

Module 16

La marge de sécurité

Concept central de l'investissement

Partie 1

La marge de sécurité pour les obligations

- En obligataire, le concept est assez évident, vu qu'on recherche toujours **une ample couverture des intérêts par le résultat des opérations disponible pour le paiement des intérêts pour se couvrir contre une possible baisse des bénéfices**
- On recherche donc simplement des obligations avec des rendements qui nous conviennent qui respectent nos standards de sécurité
- On sélectionnera des obligations individuelles si elles ont un rendement à maturité significativement au-dessus des obligations US
- En France, il faut prendre en compte les considérations fiscales : le support euro d'une AV peut être au final beaucoup plus rentable
- L'achat d'obligations cotant significativement sous le pair peut être une opportunité extraordinaire si l'obligation est effectivement remboursée !

La marge de sécurité pour les actions

Le concept est beaucoup plus flou que dans l'obligataire. On peut toutefois ressortir quelques grandes lignes pour **ne pas perdre d'argent** dans un investissement

Méthode action = obligation

- Dans certains cas, on peut considérer l'action comme une obligation, le collatéral étant les actifs et les bénéfices de l'entreprise
- Exemple 1 : Quad Graphics est à vendre pour 850 millions d'USD sur le marché. Bien qu'elle ait de la dette bancaire, celle-ci est très largement couverte par l'EBITDA - Capex. Son capital est par ailleurs constitué uniquement d'actions. La question est alors : la société peut-elle supporter une émission obligataire de 850 millions alors que son bénéfice pré-taxes (après paiement des intérêts bancaires existants) est nettement supérieur à 350 millions sur chacune des 5 dernières années ? Avec cette émission, le paiement des intérêts de la dette obligataire serait de 85 millions avec des intérêts à 10%, et serait alors couvert plus de 4 fois. Il serait couvert près de 3 fois avec un taux de 15%.

La marge de sécurité pour les actions

Méthode action = obligation

- Exemple 2 : The Hour Glass est à vendre pour 410 millions de SGD. La question est alors est-ce que la société peut supporter une émission obligataire de 410 millions, alors que son résultat pré-taxes est de 69 millions et supérieur à 35 millions sur chacune des 5 dernières années, et que la société a plus de 50 millions de cash ?
 - Si les intérêts à payer sont de 5 % sur la dette nette de $410 - 50 = 360$ millions, cela fait une dépense d'intérêts de 18 millions, et notre couverture des intérêts est alors de 2 fois sur la moins belle des 5 dernières années
 - Avec un taux de 10 %, on aurait une dépense d'intérêts de 36 millions, qui n'est même pas couverte une seule fois par le bénéfice le plus bas des 5 dernières années
 - Un investissement au cours actuel suppose que l'on soit optimiste sur les perspectives de croissance de la société : la marge de sécurité est alors plus réduite !
 - La croissance n'est pas forcément impossible pour cette belle entreprise, elle est même probable quand on la connaît mais c'est une **hypothèse plus forte** et qui nécessite une projection plus optimiste de la part d'un analyste, qui devra **vérifier / remettre en question** la plausibilité de celle-ci

La marge de sécurité pour les actions

Extension de la méthode action = obligation

- Sans des conditions de marché « normales », la condition décrite plus tôt est rare. Il faut pouvoir considérer d'autres définitions de la marge de sécurité.
- Pour une entreprise bénéficiaire, on peut définir la marge de sécurité par rapport au rendement du bénéfice pour les actionnaires. On va alors voir l'entreprise comme une obligation ayant un coupon taux de rendement (Earning yield) = $1/PE$ ou $1/FCF$, exprimé en % (dans le calcul du PE et du FCF, on considérera les bénéfices sur une période étendue). La marge de sécurité réside alors dans la supériorité du coupon par rapport à un rendement obligataire d'Etat considéré comme sans risque (US par exemple).
- Exemple 1 : Quad Graphics a un P/FCF de 2,4 en se basant sur un historique de 5 ans du FCF. Cela correspond à un coupon FCF yield de 41,28 %. C'est plus de 9 fois supérieur au rendement actuel des obligations US sur 10 ans. Si le coupon est divisé par 4, on est toujours 2,5 fois au-dessus
- Exemple 2 : The Hour Glass a un PE de 11,33 en se basant sur un historique des bénéfices de 7 ans. Cela correspond à un earning yield de près de 9%. C'est environ 3 fois supérieur au rendement des obligations US sur 10 ans (rappel : attention, le PE n'est pas forcément un bon indicateur dans ce cas là).
- **Attention** : Le taux moyen des obligations US sur le dernier siècle est de 6%. L'environnement actuel a des taux historiquement au plus bas

Fin du module 16

- Vous êtes maintenant familier avec le concept de marge de sécurité pour les obligations et un type de marge de sécurité pour les actions
- **Exercice** : Prenez l'action QLogic et estimez la marge de sécurité par les méthodes exposées dans ce module. Envoyez vos résultats à FormationVIP@berichcorp.com en précisant dans le titre « formation module 16)