



Be Rich Corp

Formation VIP

Module 14

Analyse de sociétés et analyse financière : le retour !

Partie 2



Etudes de cas

Etude de cas : RR Donnelley & Sons

In \$ millions	Twelve Months Ended December 31,						
	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Net earnings	(\$121.1)	\$217.1	(\$21.4)	(\$183.6)	(\$48.9)	\$400.6	\$137.1
<u>Adjustments</u>							
Income tax expense (benefit)	(116.3)	105.9	114.5	(83.9)	136.5	196.0	237.4
Interest expense	243.3	222.6	234.6	226.4	227.3	139.0	110.7
Investment and other (income) expense	(10.6)	9.9	16.6	2.4	(3.6)	10.4	7.9
Loss on debt extinguishment	69.9	-	-	-	-	-	-
Depreciation and amortization	549.9	539.2	579.0	640.6	598.3	463.3	425.0
Restructuring & impairment charges	667.8	157.9	382.7	1,184.7	839.0	206.1	419.8
Integration charges	-	-	-	-	-	-	8.3
Acquisition-related expenses	2.2	13.5	1.6	-	-	-	-
Gain on pension curtailment	(38.7)	-	-	-	-	-	-
Journalism Online contingent compensation	15.3	-	-	-	-	-	-
Minority interest	-	-	-	-	3.3	2.7	(1.2)
(Income) Loss from discontinued operations	-	-	-	(1.8)	0.5	2.0	(41.5)
Total Non-GAAP adjustments	1,382.8	1,049.0	1,329.0	1,968.4	1,801.3	1,019.5	1,166.4
Non-GAAP Adjusted EBITDA	\$1,261.7	\$1,266.1	\$1,307.6	\$1,784.8	\$1,752.4	\$1,420.1	\$1,303.5

Les charges de restructuration n'ont rien d'exceptionnel, et il semble pertinent de les compter de manière récurrente ! La moyenne sur 7 ans est de 550 M, et elle n'est sans doute pas prête de baisser sachant que RRD a fait 6 acquisitions en 2011



Be Rich Corp

Formation VIP

Business Generates Substantial Cash Flow

Current RRD Metrics	
Stock Price	\$12.72
Market Cap	\$2.3B
Enterprise Value	\$5.7B
EV/EBITDA (LTM)	4.6x

(Stock Price and Market Cap as of 8/8/12; net debt and LTM EBITDA as of 8/30/12)



1. 2009 cash flow includes benefits related to the decline in value and reorganization of certain entities within the International segment, reductions in working capital and the impact of no bonus payments in 2009. The aggregate impact of these items is approximately \$685 million.
 2. 2012 is guidance given on August 1, 2012 and is not being reaffirmed here; assumes \$213 million of capex (midpoint of capex guidance range of \$200-\$225 million).

Ajustement des chiffres de RR Donnelley & Sons

	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Adjusted EBITDA donné	1261,7	1266,1	1307,6	1784,8	1752,4	1420,1	1303,5
EBITDA corrected	711,7	716,1	757,6	1234,8	1202,4	870,1	753,5
Interest expense	243,3	222,6	234,6	226,4	227,3	139	110,7
Taxes	-116,3	105,9	114,5	-83,9	136,5	196	237,4
maintenance CAPEX	200	200	200	200	200	200	200
FCF	384,7	187,6	208,5	892,3	638,6	335,1	205,4
CF before taxes	268,4	293,5	323	808,4	775,1	531,1	442,8
Normalized FCF (tax 33%)	178,93	195,67	215,33	538,93	516,73	354,07	295,20

- La capacité bénéficiaire du business estimée de manière plus conservatrice est loin des FCF supérieurs à 500 millions annoncés par l'entreprise
- Nous avons été peut être agressifs en intégrant l'ensemble des charges de restructuration dans le CAPEX de maintenance, mais rien ne nous indique a priori que ces dernières ne continueront pas à être récurrentes
- En bref : «Trust but verify». On n'est jamais trop prudent !!!

Une autre astuce comptable : Salesforce.com

- 10-K de janvier 2012 page 38: « The Company commences revenue recognition when all of the following conditions are satisfied: [...] service has been or is being provided to the customer »
- 10-K de janvier 2011 page 67-68: « We recognize revenue when all of the following conditions are satisfied: [...]service has been provided to the customer »

Une telle ruse doit automatiquement nous mettre sur nos gardes : on cherche généralement à nous cacher quelque chose !

Et évidemment, la compagnie ne donne pas sa croissance pour le nouveau business, mais affiche un taux de croissance supérieur à 40%... Mais on a toutes les raisons de penser que c'est faux puisqu'on ne compare pas des pommes avec des pommes ! De plus, lorsque la société dit allonger ses périodes de facturation dans un environnement compétitif et que l'on apprend qu'elle baisse ses prix car la concurrence (Microsoft, Oracle, SAP) est 4 fois moins chère, le doute est plus que justifié.

Petits exercices

- Regarder plus en détail RR Donnelley pour affiner le calcul du FCF en estimant notamment le bon impôt sur une base normalisée (car D&A > Capex, on sera imposé sur le résultat pré-taxes su compte de résultat et non sur le FCF pré-taxes, ce qui réduira le taux d'impôt effectif)
- Regarder la société Prodware et comparer le premier semestre 2012 avec le premier semestre 2011 et estimer la génération de cash du business. Voyez-vous des éléments qui vous surprennent dans les états financiers de l'entreprise ?

Les marges

- Il s'agit de mesurer l'efficacité opérationnelle d'une entreprise

- Brute

$(CA - \text{coût des ventes}) / CA$
 $(\text{Sales} - \text{COGS (Cost Of Goods Sold)}) / \text{Sales}$

- Opérationnelle

$(\text{Marge brute} - \text{Dépenses opérationnelles (administratives et R\&D)}) / CA$
 $(\text{Marge brute} - \text{SG\&A}) / \text{Sales}$

- Nette

Résultat net / Ventes
Net profit / sales

- Attention à bien penser à recalculer le résultat net si celui-ci contient des éléments exceptionnels



Quelle(s) marge(s) utiliseriez-vous pour mesurer l'efficacité des opérations d'une entreprise ?

Exercice : Quelles sont les marges de la société QLogic ?

La rentabilité

- **Retour sur capitaux propres (Return On Equity)**
- $ROE = \text{bénéfices de l'année } N / \text{Capitaux propres de l'année } N - 1$
- **Retour sur capitaux totaux (Return On Total Capital)**
- $ROTC = \text{bénéfices de l'année } N / \text{Capitaux totaux de l'année } N - 1$
- Capitaux totaux = Capitaux propres + dettes financières (long terme uniquement si le FR est très positif, court et long terme autrement)
- Attention à bien penser à recalculer le résultat net si celui-ci contient des éléments exceptionnels
- Ne pas se contenter du simple ROE !!! ROTC permet de neutraliser l'impact de l'effet de levier, et de donner une image plus fidèle de la rentabilité
- **Retours sur capitaux employés (Return On Capital Employed) :**
- $ROCE = (\text{EBITDA} - \text{maintenance capex}) / \text{Capitaux employés par le business}$
- Capitaux employés = BFR + actifs fixes (pleinement dépréciés)

Le retour sur capitaux tangibles : une autre mesure de la rentabilité

- **Retour sur capitaux tangibles (Return on tangible total capital)**
- ROTTC = bénéfices de l'année N / Capitaux totaux de l'année N – 1 - Goodwill
- Le goodwill a été déboursé. Comme on n'a pas besoin de continuer à remplacer le goodwill, plus besoin de le compter sauf si la compagnie est un serial acquéreur irrationnel

	Company A	Company B
Current Assets	3	3
Fixed Assets	2	7
Goodwill	5	0
Current Liabilities	1	1
Book Value	\$9	\$9
Earnings \$2.00 per share in cash		
Return on Tangible Capital	50%	22%

Question

- Y a-t-il une corrélation entre fortes marges et forte rentabilité ?

Fin du module 14

- Vous avez vu des cas pratiques de remise en question des données fournies par les entreprises, et quelques points sur lesquels il faut être vigilant

Exercice :

Faites une analyse de ZAGG, cotée aux US, et dites moi ce que vous en pensez !

Envoyez vos analyses à FormationVIP@berichcorp.com. Avez-vous utilisé la feuille Excel d'analyse d'une société ? Avez-vous vu des éléments douteux grâce à la feuille ?

Pensez aussi à envoyer vos réponses aux questions

Question subsidiaire : La capitalisation boursière d'une société en 2002 était environ de 50 milliards de dollars. Elle est aujourd'hui d'environ 90 milliards de dollars. Toutefois, le cours de l'action de cette société a fait un fois 8 sur la période. Comment est-ce possible ?

Rappel des questions

- Quelle(s) marge(s) utiliseriez-vous pour mesurer l'efficacité des opérations d'une entreprise ?
- Quelles sont les marges de la société QLogic ?
- Existe-t-il une corrélation entre fortes marges et forte rentabilité ?
- La capitalisation boursière d'une société en 2002 était environ de 50 milliards de dollars. Elle est aujourd'hui d'environ 90 milliards de dollars. Toutefois, le cours de l'action de cette société a fait un fois 8 sur la période. Comment est-ce possible ?
- Regarder plus en détail RR Donnelley pour affiner le calcul du FCF en estimant notamment le bon impôt sur une base normalisée (car $D\&A > Capex$, on sera imposé sur le résultat pré-taxes su compte de résultat et non sur le FCF pré-taxes, ce qui réduira le taux d'impôt effectif)
- Regarder la société Prodware et comparer le premier semestre 2012 avec le premier semestre 2011 et estimer la génération de cash du business. Voyez-vous des éléments qui vous surprennent dans les états financiers de l'entreprise ?