

# L'INVESTISSEUR FRANÇAIS

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

## C'est Arrivé Près de Chez Vous

Décembre 2014

*[...] Sinon, on s'écarte du thème initial.*

Il y avait un thème initial ?

*« C'est arrivé près de chez vous ». Nous étions partis pour disséquer et commenter toute la cote française.*

D'accord. Question suivante.

*Puisque nous parlions gaz, pétrole et énergie, embrayons sur GDF Suez.*

Une seconde, je cache mon portefeuille (rires).

*Je t'entends souvent dire qu'il s'agit de l'un des plus gros gâchis de l'histoire du capitalisme français...*

Et ce en dépit d'un core business fantastique. A l'origine, GDF était assis sur une mine d'or. Tout le marché français du gaz leur appartenait : ménages, industries et collectivités. Il n'y avait vraiment qu'à entretenir les installations, ce qui coûtait assez peu car elles étaient fiables et bien conçues.

*Il suffisait de rester tranquille et de collecter le cash...*

C'était d'autant plus facile que le prix du gaz ne baissait pas en France. Des cash-flows récurrents, du pricing power, de la croissance... Bref, le rêve.

*Au contraire des Etats-Unis, le prix du gaz est régulé chez nous.*

Il est régulé à la vente oui, mais aux Etats-Unis aussi. Les retours sur capitaux des utilities [NDLR : entreprises de services aux collectivités] américaines sont plafonnés à 10%. C'est la loi. En fait, ils sont encore plus régulés que nous.

*Autrement dit, tu n'auras jamais un retour formidable sur une utility américaine ?*

Tu n'auras pas un business formidable, mais tu peux avoir un bon investissement si tu l'achètes très décoté.

*Bien sûr... Peux-tu m'expliquer comment GDF a assassiné la poule aux oeufs d'or ?*

Classique : ils se sont éloignés de leur core business. Ils ont fusionné avec Suez et sont devenus une holding. Le crime, c'était de faire un swap d'actions, et de payer une action GDF pour une action Suez.

*GDF valait beaucoup plus que Suez ?*

A mon sens, oui. Les résultats depuis la fusion semblent d'ailleurs le confirmer. Suez est un conglomérat très diversifié. Tu connais le refrain : diversifié partout, concentré nulle part. Les dynamiques de ce genre de business ne sont pas aussi récurrentes et profitables que de juste entretenir des installations de distribution de gaz, et de collecter le cash.

*Même type de configuration que chez Plastivoire, mais à plus grande échelle ?*

Sauf que chez Plastivoire, les dirigeants ont leur propre capital en jeu. Comme ils sont majoritaires, ils sont moins tentés de faire n'importe quoi avec l'argent des actionnaires (rires). Chez GDF, on parle d'équipes de cadres dirigeants issus des grandes écoles, avec les qualités et les défauts qu'on leur connaît.

*Le sujet est épineux.*

Suite à l'acquisition de Suez, le chiffre d'affaires de GDF a été démultiplié, et le salaire du président de l'époque avec. Je te fais un dessin ?

*Monsieur Mestrallet ?*

Non, Cirelli. Mestrallet était président de Suez.

*La valeur nette du personnage a explosé à l'inverse de la destruction de valeur dans son groupe... Cocasse.*

Pas tellement. C'est un schéma assez classique en fait. Et l'ampleur de la destruction n'est mesurable qu'avec les années. Rends-toi compte, le cours de GDF a été divisé par trois depuis... Une telle contre-performance malgré un business aussi merveilleux, c'est un véritable exploit !

*Un sabotage en bonne et due forme...*

A quoi d'autre peut-on s'attendre quand on surpaie ses acquisitions ? Le pire, c'est qu'ils ont remis ça en 2012 avec l'achat d'International Power. Ils ont payé le prix le plus haut, comme d'habitude.

*C'était combien ? Quinze ou vingt fois les profits non ? N'est-ce pas la norme pour une utility régulée ?*

Quinze ou vingt les profits de haut de cycle. A moins que le business d'International Power ne soit en forte croissance, ce dont je doute même si pour être franc je n'en ai aucune idée, on ne peut pas dire qu'ils l'ont acquis à bon prix.

*Les contrats d'approvisionnement sur vingt ans signés avec les Russes durant les années 2000 handicapent aussi lourdement GDF...*

Même problématique : ces contrats ont été signés alors que le gaz flirtait avec ses plus hauts historiques. Curieusement, jusqu'en 2012, les dirigeants se sont interdits de les renégocier...

**Des pressions politiques ? Les enjeux diplomatiques et stratégiques sont énormes.**

Peut-être. Je ne sais pas. Ce que vois, c'est que la valeur des actionnaires a été systématiquement détruite.

**Tu n'investirais pas dans GDF à quinze euros l'action ?**

Pour moi, cette compagnie n'est plus investissable. Je ne vois pas d'alignement d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires. Je vois par contre des charges qui augmentent, car il y a des business très difficiles dans le périmètre de Suez.

**8% net en PEA : qui peut refuser ça ?**

8% payés par de la dette... Ce n'est pas de l'argent qui a été produit par le business. Un dividende doit être justifié par du cash !

**L'endettement augmente chez GDF ?**

Quand on ne produit pas de cash, où va-t-on chercher le capital pour fonctionner et payer les actionnaires ? Sur le marché de la dette ou sur le marché des actions. Pas de miracles, il n'y a pas mille façons de se refinancer. Sauf que, dans les deux cas, c'est au détriment des actionnaires historiques...

**Ah ? Le cash n'apparaît pas comme ça, par enchantement ?**

Pas aux dernières nouvelles. Ou alors indique-moi où, car j'aimerais bien être propriétaire d'un tel business (*rires*) !

**En regardant les comptes de Technip l'autre jour, j'aurais pourtant juré l'inverse.**

[...]

---

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

**(/investisseurfrancais.com)**

---

**[...] Puisque tu as toujours réponse à tout, j'en profite : quelle différence entre un rachat d'actions suivi d'une annulation et un rachat où, au contraire, la société conserve ses actions en autocontrôle ?**

Il n'y a pas de grandes différences dans la plupart des cas. Un point à surveiller lorsque les actions sont rachetées mais pas annulées, c'est que la société ne les distribue pas ensuite aux dirigeants. Car, si elle le fait, l'argent des actionnaires sert à rémunérer les dirigeants...

**D'une poche à l'autre, ni vu ni connu.**

Enfin, vu et connu par ceux qui prennent la peine de lire les états financiers (*rires*) !

**Ceci dit, si vraiment ils font du bon boulot pour les actionnaires, il n'y a rien de mal à rémunérer généreusement les dirigeants, non ?**

C'est une question de mesure. C'est franchement scandaleux si pratiqué sur une trop grande échelle, comme par exemple chez Cisco à une certaine époque. Normalement, les dirigeants ont déjà un salaire et des primes qui récompensent leur travail.

**Et une annulation d'actions en bonne et due forme ?**

Pas d'ambiguïtés : c'est tout de suite relatif.

**Donc il n'y a jamais aucun inconvénient à annuler ses actions ?**

On ne peut réellement le déterminer que sur la durée. Regarde, en 2009 Plastivaloire a racheté ses actions à un prix très bas. Plutôt que de les annuler, ils les ont gardées en autocontrôle. Quelques années plus tard, ils faisaient de la croissance et avaient besoin de liquidités pour leur fonds de roulement. Ils ont alors vendu les actions qu'ils détenaient en autocontrôle deux fois plus cher qu'ils ne les avaient achetées, et obtenu les liquidités nécessaires pour financer leur croissance. C'était une très bonne opération. S'ils les avaient annulées en 2009, ils auraient dû émettre des actions pour lever du capital. Ça n'aurait été relatif qu'un temps, d'autant plus que la réémission d'actions aurait sans doute été faite avec une décote sur le cours par rapport à celui obtenu en revendant les actions en autocontrôle.

**Une nouvelle fois la preuve qu'un management ne peut s'évaluer que sur le long-terme...**

S'ils le savaient, les critiques d'Eddie Lampert mettraient sans doute un peu d'eau dans leur vin.

**Plastivaloire, c'est arrivé près de chez**

**vous ?**

Etienne connaît le dossier mieux que moi. Mais lui a investi en se basant sur un ratio valeur d'entreprise/profit pré-intérêts pré-taxes [NDLR : EV/EBIT] attractif, ce que personnellement je n'aurais pas fait.

**Pourquoi pas ?**

Parce qu'il n'y avait selon moi pas de décote manifeste sur actifs.

**La décote n'était apparente que sur la capacité bénéficiaire ?**

C'est ça. Les actifs de Plastivaloire, ce sont des usines. Que peut-on en tirer sur le marché privé ? Peut-on les réadapter à de nouvelles activités industrielles ? Je n'en sais rien.

**Parlons méthode : une simple décote sur la capacité bénéficiaire ne suffit pas à convaincre Serge ?**

Sur MasterCard ou Coca-Cola, si. Mais je ne suis pas du tout confiant sur ma capacité à projeter la capacité bénéficiaire d'un business comme Plastivaloire.

**Tu es très exigeant.**

Je ne veux pas perdre d'argent.

**Ces gens de Plastivaloire, que font-ils ?**

C'est une holding diversifiée, avec un portefeuille d'activités variées. A ma connaissance, leurs filiales sont de taille trop modeste pour jouir d'une quelconque échelle. Ce n'est pas comme Guillin, qui confectionne des barquettes à légumes et se restreint à son métier historique. Du coup, un dossier comme Plastivaloire est difficile à comprendre pour un dilettante dans mon genre. C'est sûrement ce qui explique que je sois sceptique sur la capacité de ce business à générer des retours sur capitaux durablement attractifs... Si je projette une capacité bénéficiaire, je dois au préalable m'assurer que les retours sur capitaux resteront au moins aussi bons sur la durée.

**D'autant qu'ils ont besoin de BFR pour leur croissance, comme on l'a vu, ce qui affecte les dits retours sur capitaux, à moins que cette croissance ne soit exceptionnellement rentable.**

Oui, j'allais y venir. Du coup, comment veux-tu que je sache où Plastivaloire en sera sur ses différents métiers, disons d'ici dix ans ?

**Une difficulté qui s'ajoute au caractère cyclique de l'industrie...**

Par ailleurs, comme en plus il s'agit d'une holding, il n'est pas dit d'avance

que toutes les activités aient des cycles identiques. Bien malin l'analyste qui peut jongler avec tous ces éléments... Bon, puisque la maison est bien gérée, je pourrais me laisser tenter à deux fois le free cash-flow. Mais à cinq fois le cash-flow avant intérêts et taxes, non. Dans un portefeuille diversifié, ce serait cohérent, mais tu sais comme je préfère concentrer.

*Quitte à parler plastique : Plastic Omnium.*

[...]

---

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

**(/investisseurfrancais.com)**

---