indépendantes les unes des autres. Chacune concourt pour son attention et ses crédits. Il délègue la partie opérationnelle aux managers et se concentre sur l'allocation du capital : il se cantonne au rôle d'arbitre, afin de diriger le capital là où les retours sont les meilleurs. Lampert chez Sears ou Malone chez Liberty font la même chose que Buffett chez Berkshire. Si tu veux mon avis, ce n'est pas innocent.

Ils connaissent leur cercle de compétence, et ils s'y cantonnent.

"I'm no genius, but I'm smart in spots - and I stay around those spots".

Serge : Pour paraphraser Tom Watson, le fondateur de IBM.

Sylvain : On ne te savait pas si cultivé Thomz.

Je fais très bien semblant. Serge, tu nous avais expliqué ce concept de diviser ses opérations afin d'y arbitrer les flux de capitaux dans notre Aparté spécial Sears.

Serge : Je réalise qu'à l'époque nous avions oublié d'évoquer un point majeur, c'est que Lampert s'est vraiment mis à faire du Malone. Regarde, il a procédé à plusieurs spin-offs ces derniers mois : Orchard Supply Hardware, Hometown & Outlet, Lands' End... A chaque fois, il a endetté la nouvelle structure pour verser un dividende spécial à Sears Holdings. Et derrière, il renégocie son crédit et diminue son coût d'endettement, en réaugmentant parallèlement l'endettement total de la holding. Avec toute cette nouvelle liquidité, il se donne de la marge de manœuvre : il récupère du levier. Comme Lands' End est une excellente cash-machine, qui plus est en croissance, il n'a pas hésité à lui coller \$500 millions de dettes sur le dos ; une somme qu'il a immédiatement fait remonter à la holding. C'est du Malone tout craché !

D'autant que c'est toujours plus compliqué d'endetter une holding qu'une cash machine comme Hometown ou Land's End...

Jeremy : C'est clair. Les banquiers regardent les cash-flows : ils veulent s'assurer que tu seras capable de payer tes intérêts. Avec une holding c'est plus compliqué car ils sont en face d'une addition de participations.

Sylvain : C'est pour cette raison que Malone a procédé au spin-off de Starz. Il était arrivé à un point de blocage au niveau de sa holding [NDLR : Liberty Media]. Sur le coup il a même dépassé tous ses ratios d'endettement habituels, mais Starz est vraiment une cash machine hors-pair. Il pouvait se le permettre.

Si je comprends bien, Malone ou Lampert utilisent les spin-offs pour se financer ?

Serge : Ils utilisent de la dette pour se financer, et des spin-offs pour obtenir davantage de cette première.

Jeremy : Les spin-offs sont un moyen de créer une double, parfois une triple capacité d'endettement - au niveau du spin-off, au niveau de la holding, et au

niveau d'une des participations de la holding. Derrière ils peuvent redéployer le cash.

Une petite nuance quand même : la dette a un coût; Buffett utilise son float, et ça c'est de l'argent gratuit.

Sylvain : C'est vrai, mais ça n'a cependant pas empêché Malone d'investir à un rendement supérieur à celui de Buffett.

Serge : Un endettement bien utilisé peut créer énormément de valeur. C'est toi qui me parlais de Nicholas Howley chez Transdigm... C'est le même principe, lui aussi fait du Malone!

Enfin, si tu es actionnaire et que l'entreprise souscrit de la dette, il faut être certain que le capital se retrouve entre les mains d'un homme qui saura intelligemment en disposer...

Serge : Surtout d'un homme qui saura ne pas faire de bêtises (rires)!

J'en reviens à ma question initiale. Malone, Lampert, Buffett : même combat ?

Serge : Les similitudes sont fortes. Ils sont tous les trois des financiers de génie mais de piètres managers.

Sylvain : John Malone n'est vraiment pas le type de personnage avec qui les gens rêveraient de travailler sur le terrain...

On disait ça de Buffett aussi. Toi, tu en rêverais ?

Sylvain : Oui, parce que c'est un orfèvre de la finance. Mais sur le terrain les entreprises ont besoin de gens qui dynamisent les opérations, de meneurs d'hommes. Je suis entrepreneur, je peux te l'affirmer. Ce n'est pas nécessairement le rôle de Malone, qui au contraire aime bien rester en retrait. De son propre aveu, c'est pareil pour Buffett.

Serge : Et pour Lampert ! La presse ne manque jamais une occasion de rapporter l'imbuvable personnage qu'il est pour ses subordonnés.

Serge expliquait à l'instant comment Lampert avait divisé Sears en une trentaine d'entités qui se disputaient le capital de la holding, à la Berkshire. Est-ce pareil chez Malone ?

Sylvain : C'est beaucoup plus simple chez Malone. Il y a moins d'entités, et elles sont toutes très profitables, à part Charter qu'ils viennent d'acquérir.

Jeremy : Chaque entité est auto-suffisante au niveau du capital : il y a un profit à réinvestir, et ça s'arrête là. C'est pour ça qu'ils croissent de manière pérenne.

Serge : Pour compléter ce que dit Sylvain, Malone ne s'embête pas non plus avec des dizaines d'entités. Quand le prix de marché d'une participation dépasse sa valeur intrinsèque, ou si Malone peut faire un meilleur rendement ailleurs, il se sépare de l'entité, un point c'est tout. On est dans un registre différent de Buffett qui investit et garde « pour toujours », du moins en théorie.

Malone est davantage concentré sur les acquisitions que sur l'arbitrage en interne ?

Serge : Son objectif est d'augmenter la NAV par action.

Sylvain : Endettement, acquisition, intégration, restructuration si nécessaire, cession, rachat d'actions. C'est la méthode. Le « playbook », pour reprendre le terme de Malone.

Jeremy : Sans jamais manquer d'échapper à la taxation (*rires*) !

Justement, j'aimerais rebondir sur un point, un autre élément clé de la fameuse méthode Malone : ce qu'on remarque, c'est que Liberty ne reporte qu'un minuscule profit comptable.

Serge : Les dépréciations surestiment les sorties de cash réelles.

D'accord. Avec le décodeur ça veut dire quoi ?

Serge : Que les dépréciations sont des dépenses non-cash et qu'elles sont déductibles des taxes.

Laisse-moi deviner : du coup Malone déprécie comme une brute ?

Serge : C'est un euphémisme (*rires*)!

Jeremy : Si tu regardes bien, tu remarques qu'il ne rate jamais une occasion de passer une charge de dépréciation au bilan.

Je regarderai bien. Il déprécie quoi au juste ?

Serge : Les actifs d'infrastructure principalement. Tu sais, on peut amortir linéairement ou en accéléré. Je te laisse deviner quelle méthode préfère Malone.

Sylvain : Du coup il peut continuer à acquérir toujours plus d'actifs chez Liberty, car la taxation post-acquisition est réduite à peau de chagrin.

Jeremy : A chaque fois qu'il fait une acquisition, il diffère la taxation. Pour l'instant il arrive même à la différer ad vitam aeternam! C'est un véritable tour de force.

Tout ça c'est très gentil, mais ce petit jeu ne pas durer éternellement...

Serge : Il faudrait qu'il n'y ait plus rien à acquérir (*rires*)... Ce n'est pas demain la veille.

On comprend bien l'intérêt fiscal et opérationnel d'accumuler ainsi les dépréciations... Quid du rachat d'actions, l'autre pêché mignon de Malone ?

Serge : C'est un retour aux actionnaires fiscalement plus avantageux qu'un dividende.

Sylvain : Malone est peut-être le plus gros racheteur d'actions depuis Henry Singleton à Teledyne...

Singleton avait racheté près de 90% des actions de Teledyne.

Jeremy : Malone a racheté 60% du flottant de Liberty Media.

Le management de Qlogic en a racheté davantage je te signale...

Serge : Attends, il faut replacer les choses dans leur contexte. Si Malone ne faisait que du rachat d'actions, ce ne serait pas si impressionnant. Mais en réalité, il procède à des acquisitions en série, toutes à coup de centaines de millions, voire de milliards.

Jeremy : A ses débuts chez TCI il faisait presque une acquisition par semaine ! Quand tu penses aux montagnes de capital utilisées pour ces opérations de croissance, c'est juste incroyable qu'il lui en reste encore tant pour racheter ses actions !

Sylvain : Pour lui l'arbitrage est simple : soit il trouve des acquisitions relatives, soit il rachète des actions. Comme on l'a dit, il fait souvent les deux en même temps.

Le loup sort du bois... Il ne reporte pas de profit comptable mais génère suffisamment de free cash flow pour à la fois procéder à d'importantes acquisitions et racheter ses actions...

Serge : Oui, c'est extraordinaire ! C'est ainsi que tu réalises les fantastiques cash machines que renferment les holdings Liberty.

Je sèche quelque part : comment fait-il pour avoir de si spectaculaires profits cash malgré un business aussi gourmand en capital que le câble ?

Sylvain : Le câble n'est pas du tout un business capex-heavy. Une fois l'infrastructure en place, tu n'as plus qu'à rester tranquille et encaisser. Il y a un peu de maintenance de temps en temps, mais ce n'est rien de méchant.

Serge : Tout à fait.

Tu veux dire que seul le coût d'amorçage est élevé ?

Sylvain : Oui, et c'est un formidable avantage compétitif, car le coût d'amorçage fait office de barrière à l'entrée.

Jeremy : En revanche une fois que tu as sauté la barrière, tu te gaves (*rires*).

Sylvain : A fortiori si tu acquiers et consolides frénétiquement, comme Malone le fait.

Serge, je sens que tu as quelque chose à ajouter.

Serge : Oui, c'est la raison pour laquelle le ratio EV/EBITDA [NDLR : Entreprise Value/Earnings Before Interets, Taxes, Depreciation & Amortization] a du sens quand tu analyses un opérateur de câble, ou tout autre business où il n'y a que peu de capex. Sinon, tu sais quoi penser de l'EBITDA...

Du "bullshit earnings", dixit Charlie Munger.

Serge : Tu ne crois pas si bien dire.

J'en profite pour faire une digression technique à l'attention des plus chevronnés parmi notre lectorat: Serge, explique à nous autres simples mortels pourquoi l'EBITDA n'est valable que lorsqu'on étudie un business sans ou à faible capex ?

Serge : Si tu veux juger de l'efficacité opérationnelle d'un business, ce qui a du sens ce sont les bénéfices post-taxes post-intérêts, ou bénéfices cash. En clair, le free cash flow.

Jusque là je te suis.

Serge : Chez Malone c'est simple, il n'y a pas de taxes car les intérêts servent à les compresser à l'extrême. Donc, si on veut vraiment isoler l'efficacité opérationnelle de l'affaire, il faut se concentrer sur le revenu moins les dépenses opérationnelles. Le principal poste parmi ces dernières sont les dépréciations, une dépense non cash.

Donc là, tu as déjà neutralisé les intérêts, les taxes, les dépréciations et les amortissements de ton bénéfice et tu arrives à l'EBITDA...

Serge : Exact. Il te reste quand même à entretenir ton infrastructure : c'est ton capex [NDLR : Capital Expenditures]. Tu le soustrais à l'EBITDA, et alors tu obtiens le cash extrait des opérations après avoir dépensé ce qu'il faut pour maintenir l'activité : c'est ton free cash flow avant intérêts et taxes.

C'est très clair.

Serge : Si ton business est capex heavy, le capex ampute vraiment l'EBITDA. Un opérateur de câble à deux fois

l'EBITDA, ce n'est pas comme une mine d'or à deux fois l'EBITDA...

Pourquoi ? Il y a beaucoup de capex quand tu exploites une mine d'or ?

Serge : Oui, c'est énorme, typiquement en équipements et en coûts d'exploration.

Bref, le message c'est que dans le cas d'une mine d'or ou d'un business capex-heavy, l'EBITDA ne te dit rien sur la génération réelle de cash ?

Serge : Tout ça est dans ma formation. Je pensais que tu l'avais faite.

J'ai sauté quelques chapitres.

Serge : Je l'aurais parié.

Sylvain : Serge, souviens-toi que tu t'adresses à Thomz. Il sait déjà tout.

Excellente remarque Sylvain. D'ailleurs j'y pense, n'est-ce pas Malone qui a inventé ce ratio aujourd'hui universellement utilisé d'EV/EBITDA ?

Serge : Non, c'est Mario Gabelli, mais justement en analysant Liberty Media ! Il l'avait créé pour une bonne raison: analyser un business capex-light géré de manière exceptionnelle, pour te montrer comme le résultat net et le résultat cash n'avaient pas nécessairement grand chose à voir. A la suite de quoi d'autres ont récupéré ce ratio et l'ont présenté telle une formule magique.

Jeremy : Ce sont les banques d'investissements qui ont commencé. A coup d'EBITDA ils arrivaient à te vendre n'importe quoi.

Entre ça et le concept de valeur sur le marché privé, Gabelli a inventé pas mal de choses...

Serge : C'est un très bon investisseur et un superbe analyste. J'ai adoré sa thèse sur Gencorp.

Jeremy : Dommage qu'aujourd'hui son fond [NDLR : Gamco Investors] soit trop gros pour réellement performer.

Parlons un peu de Liberty Media, la holding de Malone. Il y a quoi là-dedans ?

Sylvain : Il y a Sirius XM [NDLR : les radios par satellite], il y a Live Nation [NDLR : billetterie pour les concerts et événements musicaux], il y a les participations dans Time Warner, dans Comcast, depuis peu dans Charter...

Serge : Que des bonnes choses, mais pour moi le principal intérêt de Liberty Media, c'est justement Charter.

Présente-nous le topo.

Serge : Charter est un opérateur de câble concentré sur le rural. Ils ont beaucoup investi dans l'infrastructure mais ils n'ont jamais pu rentabiliser cette dernière, car ils n'ont pas l'échelle au niveau des abonnés. Et puis Charter a toujours été très mal géré. Malone a commencé par prendre une participation, puis il a fait grossir cette dernière et il a fini par remplacer le CEO. Alors les choses se sont mises à changer. En fait Malone est en train de rejouer le coup de TCI. Il récupère l'opérateur au bord de la banqueroute, et il s'en sert pour consolider.

Pour nos lecteurs : TCI est le premier opérateur de câble qu'a dirigé Malone...

Serge : Juste après avoir quitté McKinsey.

Sylvain : Je poursuis ce qu'expliquait Serge : Charter a commencé faire des acquisitions, à ajouter des abonnés pour faire de l'échelle. C'est le schéma classique : avec l'échelle on augmente le revenu par abonné et on diminue le coût par abonné. Sur le coup la transformation est déjà bien amorcée : Charter fait des acquisitions de manière indépendante et ne peut que croître, car ils partent de vraiment tout en bas...

Objection : que réponds-tu à cette thèse à la mode qui pronostique la mort du câble ?

Serge : Veux-tu que je te dise ce que je pense des thèses à la mode ?

C'est à Sylvain que je pose la question.

Sylvain : Il y a des territoires où il n'existe aucune alternative au câble, surtout aux Etats-Unis.

Et le satellite ?

Sylvain : Pour le capter il faut au préalable installer une infrastructure au sol. C'est ce que font les entreprises de procurement [NDLR : en anglais dans le texte] qui travaillent pour DirecTV par exemple. Mais cela représente un coût énorme. Si tu ne peux pas distribuer ton service à des dizaines voire des centaines de milliers d'abonnés tout de suite, comme dans les grandes villes, ce n'est pas du tout rentable.

Et moi qui croyais qu'il suffisait de pointer une parabole à ta fenêtre...

Sylvain : Non, pas tout à fait (rires) ! En campagne, à part le câble, il n'y a pas d'alternatives low-cost. Regarde, même un abonnement DirecTV en ville te revient à \$99 par mois. Le câble est plus accessible, même en ville ! Les contenus sont peut-être plus variés avec

DirecTV, et la retransmission de meilleure qualité - c'est d'ailleurs ce qui fait que ça marche - mais tout le monde ne peut pas supporter le coût, a fortiori dans les zones rurales.

Y a-t-il des synergies qui se dessinent avec l'offre câble ? Un moyen de lever cette infrastructure ? [NDLR : l'Investisseur Français a déjà mieux mérité son nom, et prie le lectorat de bien vouloir pardonner cette barbarie conversationnelle]

Sylvain : C'est justement ce qu'ils veulent faire avec Charter, en proposant des offres triple play : télévision, téléphone, internet. C'est une offre en package que les opérateurs de câble font de plus en plus ces temps-ci, et qui leur permet de maximiser la rentabilité de leur infrastructure, mais mystérieusement Charter ne le faisait pas.

C'est un peu ce vers quoi tend Numericable en France si je ne m'abuse ?

Serge : Et comment ! Enfin, plus précisément, il faudrait dire Altice, qui est la holding de Patrick Drahi, actionnaire majoritaire de Numericable. Drahi est un copieur revendiqué de Malone.

Numericable est coté en bourse : tu as déjà étudié le dossier ?

Serge : Oui. Je trouve que les deals qu'ils font sont moins accréatifs que ceux de Malone. Récemment il y a eu l'acquisition de SFR, dont tout le monde a entendu parler. Numericable vient aussi de racheter Virgin Mobile d'ailleurs. Je te signale qu'Altice est également cotée en bourse, à Amsterdam !

Tiens, tiens... Comme Liberty Global a racheté Virgin Media...

Sylvain : L'idée c'est de faire des offres quadruple play : télévision, téléphone, internet, mobile. Je vais te surprendre : il s'agit de mutualiser les coûts d'infrastructure et d'augmenter le revenu par abonné.

Quelle surprise...

Serge : Trente ans que cela dure... Du capital toujours employé à la même chose, par les mêmes personnes, et qui en plus compose à 30% par an.

Il y a beaucoup à dire sur le sujet. Sylvain, tu investis dans la galaxie Malone ces temps-ci ?

Sylvain : Pas plus tard qu'hier. J'ai acheté du Liberty Global justement... J'ai fait comme Thomz !

Avec un temps de retard comme d'habitude ?

Sylvain : Comme d'habitude, mais chacun sait que Thomz a toujours un coup d'avance.

Finement observé. Serge, il faudra vraiment penser à promouvoir ce garçon.

Serge : Justement je pensais lui donner ta place (*rires*).

Sylvain : J'avais déjà acheté LMCA [NDLR : Liberty Media] au début du printemps. L'idée c'était d'investir dans la galaxie Malone sans nécessairement m'arrêter à une idée en particulier. Il y a trop de bonnes choses !

Rappelle-nous un peu : combien de temps cela fait-il que tu connais Malone ?

Sylvain : On est amis depuis un bail, d'ailleurs on s'est fait une bouffe ensemble hier soir.

Rappelle-nous aussi depuis combien de temps tu fais des blagues ?

Sylvain : Je m'excuse, c'était un moment d'égarement (*rires*).

Nos Apartés doivent respirer le sérieux.

Serge : Tu montres l'exemple d'une manière admirable Thomz (*rires*).

Sylvain : Pour en revenir à ta question, je connais Malone depuis l'année dernière, à l'époque où je tenais encore mon blog. C'est Serge qui m'avait mis la puce à l'oreille.

Je l'aurais parié.

Sylvain : (*rires*) Oui, c'était juste après le spin-off de Starz par Liberty Media.

Question : quand Serge t'a conseillé d'étudier Liberty Media, as-tu tout de suite compris de quoi il retournait ou bien t'es-tu demandé dans quel guépier tu venais de te fourrer ?

Sylvain : Je suis allé au plus simple. J'ai regardé Starz, qui était un business très facile à comprendre, nettement plus que Liberty.

Explique-nous ce qu'est Starz.

Sylvain : C'est un distributeur de chaînes de télévision aux Etats-Unis, que les clients achètent par bouquets.

Et c'est bien ça comme business ?

Sylvain : Ce qui est bien c'est qu'ils ont cinquante millions d'abonnés.

Cinquante millions ! Mais c'est hyper-compétitif non ?

Sylvain : Pas du tout. Il y a CBS, il y a HBO, et il y a Starz.

En deux mots, c'est quoi la mécanique du business ?

Sylvain : Je vais t'en boucher un coin (*rires*) : plus tu as d'abonnés, plus tu peux répartir les coûts d'acquisition des droits sur ces derniers, plus tes coûts de diffusion sont faibles, car tu as un plus grand pouvoir de négociation auprès des studios et des producteurs.

Nous sommes en terrain connu...

Serge : Malone est comme un bon banquier, comme John Stumpf de Wells Fargo : il fait toujours la même chose, c'est-à-dire la chose simple qui marche.

Et surtout il évite de faire des bêtises...

Serge : Comme un bon banquier... Quand tu as une formule qui marche, tu la reproduis sans t'amuser à dévier de ton cercle de compétence.

C'est une leçon valable pour tous les investisseurs.

Serge : A qui le dis-tu !

Sylvain, quand as-tu acheté Starz ?

Sylvain : Au moment du spin-off. La boîte cotait à dix fois son free cash flow. HBO et CBS cotaient au double.

Tu as estimé la décote par rapport aux comparables ?

Sylvain : Oui, et comme les profits des abonnements sont hyper-récurrents, je me disais que de toute façon dix fois le free cash flow ne pouvait qu'être un très bon prix.

On dit beaucoup que la télé telle que nous la connaissons est un modèle dépassé, que les gens la regardent de moins en moins, qu'ils privilégient le streaming sur internet, en utilisant Netflix par exemple.

Sylvain : Netflix existe depuis dix ans. Starz est toujours là et son nombre d'abonnés continue de croître, à un rythme d'à peu près cent mille par an.

Jeremy : Netflix est populaire mais ils ne gagnent pas d'argent.

Serge : Ils font quatre milliards de revenus mais il n'y a que très peu de free cash flow. Pour l'instant, leur idée c'est d'attirer un maximum d'utilisateurs, et ce au détriment de la rentabilité.

Comme Sears avec Shop Your Way !

Serge : (*rires*) Oui, exactement.

Sylvain : Netflix va devoir augmenter ses tarifs un jour ou l'autre si vraiment ils veulent gagner de l'argent.

Serge : Ils ont déjà commencé. Je voudrais rajouter quelque chose : les contenus diffusés sur les chaînes de Starz appartiennent à Starz. Ils n'appartiennent pas à HBO, ni à CBS ni à Netflix, mais à Starz. Tant que les gens veulent de ces contenus, Starz peut les monétiser. Ce n'est pas le même modèle d'affaires que Netflix.

Intéressant.

Sylvain : Sinon, en plus d'acheter des contenus Starz a aussi commencé à en produire. Pour l'instant ce sont des séries et des contenus exclusifs à Starz, mais à l'avenir rien n'empêche de les diffuser ailleurs, notamment sur Netflix.

Tout ceci est passionnant. Venons-en à toi Jeremy : comment s'est passé ton premier contact avec la galaxie Malone ?

Jeremy : Prêt pour une surprise ?

Serge, encore lui...

Jeremy : Bingo ! Il m'a mis sur la piste Liberty Interactive... Et comme je venais à peine de lire le chapitre sur Malone dans *The Outsiders* [NDLR : le livre de William Thorndike] et que le personnage m'avait beaucoup impressionné, je vais être honnête, j'ai acheté sans trop réfléchir ni étudier.

Attends une seconde, ça c'est un scoop : Jeremy, l'homme qui analyse tout ce qui bouge, tu as acheté une action sans même étudier le dossier ?

Jeremy : Tu ne vas pas mettre ça dans l'Aparté pas vrai ?

Bien sûr que non.

Jeremy : D'accord, alors j'avoue mon crime : j'ai acheté d'abord et j'ai fait l'analyse ensuite (*rires*). Mais cela a bien confirmé mon intuition initiale. Ce que j'aime beaucoup avec Malone, c'est qu'une fois qu'il a voté un plan de rachat d'actions, il le réalise, et il le réalise sans tarder, typiquement dans l'année. En fait, avec lui tout est écrit noir sur blanc : il suffit d'aller chercher l'information dans les rapports annuels. C'est pratique quand tu fais ta valorisation, parce que tu peux d'emblée prévoir le nombre d'actions qui vont rester en circulation.

Serge, toi qui suis Malone depuis des années, tu confirmes qu'il respecte toujours ses plans de rachat d'actions ?

Serge : Je confirme. Il dit ce qu'il fait et il fait ce qu'il dit.

Quel pourcentage du flottant ont-ils annoncé vouloir racheter à Liberty Interactive ?

Jeremy : 15%.

Sylvain : C'est à peu près ce qu'à racheté Starz l'année dernière [NDLR : 13%]. Comme l'a dit Jeremy, avec Malone tout est écrit noir sur blanc : pas d'entourloupes, tout est clair. Il suffit de savoir lire (*rires*).

Jeremy : En plus de ça, ce qui est formidable c'est qu'il t'explique très bien l'activité, les enjeux, les contraintes, les opportunités et les variables-clés à surveiller. Il te donne son plan d'action, mais il te présente aussi la big picture, comment évolue l'industrie, etc. C'est très transparent, très pédagogique.

Parle-nous un peu de Liberty Interactive. On sait qu'il y a plein de business là-dedans.

Jeremy : Le gros bloc, c'est l'activité de téléachat. Ce qui est amusant, c'est qu'ils ont le leader mondial [NDLR : QVC] et une participation à 30% du capital dans le numéro deux [NDLR : HSN Networks]. Ils occupent donc une position dominante dans l'industrie. Parallèlement ils se développent en Chine et en Europe. D'ailleurs ils arrivent en France l'année prochaine.

Je croyais le téléshopping complètement dépassé. Ça fonctionne encore ce business ?

Jeremy : Non seulement ça fonctionne, mais en plus ça continue de croître. Bon, c'est du 5 ou 6% par an, c'est gentil, mais il y a de vrais relais de croissance à l'étranger. Ils sont en Chine depuis à peine deux ans, et ils montent bien en puissance. Ils n'ont pas non plus peur de venir en France, alors que c'est un marché mature... Ils l'ont fait en Italie et ça s'est très bien passé.

Quel est leur avantage compétitif ? En quoi le téléshopping façon Malone serait supérieur au reste ?

Jeremy : Déjà, ce qu'il faut préciser, c'est que l'activité est vraiment capex-light. Si tu cherches du free cash flow, tu as sonné à la bonne porte. Et là tu as du free cash flow plus un rachat d'actions programmé, donc sans trop te mouiller tu sais que, a priori, les choses vont bien aller pour toi.

D'accord, mais si demain matin le business coule il n'y aura plus de free cash, plus de rachats d'actions et les choses ne vont pas si bien aller que ça.

Jeremy : Comme je t'ai dit, c'est un business en croissance. Ils sont notamment très forts dans la partie mobile et communautaire : ils savent s'adresser à des marchés de niche, avec des systèmes de recommandations intéressants. Tu as un préjugé négatif sur l'activité du téléachat, mais en fait

c'est une technique marketing bien rôdée : quand tu matraques les gens vingt-quatre heures sur vingt-quatre, tu finis par les avoir à la longue. Les ventes sont là pour le prouver. Le bon produit, le bon marché, la bonne formule... C'est capex-light, c'est tout ce que j'aime.

Admettons. A part le téléshopping, il y a quoi dans LINTA [NDLR : Liberty Interactive] ?

Jeremy : Beaucoup d'activités internet, en fait des sites communautaires de vente par correspondance : musculation, cartes de vœux, sports en plein air, fleurs, services aux professionnels de l'hôtellerie, time-sharing... A chaque fois, c'est du e-shopping à l'attention de marchés de niche.

Il y a des choses plus connues aussi...

Jeremy : Oui, c'est le dernier bloc : Expedia et TripAdvisor - et ça, ça parle à tout le monde j'imagine. TripAdvisor croît très vite, et plus ça se développe, plus l'avantage compétitif s'élargit, car reproduire la base d'avis et l'annuaire de prestataires devient chaque jour plus difficile. A part Google, je ne vois pas qui pourrait s'y coller.

Serge : Je m'étais vraiment tâté à acheter du TRIP [NDLR : l'action TripAdvisor] à vingt fois les free cash flows. C'était bien la première fois de ma vie que j'ai pensé acquérir une entreprise à un tel prix !

TripAdvisor est coté ? Je pensais que c'était une filiale de Liberty Interactive.

Jeremy : C'est coté oui. LINTA a un quart du capital mais les deux tiers des droits de vote. Ce que j'aime bien, c'est que l'activité de TripAdvisor est très complémentaire de celle d'Expedia.

C'est vrai, la synergie est parfaite...

Jeremy : Expedia est déjà le voyageur en ligne le plus connu. Tu y achètes ton vol, ton hôtel et ton séjour en package, habituellement en consultant les avis mis en avant sur TripAdvisor. Le business fonctionne bien : d'un côté, Expedia prélève des commissions sur les commandes. De l'autre, TripAdvisor charge des frais publicitaires pour faire remonter les avis favorables ou mettre en avant des offres bien précises. Et au sommet de la pyramide, Liberty encaisse (*rires*) !

Intéressant...

Jeremy : Entre QVC/HSN [NDLR : les entités de téléachat], Expedia/TripAdvisor et les divers sites de e-shopping, il y a beaucoup de bons business dans LINTA. Le potentiel est là.

Sylvain : Expedia a aussi une participation dans Voyages-sncf.com.

Ça alors ! Donc si un jour la SNCF décidait de procéder à un spin-off de Voyages-sncf.com, achetez-en autant que vous pouvez, John Malone est à la manœuvre !

Sylvain : Oui (*rires*), c'est un dossier à surveiller !

Jeremy : En France ils ont racheté La fourchette.com aussi. Ça semble marcher fort.

Pour valoriser LINTA, comment as-tu fait ? Tu as utilisé un multiple d'EBITDA ?

Jeremy : Oui, car là on est clairement en présence d'une machine à cash capex-light, donc EBITDA moins le capex te donne une idée assez précise du free cash flow. D'ailleurs c'est la norme en vigueur dans l'industrie. Après, c'est à l'analyste de prendre un peu de hauteur et de neutraliser les excès de confiance, mais globalement tu es dans les clous en faisant un simple EBITDA moins capex.

Sylvain : En plus les dépréciations et amortissements ne veulent rien dire chez Malone... Il structure toujours ses deals et ses résultats de manière à éliminer la taxation.

C'est ce que Serge nous expliquait tout à l'heure.

Sylvain : Ils font ça chez les trois Liberty [NDLR : Liberty Media, Liberty Interactive, Liberty Global].

On se penchera sur le cas de Liberty Global un peu plus tard. Jeremy, chez LINTA quel potentiel de croissance tu vois ?

Jeremy : Au moment de mon analyse [NDLR : publiée dans le club le 24 mai dernier] il y avait déjà une marge de sécurité de 30% environ. C'est correct mais pas fantastique. Disons que j'accepte une marge de sécurité plus faible si le capitaine du navire est excellent. Avec Greg Maffei [NDLR : le CEO] et John Malone [NDLR : le chairman], on a du personnel compétent à la manœuvre (*rires*). On sait qu'il va y avoir les rachats d'actions. L'allocation du capital est excellente, les activités capex-light, il y a un moat - notamment autour de TripAdvisor/Expedia... QVC/HSN va croître de quelques points par an... Je ne mise pas une croissance phénoménale, mais je suis tranquille.

Sylvain : Ne serait-ce que de racheter les actions sous la NAV créé énormément de valeur.

Serge : Je suis plus optimiste que Jeremy.

Pour moi la question n'est pas va-t-on avoir de croissance, mais combien va-t-on avoir de croissance?

Jeremy : Si ça bouge ce sera chez TripAdvisor. Mais ce sont surtout les rachats d'actions qui vont faire la différence.

Serge : Je n'en suis pas aussi persuadé que toi. Tu ne sais pas ce que Malone et Maffei vont faire. Ils pourraient tout à fait rejouer le coup Starz avec TripAdvisor : le céder, l'endetter, faire remonter un dividende spécial et réaliser une acquisition transformatrice pour LINTA, en plus de racheter des actions.

Sylvain : Il peut se passer plein de choses. Mais quoiqu'il se passe, ce sera des choses bien.

Jeremy : S'il y a de la croissance tant mieux, mais je ne parie pas dessus. Je reste avec ma marge de sécurité et mes rachats d'action. Le reste, c'est de la call-option.

A t'écouter, on devine que selon toi avec qui on investit est plus important que dans quoi on investit?

Jeremy : C'est tout à fait ça. Tiens, regarde Orchestra : super boîte, super prix, mais management peu scrupuleux qui tente de spolier le minoritaire avec une indécente offre publique de rachat : au final, nous avons bien fait le boulot, mais ça ne nous a pas empêché de nous faire flouer. [NDLR : au moment de l'interview, nous ne savions pas encore que l'AMF allait rejeter l'offre d'Orchestra]. On peut aussi citer l'exemple inverse : des business de très mauvaise qualité exceptionnellement bien gérés, où les actionnaires sont récompensés au fil des années. Le management est vraiment important, c'est quelque chose que j'ai compris récemment.

Idem. Quitte à parler de business difficiles mais exceptionnellement bien gérés, je pensais à Seacor Holdings et à son CEO Charles Fabrikant.

Serge : La marine, tu parles d'un business calamiteux au possible! Il n'y a pas pire, à part l'automobile peut-être. C'est capex-super-heavy, aucun pricing power, ultra-cyclique... Une vraie caricature. Mais ça n'a pas empêché Fabrikant de composer à 15% par an depuis une éternité !

Il fait un peu comme Malone si je ne m'abuse... Beaucoup de spin-offs, d'acquisitions en bas de cycle, de restructurations et de cessions en haut de cycle?

Serge : Il ne fait pas tellement de spin-offs. Il y en a eu un avec sa flotte

d'hélicoptères, mais c'est parce que le marché la sous-valorisait outrageusement dans la holding. Il devait être frustré, il l'a séparée. Non, lui sa spécialité c'est vraiment de gérer un portefeuille de business acquis tout en bas de cycle, à ras le plancher, quand toute la compétition est à genoux.

Comme Leucadia ?

Serge : Un peu comme Leucadia, mais avec des business d'une qualité encore pire que ceux que rachète Leucadia (*rires*).

C'est possible ça (rires)? Puisqu'on parle de managers exceptionnels, on a vu que Greg Maffei était le CEO de Liberty Interactive. Arrêtez-moi si je me trompe, mais il est aussi le CEO de Liberty Media ?

Serge : Absolument.

Sylvain : Maffei est le protégé de Malone. C'est son premier lieutenant, il est avec lui depuis le début. Tu sens qu'ils cultivent un certain esprit de famille... Quelque part, les actionnaires achètent Malone et sa capacité à former de superbes managers.

Un peu comme Serge chez l'Investisseur Français !

Sylvain : Arrête, tu vas le faire rougir.

Jeremy : Mais oui regarde, il est déjà tout rouge (*rires*) !

Sylvain, prends une photo !

Serge : Tu ne veux pas poser tes questions plutôt que de dire des bêtises ?

Toi qui est une encyclopédie vivante du capitalisme mondial, que penses-tu de Greg Maffei ?

Serge : C'est un excellent manager.

Mais encore ?

Serge : C'est l'ancien CFO d'Oracle, la seule mega-cap technologique à avoir eu une allocation du capital intelligente.

Sacré pedigree en effet. Il y était quand Oracle a fait l'acquisition [NDLR : extraordinairement accrétive] de Sun?

Serge : Non, sur ce coup ce n'était pas lui. Mais Oracle a toujours fait des acquisitions intelligentes, en plus de racheter ses actions.

Et IBM?

Serge : C'est relativement récent chez IBM, bien plus récent que chez Oracle.

Et Microsoft?

Serge : Pour eux, les rachats d'actions étaient carrément de la science-fiction il y a quelques années.

Et Hewlett-Packard ?

Serge : C'est à peu près ce qui se fait de pire en la matière (*rires*). D'ailleurs tu vois où ça les a menés.

Je plaisantais.

Serge : Venant de quelqu'un qui a investi dans Peugeot, je m'attendais à tout.

Pour l'instant j'ai fait +130% en vingt mois sur Peugeot. Et toi combien as-tu fait sur Sears ?

Jeremy : Messieurs, une seconde : je commande une bière et du pop-corn, et je m'installe pour le show. Si ça saigne, je ne veux pas en rater une miette.

Sylvain : Je mets un billet sur Thomz.

Jeremy : Spéculation hasardeuse Sylvain. La marge de sécurité est supérieure chez Serge je crois (*rires*).

Je n'ai peur de rien ni de personne.

Serge : On a remarqué ça. Comme le jour où tu as investi dans National Bank of Greece (*rires*).

J'ai fait ça moi ?

Serge : Oui, et là tu as perdu 97% en six mois (*rires*).

C'est curieux, je ne me rappelle de rien.

Serge : Attends, je vais retrouver les messages que tu postais sur le forum, et te rafraîchir la mémoire. Ton analyse de l'époque, c'était du solide.

De toute façon je vais couper toute cette partie à l'édition.

Sylvain : Nous rétablirons la vérité !

Ces provocations mesquines ne m'atteignent pas. Tout est public. J'ai déjà confessé sur le forum des Investisseurs Heureux avoir été une cloche.

Jeremy : Tu crois qu'ils ont attendu tes confessions pour s'en douter ?

Je crois qu'il est temps de recentrer cet entretien.

Jeremy : Je trouve au contraire qu'il prend enfin une tournure intéressante (*rires*).

Sylvain, tout à l'heure, tu nous expliquais avoir été introduit à la galaxie Malone via Starz.

Jeremy : Habile changement de sujet (rires)...

Sylvain : En effet. Mais l'action a pris 30 ou 40% dans les semaines qui suivirent le spin-off. Normal, Malone n'a pas attendu pour racheter les actions ! Comme du coup le prix était moins intéressant, je me suis intéressé à LMCA [NDLR : Liberty Media].

Liberty Media, c'est le donjon du seigneur Malone...

Sylvain : L'histoire est intéressante. LMCA est elle-même un spin-off de feu TCI, le premier opérateur de câble géré par Malone. A l'époque il avait issu des droits de souscription pour que les actionnaires de TCI puissent acquérir des parts de Liberty Media à la cession. Il a racheté tous les droits qui n'ayant pas été exercés, et c'est ainsi qu'il a pris le contrôle de LMCA...

A l'époque il avait volontairement complexifié la transaction... Il avait déjà une idée derrière la tête.

Sylvain : Il voulait le contrôle. Historiquement, LMCA c'est une collection d'actifs qui tourne rapidement. Il achète des business capex-light, parfois capex-heavy mais toujours en bas de cycle. Il les acquiert en pleine détresse, il les remet sur pied, puis il les revend.

Ça, c'est typiquement du Leucadia !

Serge : En fait non. Malone se borne à donner une échelle à ces acquisitions. Avant il y avait une infrastructure qui supportait mille abonnés ; après la même infrastructure supporte dix mille abonnés. Le revenu par abonné augmente et le coût par abonné diminue, c'est tout. Il n'a même pas besoin de restructurer. Chez Leucadia c'est différent. Pardonne mon Français, mais eux ils achètent des daubes en bas de cycle, qu'ils restructurent en attendant de les refourguer en haut de cycle. C'est un métier très différent. Ils sont bons dans ce qu'ils font, mais ça n'a rien à voir avec Malone.

C'est très clair. Sylvain, ta thèse d'investissement dans LMCA ?

Sylvain : Il y a Malone. Il y a une décote de 40% sur la NAV. What else ?

Serge : Attention, la décote de 40%, c'est en considérant qu'il redresse Charter.

Comment as-tu évalué la NAV ? En regardant les participations ?

Sylvain : Exactement. Je me suis quand même assuré que ces dernières n'étaient pas absurdement valorisées. Par exemple Sirius à quinze ou vingt fois son free cash flow, ça me paraissait tout à fait décent.

Quinze à vingt fois le free cash flow ? Mais c'est hors-de-prix !

Sylvain : Vu la croissance du business ? C'était cadeau au contraire.

Et Charter ?

Sylvain : Je l'ai valorisé à l'aide des comparables. Il fallait regarder la valeur d'un abonné chez les concurrents, typiquement en divisant le revenu total par le nombre d'abonnés.

Et le reste ?

Sylvain : Il y a une équipe de baseball dans Liberty Media, les Atlanta Braves. Je l'ai également valorisé à partir des comparables, en étudiant l'historique des transactions dans l'industrie.

Si je ne me trompe pas les ventes ont explosé depuis que Malone a repris le contrôle des Braves ?

Sylvain : Oui, il a rationalisé et réorganisé le tout. Il y a aussi LiveNation, qui agrège les communautés de fans et leur vend des places de concert. Je l'ai valorisé par le free cash flow, en assignant au business un multiple de dix plutôt que quinze ou vingt, car l'activité est mature et, a priori, on ne pourra pas vraiment faire de croissance sans rachats d'actions.

Serge, si demain les taux remontaient, les business matures se négocieraient-ils plus cher ou moins cher ?

Serge : Moins cher.

Pourquoi ?

Serge : Mets-toi à la place d'un institutionnel. Si je peux investir à un taux sans risque de 3%, j'accepte tout à fait d'avoir en portefeuille un business mature qui tourne à 7% de rendement annualisé. Si en revanche mon taux sans risque remonte à disons 6%, je ne vais pas prendre un risque pour 1%, à moins d'être convaincu par un sensationnel potentiel de croissance. Quitte à prendre un risque, j'exigerais plutôt un business qui tourne à 10 ou 12%.

Serge vient de nous expliquer pourquoi le marché actions allait chuter le jour où les taux d'intérêts monteront.

Serge : N'allons pas trop loin : ce n'est pas non plus une science exacte. Il y a quinze ans les mêmes institutionnels étaient prêts à prendre un risque insensé pour un rendement négatif. Il y a cinq ou même trois ans, ils n'osaient en prendre aucun même pour un rendement de 40% par an (rires).

Nous avons parlé de Liberty Media, de Liberty Interactive, mais pas encore de Liberty Global...

Sylvain : Des trois, c'est celui que je préfère.

Jeremy : Moi aussi. C'est la call-option Malone ultime.

Sylvain : Malone a récemment dit que c'est dans Global qu'il voyait le plus de potentiel de croissance.

Je suis tout ouïe.

Jeremy : C'est la méthode Malone, mais appliquée à l'Europe.

Sylvain : En fait c'est un remake de TCI. L'industrie du câble aux Etats-Unis est mature à présent, mais en Europe tout reste à faire : la consolidation vient à peine de commencer. L'opportunité est extraordinaire. Malone sait comment la saisir. Il a le « playbook ».

Tu veux dire que c'est l'occasion d'acheter un baby Liberty Media ?

Sylvain : Plutôt un baby TCI. Liberty Media est diversifié, alors que Liberty Global est concentré sur le câble.

Présente-nous la bête en une phrase.

Sylvain : C'est un opérateur de câble leader dans dix des douze pays où ils sont présents, principalement en Europe du Nord.

Il vient d'y avoir un très gros deal avec Virgin Media...

Serge : Oui, Liberty l'a racheté pour \$16 milliards.

Jeremy : Pour l'instant, le rythme c'est un gros deal par an. Liberty Global a aussi acquis Ziggo aux Pays-Bas, un marché de duopole comme l'Angleterre avec Virgin et British Sky Broadcasting.

Pas de surprise : la stratégie, c'est de racheter puis de consolider.

Sylvain : Comme d'habitude. Localement Liberty Global est souvent numéro deux, mais si tu remontes au niveau global - ils n'ont pas choisi ce nom pour rien - ils comptent plus d'abonnés que quiconque ! L'entreprise est vraiment en position de force pour conquérir l'Europe. Ils vont rejouer ce qu'ils ont fait aux Etats-Unis.

D'où est supposée venir cette fantastique croissance dont vous parlez ?

Sylvain : Il y a sept mille opérateurs de câble en Europe ! Sept mille !

Largement de quoi consolider...

Sylvain : Tu l'as dit ! Et ce n'est pas tout : ils vont racheter pour \$3,5 milliards de leurs actions cette année.

Ils ont plus que doublé le plan !

10% de la capitalisation actuelle...

Sylvain : C'est trop beau pour être vrai, et pourtant ça l'est.

Quid du régulateur ? Laissera-t-il faire ? On sait qu'il est nettement moins commode en Europe qu'aux Etats-Unis.

Sylvain : C'est vrai, mais Malone est très proche du régulateur. D'ailleurs il a un bureau à Bruxelles.

Serge : On peut aussi ajouter qu'historiquement, il a toujours su bien anticiper les contraintes légales et juridiques. On peut même avancer que c'est sa spécialité, en plus de l'ingénierie financière. Par exemple, c'est en anticipant une nouvelle régulation anti-trust qu'il avait scindé TCI en deux parties, émis des droits sur l'une d'entre elle avant d'en prendre le contrôle et de la renommer Liberty Media. Que je sache, la manœuvre n'a pas été au détriment des actionnaires (*rires*).

Jeremy : Global rachète les opérateurs profitables. Ceux qui sont trop petits pour l'être [NDLR : profitables] vont disparaître ou être absorbés. Bientôt Malone sera le seul à négocier avec le régulateur. Les prix pourront se rééquilibrer : l'industrie va se rationaliser. C'est le playbook habituel.

Intéressant...

Sylvain : Je te donne un exemple contemporain : tu as entendu parler de la fin du roaming en Europe ?

Oui, mieux vaut tard que jamais.

Sylvain : Que fait Malone ? Il ajoute une corde mobile à son arc et rachète Virgin Mobile à peine l'annonce faite. Son plan, c'est de développer un opérateur à l'échelle de l'Europe, alors qu'autrefois [NDLR : et même aujourd'hui] chaque marché national était un bastion jalousement monopolisé par les deux ou trois opérateurs historiques.

Serge : La consolidation a déjà commencé, même en France [NDLR : avec la vente de SFR à Numericable] où nous avons toujours un temps de retard sur ce genre de mouvements.

Consolidation, rachats d'action, mobile à l'échelle européenne... Si je comprends bien, ce sont les trois axes de croissance de Global ?

Sylvain : Il y en a deux autres : les ventes croisées et la fibre optique.

Jeremy : Pour les ventes croisées, Liberty développe les offres triple play,

et même quadruple play maintenant [NDLR : télévision, téléphone, mobile, internet]. En Europe la marge de progression pour ce type d'offre est énorme.

Sylvain : Regarde en France, souvent la plupart des gens ont un opérateur différent pour chaque service....

Et voilà que Liberty Global se pointe avec une offre intégrée et, grâce à l'échelle, moins coûteuse que ses concurrents.

Jeremy : Tu comprends toujours aussi vite ?

Sylvain : N'oublions pas de rajouter que le nombre d'abonnés chez Liberty Global augmente chaque année. Niveau croissance, on est servi de tous les côtés.

Serge, dis quelque chose.

Serge : Ils vont créer de la croissance en consolidant et en ajoutant des services. C'est ce qu'ils savent faire, c'est ce dont l'industrie a besoin, c'est ce que les gens demandent. Le régulateur sera content car le coût du service va baisser, et en Europe c'est précisément l'objectif des décideurs politiques. Malone est idéalement positionné, comme d'habitude.

Quand Liberty Global fait des acquisitions, c'est à quel prix ?

Sylvain : Typiquement sept fois l'EBITDA. Vodafone, ce serait plutôt neuf ou dix fois.

Jeremy : Je peux ajouter quelque chose ?

Inutile, ma décision est déjà prise. Je vous quitte et je fonce chez mon courtier.

Jeremy : En Allemagne, Liberty a commencé à mettre en place des contrats intéressants : tu loues une maison et tu as déjà la fibre à 10Mo installée par les soins de Liberty. Donc à peine installé, le client est déjà captif. Bien sûr, si tu veux augmenter le débit à 50Mo ou 100Mo...

Tu appelles Liberty...

Jeremy : Bingo ! Et si tu veux un mobile...

Tu appelles Liberty...

Sylvain : C'est vrai que nous n'avons pas parlé de la fibre, alors que c'est le standard de demain.

Une call-option supplémentaire... On va s'arrêter là, car je pense que tout le monde a compris de quoi il retourne. Une question : quels sont les coûts fixes que supporte un opérateur de

câble ? Je cherche un moyen d'attaquer la thèse.

Sylvain : Toute la gestion du back-office, l'acquisition des droits et des contenus, des dépenses d'infrastructures aussi mais elles se font plutôt par cycle, et là justement on est en haut de cycle : les équipements sont modernisés, le moment est opportun.

Serge : Une fois que la fibre est installée tu es tranquille pour un bout de temps.

Si on regarde les opérateurs mobiles, ils supportent un capex déliant...

Jeremy : Oui, mais Liberty Global n'a pas d'antennes à installer ou entretenir. Ils vont s'appuyer sur les infrastructures des réseaux nationaux, comme celui d'Orange par exemple.

Pourquoi Orange prêterait-il son réseau à un concurrent venu lui piquer ses parts de marché ?

Jeremy : Parce qu'il sera payé pour, et parce qu'il fera au passage de substantielles économies en back-office et en gestion client. C'est un meilleur business pour Orange, à plus fortes marges : ils louent l'infrastructure et ils laissent le prestataire s'occuper du marketing (*rires*). Chacun y trouve son compte.

Sylvain : C'est un meilleur business pour Orange, c'est du capex-light pour Liberty, c'est moins cher pour le client et donc le régulateur est content.

Le beurre et l'argent du beurre ?

Sylvain : Oui, c'est pour ça que j'aime beaucoup Liberty Global. Les autres Liberty sont bien aussi, mais c'est Global qui m'impressionne le plus.

Il est temps de vous ramener sur terre. Je vous écoute, et quelque chose me chiffonne : on a l'impression d'être au milieu du fan-club Malone. De vrais groupies : Malone ceci, Malone cela... Vous ne craignez pas d'avoir loupé un épisode ?

Serge : 30% par an depuis vingt-huit ans, il te faut quoi de plus ?

Sylvain : C'est mieux que Warren Buffett.

Trop facile. Berkshire est beaucoup plus gros.

Serge : C'est vrai, mais Berkshire a un float : de l'argent gratuit qui rentre dans les caisses chaque année, comme tu l'as rappelé tout à l'heure.

Quelque chose me turlupine : si Malone est si fort, pourquoi personne n'en parle jamais ?

Sylvain : Il est très secret. Il ne veut pas être mis en avant. Personnellement, c'est le genre d'attitudes que je respecte chez un CEO.

Serge : Pas comme John Chen chez BlackBerry, qui passe tellement de temps à la télé qu'on se demande quand il trouve le temps de bosser.

Ce ne sont pas des situations comparables. BlackBerry a un blason à redorer, surtout pour rassurer les clients corporate.

Serge : Peut-être. Mais quitte à choisir, je préfère quelqu'un qui reste tranquillement dans son coin, à encaisser des montagnes de cash flow qu'il utilise ensuite pour racheter ses actions.

Tu confirmes que John Malone est très secret ?

Serge : Oui, il se concentre sur les deals ; il laisse ses équipes gérer toute la partie opérationnelle. Chez Charter c'est Thomas Rutledge qui est aux commandes. Malone, il reste dans son coin. Il réfléchit, il soupèse, il fait ses calculs et il alloue le capital.

Il distribue les crédits du haut de sa tour d'ivoire, comme Buffett à Omaha ?

Serge : On l'a déjà dit ça, non ?

Sylvain : Ce qui est amusant, c'est qu'il prend ses décisions seul, comme Buffett là aussi. Son seul staff, ce sont les fiscalistes (*rires*). C'est comme ça depuis trente ans.

Serge : Il ne veut pas s'entourer de parasites. C'est cru mais c'est la réalité.

L'enthousiasme de Sylvain au sujet de Liberty Global est... communicatif. Tu le partages ? L'investissement est-il Sergio compliant ?

Serge : Ce qui ne m'enthousiasme pas c'est le régulateur européen. Et puis avoir un retour sur investissement de 15% avec Malone, c'est un peu décevant : il m'a habitué au double. D'un autre côté, à un moment ou à un autre les petits opérateurs vont disparaître en Europe, c'est une certitude. En l'état, le seul fait que Liberty Global puisse vivre est un fait d'arme. Ils vont prendre de l'échelle, ils vont appliquer les synergies, ils vont rejouer le même playbook. L'industrie sera plus concentrée, moins fragmentée : l'activité va se rationaliser, ce n'est qu'une question de temps.

La partition est déjà composée, elle n'a plus qu'à être jouée ?

Sylvain : C'est bien dit.

Serge : Donc si, on peut quand même être enthousiaste, même si aujourd'hui je préfère Sears Holdings.

Tu vois plus de potentiel chez Sears ?

Serge : Je vois plus de marge de sécurité.

Tu dis c'est un peu décevant de faire un ROI de 15% avec Liberty Global, mais j'en connais beaucoup qui se damneraient pour un tel rendement ! Par curiosité, comment calcules-tu le ROI ?

Serge : Je prends le free cash flow et je le rapporte à la taille du bilan réajusté à la NAV. C'est un ROE [NDLR : retour sur capitaux propres] ajusté à la NAV. L'accroissement de la NAV, le voilà mon ROI!

Sur un screener les trois Liberty s'échangent à plusieurs fois leur book value. Quelle est la différence entre la book [NDLR : l'actif net comptable] et la NAV ajustée ?

Serge : Sur la book les actifs sont portés à leur valeur d'acquisition, et en plus ils sont dépréciés;

Comme avec Sears ?

Serge : Exactement comme avec Sears. Si tu comptes l'immobilier de Sears au coût d'acquisition d'il y a plusieurs décennies, tu risques de louper un épisode.

Comment t'y prends-tu pour calculer la NAV des Liberty ?

Serge : On fait simple : on prend les participations cotées à leur valeur de marché, et pour ce qui n'est pas coté on regarde les comparables.

Donc si demain matin la bourse chute, la NAV de Liberty chute avec ? N'est-ce pas là un risque majeur ? Ta décote peut s'envoler en un clin d'œil !

Serge : Je comprends ce que tu veux dire, mais ce que je sais c'est que si Malone garde les participations, c'est qu'elles ne sont pas encore pleinement valorisées. Crois-moi, dès qu'il a atteint le potentiel maximal d'une entité, il s'en sépare. Il est extrêmement opportuniste, il l'a toujours été. C'est peut-être l'allocateur de capital le plus rationnel au monde.

Il se défait fréquemment de ses participations ?

Serge : Oui, dès que le prix est bon, voire très bon, il vend ou bien il fait un spin-off, il l'endette et il le récupère du cash de tous les côtés (*rires*).

Investir dans Liberty, c'est donc parier sur la rationalité de John Malone ?

Serge : Bien sûr. Tu peux en dire autant de n'importe quel investissement. Si tu places du capital dans une entreprise, tu le mets à disposition du management. Donc c'est à toi de comprendre ce que ce dernier compte en faire : est-ce rationnel ? Est-ce profitable ? Est-ce risqué ? Avec Malone tout est clair.

Au sujet de la croissance de Liberty Interactive, tu indiquais tout à l'heure être plus optimiste encore que Jeremy ?

Serge : Si Malone pense à se séparer de la participation dans TripAdvisor, pourtant l'un des bijoux de la couronne, c'est qu'il voit un potentiel encore plus important ailleurs. Où ? Je ne sais pas encore, mais ailleurs dans LINTA. C'est intéressant. En parallèle, il crée une tracking stock pour QVC, qui est une cash-machine comme Starz l'était. Tout indique qu'il a une idée derrière la tête.

Malone a deux tiers des droits de vote dans TripAdvisor... Il pourrait en tirer un bon prix.

Serge : Le contrôle à un prix. S'il vend, ce sera à un prix supérieur à celui du marché, déjà généreux. Il va rentrer du cash, se relever et faire une acquisition... Ou racheter des actions...

Toujours le même playbook... Ça en devient presque ennuyeux.

Serge : Les meilleurs business du monde sont toujours ennuyeux (*rires*). Comme le banking quand c'est bien fait.

Pour le frisson, il y a quand même le côté call option : que va faire Malone de son cash ?

Serge : Ce que tu sais, c'est qu'il fera dans l'intérêt des actionnaires, dont d'ailleurs il fait partie. Mais tu vois, avec lui rien n'est jamais statique. Il est toujours prêt à saisir l'opportunité quand elle se présente.

Toi qui aime bien étudier le comportement des CEOs, c'est quelque chose qui te plaît cet arbitrage compulsif ?

Serge : Pour moi chaque actif a un prix. Si quelqu'un t'approche et te propose un prix irrésistible, pourquoi refuser ? Le business, ce n'est pas être arc-bouté sur ses principes ; c'est être rationnel. C'est ce que fait Malone, c'est ce que fait Buffett, c'est ce que nous faisons dans le club, c'est ce que tout homme d'affaires intelligent doit faire : être rationnel.

C'est ce que Lampert fait à Sears aussi non ?

Serge : Quand il se dit prêt à étudier les « alternatives stratégiques » pour Sears Canada ou Sears Auto Service ? Bien sûr !

Tu parles tout le temps de John Malone. As-tu déjà investi avec lui ?

Serge : Oui, j'avais investi dans Liberty Media avant la crise.

Tu ne nous avais pas dit ça dans cet Aparté qui t'était dédié?

Serge : C'était une participation trop petite. C'était insignifiant.

Sur le coup je note une sérieuse incohérence : Liberty compose à 30% par an, tu admires Malone, ça cote sous la NAV, il y a de superbes options de croissance, ils rachètent leurs actions comme des fous, il y a des CEO d'exception aux commandes [NDLR : Maffei, Rutledge, Fries], mais toi tu n'investis pas ?

Serge : (rires) Ce n'est pas faux, mais je serais plus nuancé. Si je pensais que je n'ai aucune chance de faire mieux avec mes investissements, oui j'irais chez Malone. Il faudrait que je veuille faire du « bon père de famille ». Pour l'instant j'estime que j'ai de meilleures options ailleurs.

J'ai déjà remarqué que tu te débrouillais bien avec l'argent, mais pardon, tu vois quoi de mieux que 30% par an avec Malone ?

Serge : La société qu'on a achetée avant-hier par exemple [NDLR : l'entretien a été enregistré le 17 juillet]. Elle cote bêtement sous sa valeur liquidative, et même à une ridicule fraction de cette dernière. Il y a un catalyseur, là aussi il y a un CEO d'exception... J'espère multiplier mon capital par quatre ou cinq sur cette opération.

Les membres du club reconnaîtront de quelle société il s'agit...

Serge : Ils en ont sans doute tous pris (rires).

Un indice pour les autres ?

Serge : C'est une société canadienne, dirigée par un CEO d'exception.

Ils devront faire avec !

Serge : Bonne chance à eux (rires) !

Si je comprends bien, Malone est ton benchmark ?

Serge : Exactement. Avant d'investir ailleurs, je m'assure que je peux espérer faire mieux qu'en investissant chez lui. Si potentiellement tu peux faire du 30% pré-taxes tranquille et sans réfléchir, il faut une sacrée

opportunité pour bouder ce type de rendements. Pour l'instant j'ai de la chance, j'en trouve. Mais rien ne dit que ça va durer, à fortiori si le capital que je gère continue de grossir.

Avais-tu pensé à faire un « all-in » sur Malone en 2009 ?

Serge : Non, j'avais des thèses plus simples et plus rentables à l'époque, comme Virtus Partners par exemple. Si je peux faire du 100% de rendement locatif avec option de croissance [NDLR : il s'agit de la société évoquée dans l'article *L'Investissement Parfait*, sur notre blog], c'est encore mieux que Malone !

Tu disais à l'instant que pour toi, Malone c'était typiquement l'investissement « bon père de famille » ?

Serge : Absolument.

Dans l'univers des value investors on parle souvent de Berkshire, Markel ou Leucadia comme investissements « bons pères de famille »...

Serge : Beaucoup de similitudes avec Malone chez ces gens-là pas vrai ?

Toi aussi tu mettrais Leucadia dans cette catégorie?

Serge : Je suis moins à l'aise avec LUK car je ne comprends pas toutes leurs activités. Mais si le prix est intéressant, oui sans hésiter.

Donc pour toi un investissement bon père de famille c'est un allocateur de capital exceptionnel qui historiquement compose à 15 ou 20% par an ?

Serge : Ça, c'est la première partie de l'équation. La seconde, c'est de l'acheter au moment où il traverse un passage à vide. C'est ce que nous faisons avec Lampert. La troisième, c'est d'avoir la marge de sécurité la plus confortable qui soit.

Et Malone, il traverse un passage à vide en ce moment ?

Serge : On ne peut pas dire ça. Mais comme Liberty est une holding, elle ne cote jamais vraiment au-dessus de sa NAV. A moins que le marché ne soit euphorique, ce qui n'est pas non plus le cas ces temps-ci. Il faut croire que le câble n'est pas ce qui l'inspire : il doit préférer le cloud ou les biotechs (rires)...

Le marché applique à Liberty une décote de holding ?

Serge : Oui, et comme il faut fouiller pour bien comprendre ce que fait Liberty, ce que bien sûr le marché ne

fait pas, il est assez fréquent que cette décote soit plus que prononcée...

En ce moment, elle l'est ?

Serge : Les analyses de Jeremy et de Sylvain sont dans le club...

Il y a une décote sur la NAV, et pourtant se crée une valeur monstre à partir de cette NAV...

Serge : C'est le paradoxe... Et l'opportunité ! D'ailleurs la création de valeur se retrouve au niveau de l'action malgré tout : le prix lui aussi compose à 30% par an (rires).

De toute façon, même si Liberty cotait au-dessus de sa NAV, on peut compter sur Malone pour vendre les participations et encaisser les primes...

Serge : Tout à fait. C'est ce qu'il pourrait se passer avec TripAdvisor chez LINTA au passage.

Si tu gérais plusieurs centaines de millions d'euros, tu investirais dans Liberty ?

Serge : Assurément. Pour l'instant nous sommes petits, donc plus agiles. Il y a plus d'opportunités. Pour un gérant de fonds, c'est un superbe avantage compétitif d'être petit.

La galaxie Malone est complexe. On a parlé des trois Liberty et de Starz. Qu'y a-t-il d'autre ?

Serge : Il y a Liberty Ventures, mais l'entité fait partie de Liberty Interactive. C'est juste un tracking stock au sein de LINTA.

Toi qui as ce talent pour présenter les choses complexes de manière simple, peux-tu nous expliquer ce qu'est une tracking stock ?

Serge : C'est une action sans droits de vote, dite muette, utilisée pour recapitaliser une société, exactement comme une émission d'actions. Mais une tracking stock ne donne pas de droits de propriété : elle oblige simplement la dite société à publier les bilans et comptes de résultats de la division isolée par la tracking stock.

Quel est l'intérêt pour l'actionnaire ?

Serge : C'est de fournir du capital à John Malone à un tarif préférentiel. Il fait toujours ses émissions de tracking stock à un tarif préférentiel.

En fait c'est Malone qui sonne à ta porte et te dit: « j'ai une idée, j'ai besoin d'argent, donne-moi du capital et moi je te donne une tracking stock à prix d'ami » ?

Serge : En partie. L'autre intérêt d'une

tracking stock, c'est quand il existe une forte décote de holding, et que le management compte refermer cette décote en mettant en avant les comptes d'une entité au préalable trop obscure, comme Liberty Ventures. L'objectif, c'est que d'un seul coup la valeur te saute aux yeux. D'ailleurs le discount de LINTA a sauté à peine la tracking stock émise. Pas complètement, loin de là même, mais en grande partie quand même. Ce qui est intéressant avec Malone, c'est que lui ne manque jamais une occasion de racheter les droits. Si toi tu n'en veux pas, lui il rachète, et au prix d'ami auquel il a émis. Typiquement quand Malone te propose des droits, prends-les (*rires*). Si tu ne le fais pas, lui le fera.

J'y penserai. Mais du coup, Ventures reste dans LINTA?

Serge : Ventures reste dans LINTA, ce n'est pas un spin-off. La tracking stock publie les comptes des entités de Ventures [NDLR : les sites de e-commerce communautaires, Expedia et TripAdvisor]. Ce sont des business remarquables... Bien sûr, la tracking stock a fait fois trois depuis l'émission (*rires*).

Et après ? L'instrument est converti en action ordinaire ?

Serge : Non.

En somme ça reste une sorte d'instrument hybride ad vitam aeternam?

Serge : Un jour Malone peut décider de te retourner du cash, à toi le titulaire de ces droits.

J'ai quand même du mal à comprendre l'intérêt...

Serge : L'intérêt c'est de fermer la décote de holding que le marché assigne à LINTA. Malone veut que le marché réalise quelle NAV réelle se cache dans la holding ! Comme le marché est fainéant de fouiller, il lui mâche le travail. Typiquement, c'est parce qu'il est frustré, qu'il veut accélérer la fermeture de l'écart prix/valeur.

Pourquoi ne pas tout simplement publier les comptes de Ventures d'une manière détaillée dans le rapport annuel ?

Serge : Parce qu'il reçoit du capital en échange de la tracking stock. Il n'en émet pas juste pour tes beaux yeux.

Il referme la décote et récupère du capital... Le beurre et l'argent du beurre, bis repetita.

Serge : Ce n'est pas tout. Comme LINTA est une holding, tu ne vois que les comptes consolidés ; c'est-à-dire

qu'ils ignorent les participations dans lesquelles ils sont minoritaires. Tu pouvais déjà calculer la NAV des participations où ils sont majoritaires... Une fois la tracking stock émise, tu peux calculer la NAV de Ventures... En sommant, tu as la NAV de LINTA. C'est de cette manière que tu incites le marché à refermer une partie du discount. Aussi, comme ils sont minoritaires dans TripAdvisor, ils ne consolident pas leur participation dans les comptes... Avec TRIP, la décote sur la NAV ajustée était monstrueuse ! A peine la tracking stock émise, elle a bondi, comme l'action ordinaire d'ailleurs. Ça n'a pas loupé.

Bref, les comptes « officiels » de Liberty Interactive ne disent rien sur la capacité bénéficiaire réelle ?

Serge : C'est ça. Il faut faire l'effort et aller étudier séparément les différentes participations.

Selon toi, c'est ça qui explique la décote permanente?

Serge : Oui, il y a toujours une complexité de holding.

Estimes-tu que beaucoup d'investisseurs ou d'analystes font l'effort en question ?

Serge : Je ne le pense pas. La preuve c'est que la décote persiste envers et contre tout. Depuis le temps que Malone compose à 30%, si les gens savaient de quoi il retourne je doute qu'ils laissent l'action Liberty coter sous la NAV !

Intéressant. Nous sommes donc en présence d'une situation exceptionnelle, mais où il faut creuser soi-même pour trouver. L'opportunité ne frappe pas à ta porte, c'est toi qui dois enfoncer la porte.

Serge : Toujours aussi lyrique Thomz. C'est comme Sears, il faut faire l'effort de désosser la holding. L'avantage, c'est qu'ici n'importe qui peut calculer la NAV de LINTA. D'ailleurs nous l'avons fait dans le club.

Dans le club ce n'est pas n'importe qui non plus...

Serge : Nous ne sommes pas plus intelligents que d'autres... Pardon, mais tout le monde peut aller chercher le prix de l'action dans les différentes participations, puis le ramener au nombre d'actions détenues par LINTA. Ça ne demande pas une intelligence supérieure, juste quelques additions et multiplications.

Tu as fait le parallèle avec Sears...

Serge : C'est exactement le même travail, sauf qu'avec SHLD c'est nettement plus complexe, car rien n'est

coté à part Sears Canada.

Et puis Sears n'est pas une cash machine.

Serge : Sears n'est pas profitable ni en cash-flows ni en bénéfice comptable, mais le bénéfice comptable affiché est bien pire que la perte en cash. Et puis il y a beaucoup d'entités qui génèrent du cash, et qui ne sont garantes de rien au niveau de la holding. On l'a vu récemment avec SHOS (NDLR : Hometown & Outlets, spin-off de SHLD) et LE [NDLR : Lands' End, autre spin-off].

Mais ce cash généré par les entités profitables de Sears, tu ne le retrouves pas au niveau consolidé ?

Serge : En effet. Je croyais que c'était un spécial Malone. Tu veux qu'on refasse tout l'Aparté spécial Sears ?

Je pense que nos lecteurs sont curieux de comprendre les mécanismes. Il y a des similitudes entre Sears et Liberty. Toi-même tu nous disais que Lampert s'était mis à faire du Malone. Et nombre des membres du club nous ont suivi et ont investi dans Sears. Question : Sears est propriétaire à 100% des dites entités. Du coup, je ne comprends pas pourquoi les comptes des dites entités profitables seraient absents au niveau consolidé ?

Serge : Si, tu les retrouves, mais ils sont complètement masqués. En revanche, au contraire de Liberty, Sears te donne une déconsolidation de ses comptes. Donc tu sais ce qui existe, et tu sais que ça génère du cash. Les entités profitables génèrent même un cash croissant je te signale!

Mais il va où ce cash ? On lit partout que Sears est au bord de la banqueroute.

Serge : Il va dans Shop Your Way! Il va faire des pertes côté opérationnel (*rires*), mais il sert aussi au désendettement.

Attends une minute: tu es train de me dire que nous sommes associés à un CEO [NDLR : Eddie Lampert] qui prend le cash là où Sears en gagne et qui le réinjecte là où Sears le perd?

Serge : Shop Your Way gagne de l'argent en fait. La simple connexion avec Lands' End et Hometown rapporte déjà \$100 millions par an. C'est l'entité qui possède Shop Your Way [NDLR : Sears & Roebuck, la division retail] qui perd de l'argent. Et puis le désendettement consomme beaucoup de cash. J'ai déjà tout expliqué en détail dans le précédent Aparté. On peut le refaire si tu veux.

C'est mon côté sadique. J'avoue éprouver du plaisir à te martyriser.

Serge : On a dit qu'on allait t'interviewer toi aussi non ? Compte sur moi pour m'en charger personnellement.

Je préférerais que ce soit Sylvain qui s'en charge.

Serge : Non, je vais m'en occuper personnellement (*rires*).

Sylvain : Bien sûr, je m'incline devant la volonté du chairman.

Jeremy : Il va y avoir du sport !

Sylvain : Plutôt un bain de sang...

Revenons à notre histoire : quelle différence vois-tu entre Lampert et Malone?

Serge : C'est la même façon d'opérer. La seule chose qui les distingue ce sont les activités : Lampert a peut-être une activité encore plus compliquée (*rires*).

A part Buffett, Fabrikant et les trois de Leucadia [NDLR : Cummings, Steinberg et Handler], connais-tu d'autres exemples de CEO qui sont dans le genre arbitragistes compulsifs et machines à composer le capital ?

Serge : Prem Watsa chez Fairfax. On dit qu'il a perdu la touche mais c'est ridicule. S'il sous-performe, c'est parce qu'il se couvre comme une brute aussi bien sur le marché actions que sur le marché des taux.

A décote égale tu préfères Watsa ou Malone ?

Serge : Malone, parce que je comprends ce qu'il fait.

Watsa, tu ne comprends pas ?

Serge : Si, plus ou moins. Pour quelqu'un comme moi l'assurance c'est beaucoup plus obscur qu'un business où ton rôle c'est d'acquérir des abonnés et de faire des économies d'échelle. A priori, acquérir des abonnés est une activité que je connais bien (*rires*) !

A décote égale, Malone ou Buffett ?

Serge : Toujours Malone, et toujours pour la même raison.

Pourquoi Buffett n'a-t-il jamais investi chez Malone ?

Serge : Je n'en ai aucune idée, en revanche je sais que ses lieutenants sont très, très (*rires*) investis sur les holdings Liberty.

Les deux ?

Serge : Ils ont du Liberty Media, du Liberty Global et du Starz.

Non, je parlais des deux lieutenants :

Weschler et Combs ?

Serge : Je pense que c'est surtout Weschler. C'est typiquement le style. A l'époque il avait suivi Malone sur DirecTV aussi. Weschler est très bon. Les actionnaires de Berkshire peuvent dormir tranquille.

Tout à l'heure Sylvain parlait de l'avantage compétitif du câble par rapport au satellite. Du coup, quel est l'avantage compétitif de DirecTV [NDLR : télé par satellite] ?

Serge : Une fois que le satellite est en orbite et que les infrastructures au sol sont installées, tu peux arroser toute la zone à coût fixe. Les frais de fonctionnement sont plus élevés, en capex comme en opex (NDLR : dépenses opérationnelles) car il faut entretenir du matériel sophistiqué, ainsi que payer les sociétés qui installent les paraboles dans les foyers. Mais si tu arroses une zone urbaine très densément peuplée, tu rentres parfaitement dans tes frais, et même mieux que ça.

Je voudrais revenir sur le cas Liberty Media. Ont-ils encore leur participation dans Starz ?

Serge : Non, plus depuis le spin-off.

Starz est un excellent business : ils vendent du contenu aux opérateurs de câble comme de satellite. Pourquoi l'avoit séparé de la holding ?

Serge : Les actionnaires restent les mêmes. Ils ont simplement dégagé des liquidités au niveau de la holding, puis réinvesti Sirius et Charter.

Charter, on a compris le dossier. Mais qu'est-ce qui est si bien avec Sirius ?

Serge : C'est une superbe cash machine. Ils peuvent l'endetter facilement, puis faire remonter un maximum de cash au niveau de la holding durant le spin-off.

C'est un si bon business que ça ?

Serge : C'est excellent. Les constructeurs installent le système par défaut dans leurs véhicules.

Sirius est cotée n'est-ce pas ?

Serge : Oui, et l'action a fait fois quarante depuis que Malone y est, c'est à dire cinq ans.

Fois quarante en cinq ans... On est loin de Total et de son 5% de dividende en PEA...

Serge : C'est sûr... Il aurait mieux valu investir avec Malone quand il est intervenu pour refinancer Sirius, et [...]

Pardon de te couper, mais si c'est un

si bon business, pourquoi était-il en détresse ?

Serge : Parce qu'il était géré n'importe comment. Malone a refinancé Sirius, puis il a pris le contrôle. C'est exactement ce qu'il est en train de faire chez Charter. Il est toujours très opportuniste.

Il sait qu'en intégrant ses nouvelles acquisitions à Liberty, il pourra leur donner une échelle...

Serge : Exact, en plus de fournir ou de récupérer du capital quand c'est nécessaire.

C'est toujours le même playbook opérationnel et financier. Quand ils montent à bord c'est pousse-toi de là qu'on s'y mette, et tu sais qu'ils ont la boîte à outils pour transformer l'entreprise en une monstrueuse cash machine.

Serge : C'est lyrique. C'est bien dit. Toi qui voulais concurrencer le Financial Times avec la ligne éditoriale de l'Investisseur Français, quelque chose me dit qu'on est bien parti.

Avis au lectorat: si vous lisez dans le journal que Malone rachète un business, sort le management et en prend le contrôle, hypothéquez votre maison et misez tout.

Serge : C'est ce qui se passe avec Charter en ce moment. Enfin, le cours a déjà un peu progressé....

Le portrait que tu nous fais de John Malone est fantastique, presque irréal. Quelque part, on se pince pour y croire. A-t-il déjà fait des erreurs au moins ?

Serge : Oui, à Liberty Interactive, il a fait quelques erreurs avec les start-ups internet... Même si en bout de ligne il s'en est très bien sorti. Quand tu finances des jeunes pousses dans le genre, il te suffit d'un seul TripAdvisor pour faire un très bon rendement. Sinon, je dirais qu'il y a certainement eut des acquisitions moins relatives que d'autres, mais à long-terme ce qui compte c'est la NAV de la holding. C'est comme le portfolio d'un investisseur : tu ne multiplies pas toujours ton capital par quarante en trois ans (*rires*), c'est la moyenne qui compte.

On sait que Malone a un style de négociation un peu particulier...

Serge : Tu parles de l'histoire de TCI, quand les banquiers voulaient sa peau ?

Entre autres...

Serge : Il leur a jeté les clés du business à la figure [NDLR : propos original modéré à l'édition]. TCI était au bord

de la banqueroute, Malone venait d'en prendre la direction, mais les créanciers étaient nerveux. Ils n'arrêtaient pas de le harceler. Un jour il les a tous réunis, leur a jeté les clés, et leur a dit de se débrouiller avec les actifs [NDLR : les infrastructures de câble]. Et puis il est parti.

Mais bien sûr ils l'ont rappelé...

Serge : Ils ont vite compris qu'il valait mieux le refinancer et le laisser sauver les meubles, plutôt que de faire ça eux-mêmes.

Le Cable Cow-Boy...

Serge : En personne. Mais attention, c'est tout sauf une brute. Regarde comment il fait ses acquisitions : à bon prix pour lui, et à bon prix pour le vendeur. Tout le monde est content ! Malone peut s'offrir le luxe de surpayer un chouïa, parce qu'il sait qu'une fois intégrée à l'échelle de Liberty, le rendement de sa nouvelle acquisition sera démultiplié. C'est toujours du gagnant-gagnant avec lui.

C'est le même style que Buffett?

Serge : Exact. A la différence près que Berkshire n'offre pas une échelle, plutôt un sanctuaire.

Je suis un bon père de famille, je n'y connais rien, je n'ai pas envie de réfléchir et encore moins de lire l'Investisseur Français: je fais quoi?

Serge : Tu investis chez Malone (*rires*).

D'accord, mais où ? Liberty Media, Liberty Global, Liberty Interactive ?

Serge : Les trois. Un panier diversifié des trois Liberty.

C'est exactement ce que j'ai fait le mois dernier!

Serge : Parfait! Tu as du growth et du value, c'est très bien.

Serge, on approche de la fin de cet Aparté marathon.

Serge : On pourrait encore parler de Malone des heures durant, mais les grandes lignes ont bien été couvertes. J'en profite pour féliciter Sylvain et Jeremy : leurs analyses publiées dans le club sont de vrais tours de force, je suis très fier d'eux.

Justement, puisque tu m'offres la transition, j'en profite : parle-nous nous un peu de l'actualité du club. Quelles sont les nouvelles ?

Serge : On accueille beaucoup de nouveaux membres. Notre objectif de créer la première communauté francophone d'investisseurs à long-terme prend forme. Les membres sont

très satisfaits du service, et rien ne pourrait nous faire plus plaisir.

Beaucoup de nouveaux membres, c'est-à-dire ?

Serge : Nous avons doublé notre base d'abonnés depuis ton arrivée.

Ah, mais voilà une grande nouvelle ! En fait je suis un peu le John Malone de l'édition financière !

Serge : Il ne te reste plus qu'à composer ton capital à hauteur de 30% par an (*rires*). Les récents ajustements dans ton portefeuille vont dans le bon sens.

Je suis heureux de te l'entendre dire, et j'en profite au passage pour te remercier. Evidemment, quand on bosse à tes côtés, c'est plus facile...

Serge : C'est la raison d'être du club. Et je pense que nous aussi on peut te remercier pour ton travail, comme cet Aparté par exemple. Si ce n'est nous, qui va parler de John Malone en France ? L'épargnant Français est en moyenne très mal conseillé.

Je trouve ça révoltant.

Serge : C'est un sujet que toi et moi évoquons souvent. Continuons de travailler comme on le fait.

Bref, j'en déduis que tu es content de l'évolution du club ?

Serge : De plus en plus de gens s'inscrivent et participent. Les retours de ceux qui font notre formation sont très bons. Au quotidien, nous sentons que nous apportons une vraie valeur ajoutée aux membres. On interagit très simplement, c'est stimulant pour eux comme pour nous. Il y a de nouvelles idées, de nouveaux projets, mais tu m'as demandé de ne pas en parler pour l'instant. Et puis il y a le portefeuille (*rires*). Comme je le dis souvent, nous sommes partis pour résoudre le problème des retraites en France (*rires*).

Rien que ça ?

Serge : Quand on a débuté c'était nous et quelques aficionados de l'analyse. On s'est beaucoup ouvert au grand public, et ça pour moi c'est un fait d'arme. J'aimerais te poser une question : qui d'autre que nous offre un tel service ? Une telle performance ?

Tu prêches un converti.

Serge : Je sais, je sais (*rires*)... Toi, tu es carrément revenu d'Australie pour travailler avec nous.

Nous avons une tradition dans l'Aparté, c'est de ne pas prendre de gants et de dire les choses en face,

telles qu'elles sont. Je voudrais rebondir sur un point, car on nous pose toujours cette même question : si nous sommes des investisseurs aussi doués, pourquoi fait-on payer une souscription au club? Il y a une véritable incompréhension, beaucoup pensent que c'est incohérent. Peux-tu mettre les points sur les i ?

Serge : C'est sérieux cette question ? Ou bien est-ce un gag ?

C'est très sérieux.

Serge : Je vais te décevoir, mais ce n'est pas mon rôle de mettre les points sur les i. C'est plutôt ta spécialité ça (*rires*). Ecoute, c'est très facile de vérifier la qualité de notre service. Chacun peut s'inscrire au club et voir par soi-même : tout à gagner et rien à perdre, tu es satisfait ou remboursé.

Si seulement c'était aussi facile avec la bourse...

Serge : Plus sérieusement, notre travail parle pour nous. Et je ne crois pas en la pérennité de la gratuité. Ce qu'on offre a une valeur, j'ose même penser une grande valeur. On est six dans l'équipe, on travaille seize heures sur vingt-quatre, et pour quoi ? Pour la bienfaisance ? Ça, ce serait incohérent. Les gens qui se plaignent que notre travail a un prix, que diraient-ils si demain leur employeur leur demandait de bosser gratuitement ?

On te sent agacé...

Serge : Oui, c'est une polémique ridicule. Je te mets au défi de trouver un seul membre dans le club qui se plaint que nous soyons trop chers.

Penses-tu que notre lectorat sera intéressé de savoir qu'on est tous payés au SMIC, toi y compris ?

Serge : Non, je ne pense pas que ce genre de considérations ait beaucoup d'intérêt. Personne ne nous impose rien : nous avons choisi de procéder ainsi.

Vu le nombre d'abonnés dans le club [NDLR : 186 à ce jour], voilà qui en dit long sur le poids des cotisations et autres taxes supportées par les jeunes entrepreneurs en France...

Serge : A qui le dis-tu ? Nous gagnerions tous beaucoup mieux notre vie en choisissant de ne prendre aucun risque. Mais le club est un service formidable : il mérite trop d'exister. Il me paraît légitime de demander aux membres d'assumer leur part, à fortiori si leurs investissements suivent la performance des nôtres. Pour l'instant nous tirons la langue, nous ne sommes même pas profitables, mais je suis confiant que les choses vont évoluer dans le bon sens.

Y a-t-il un profil majoritaire dans le club ?

Serge : Il y a vraiment de tout... Des portefeuilles de cinq mille euros, comme des portefeuilles de plusieurs dizaines de millions d'euros. On a des artisans, des gérants de fonds, des techniciens de surface, des avocats, des étudiants, des ingénieurs informatiques. Des hommes, des femmes, des jeunes, des moins jeunes... De tout !

Quelqu'un a-t-il déjà demandé à être remboursé de son abonnement ?

Serge : Personne.

Un sceptique qui souhaite vérifier ce que tu dis en a-t-il la possibilité ?

Serge : Nos comptes sont publics. Tout est public. Ils n'ont qu'à taper mon nom dans Google, ou aller sur société.com. Ou regarder notre portefeuille. Ou nous demander, car nous répondons toujours.

Moi qui te connais bien maintenant, je peux attester que tu es irréprochable au niveau de la transparence.

Serge : Je te retourne le compliment. C'est aussi pour cette raison que je t'ai proposé de nous rejoindre il y a quelques mois. Nous partageons tous les six les mêmes valeurs.

Le mot de la fin ?

Serge : Je salue tous les gens qui nous lisent, nous écrivent et nous soutiennent, qu'ils soient dans le club ou non. Merci à eux !

Merci à toi, et à bientôt.

**RETROUVEZ-NOUS
SUR LE SITE DE
L'INVESTISSEUR
FRANÇAIS**

(/investisseurfrancais.com)
