

Module 17

La marge de sécurité

Concept central de l'investissement

Partie 2

La marge de sécurité pour les actions

La marge de sécurité pour les entreprises en croissance

- Investir dans les sociétés en croissance avec une marge de sécurité est possible : il faut juste être prudent à **ne pas prendre des hypothèses de croissance démesurées**
- Prenez systématiquement en compte un scénario de ralentissement fort de la croissance passée du bénéfice
- Le PE cible peut être approximativement calculé avec la formule de Graham
$$PE = 8,5 + 2 \times \text{taux de croissance du bénéfice}$$
- Conseils :
 - Eviter en toute circonstance de prendre pour hypothèse une croissance du bénéfice qui fait que le PE dépasse 25.
 - Dans la plupart des cas, une hypothèse de croissance rentable de 5% par an est déjà relativement optimiste

La marge de sécurité pour les actions

La marge de sécurité sur les actifs courants

- Une des marges de sécurité les plus fiables est celle sur actifs courants
- En particulier, lorsque l'entreprise cote sous la valeur d'actifs nets courants (NCAV), l'investissement a une marge de sécurité évidente par rapport à cette NCAV
- Attention toutefois à avoir un panier d'investissements diversifié (10 actions ou plus) dans cette catégorie, car beaucoup d'entreprises peuvent brûler du cash et réduire à néant cette marge de sécurité
- On ne pourra concentrer un investissement dans cette catégorie que lorsqu'on aura une preuve convaincante du fait que la société ne brûle pas de cash (ou pas significativement pour réduire la marge de sécurité)



Be Rich Corp

Formation VIP

La marge de sécurité pour les actions

Exemple récent de marge de sécurité sur la NCAV : FBR Corp

- Banque d'investissement qui a vendu sa division asset management.
- Bilan au deuxième semestre 2012 :
 - Assets
 - Cash and cash equivalents \$ 145,534
 - Due from brokers, dealers and clearing organizations 11,665
 - Customers 4,492
 - Other 2,757
 - Financial instruments owned, at fair value 70,763
 - Other investments, at cost 27,674
 - Intangible assets, net 1,890
 - Furniture, equipment, software and leasehold improvements, net of accumulated depreciation and amortization 5,275
 - Prepaid expenses and other assets 9,318
 - Total assets \$279,368 \$
 - Liabilities
 - Securities sold but not yet purchased, at fair value \$ 36,195
 - Accrued compensation and benefits 11,535
 - Accounts payable, accrued expenses and other liabilities 14,214
 - Due to brokers, dealers and clearing organizations 7,781
 - Total liabilities 69,725
 - Total shareholders' equity 209,643
- A cela, ajoutons 30 millions pour la vente de l'activité asset management, qui seront reçus à l'avenir ce qui donne des **capitaux propres de 239,643 millions**. A noter que ce bilan est parfaitement liquide (les actifs sont quasi exclusivement tangibles) et que les détails des lignes sont disponibles dans les rapports.
- **La société se vend à 152 millions.**

La marge de sécurité pour les actions

Exemple récent de marge de sécurité sur la NCAV : FBR Corp

- Ajustements du bilan :
 - En cas de liquidation, on devra payer les leases restants sur les bureaux, ce qui enlèvera environ 30 millions.
 - On enlève les intangibles et les meubles, ordinateurs, etc..., ce qui fait un peu plus de 7 millions
- Il resterait tout de même une NCAV d'un peu plus de 200 millions par rapport à un prix de 150 millions. **Marge de sécurité = 25 % sur NCAV**
- Tout n'est pas rose dans cette société :
 - Elle ne fait que des pertes importantes depuis plus de 5 années et on risque de perdre notre capital
 - Toutefois, il y a une nouvelle qui ne semble pas intégrée par le marché : depuis début 2012, FBR est à l'équilibre (en break-even) : le management a licencié près de 40% du staff et les dépenses fixes ont ainsi été réduites. Ainsi, la société a pu afficher un petit profit sur les 6 premiers mois, alors que les revenus sont clairement au plus mal sur ces 6 premiers mois de l'année (2011 était une très mauvaise année et le CA a baissé de 22% par rapport à 2010).
 - La banque d'investissement est une activité on ne peut plus cyclique : il suffit d'un gros deal pour que le profit décolle. Avec des coûts mieux calibrés, on peut attendre le prochain gros deal sans craindre que notre cash ne soit dilapidé. Par ailleurs, la société rachète massivement ses actions depuis fin 2011. Notre cash nous est donc retourné.

La marge de sécurité pour les actions

La marge de sécurité pour les actifs cachés

- On peut rechercher des actifs cachés qui représente parfois le prix à payer ou plus pour la société. Tout le reste est alors gratuit et on a une belle marge de sécurité
- Exemple : Lakes Entertainment, opérateur de casinos indiens
- Actifs facilement monnayables et dettes :
 - Cash : 38,5 M\$
 - Management fees receivable : 7 M\$
 - Deposits : 2,25 M\$
 - Total liabilities : - 7M\$
 - NCAV = 40,75 M\$
- Poste intrigant : Other assets 15,7 M\$
- On va voir les notes et on trouve que ce sont des participations dans des casinos dans l'Ohio (qui valent plutôt en réalité autour de 100 millions d'après notre analyse)
- La société est à vendre pour sa NCAV en avril 2012 alors qu'elle possède aussi de l'immobilier, qui a été acquis pour 11 millions
- Lorsque la société se vendait à 40 millions, other assets et l'immobilier constituaient notre marge de sécurité dans cet investissement

La marge de sécurité pour les actions

La marge de sécurité pour les actifs cachés

- Autre exemple : Phillips 66, numéro deux mondial de la raffinerie, belle rentabilité des capitaux investis (RoCE = 18%)
- PSX était un spin-off mal aimé de Conoco-Philips, qui s'échangeait à sa book value de moins de 30 milliards et à 7 fois ses bénéfices moyens sur 5 ans et moins de 5 fois les bénéfices de 2011 en mai 2012
- Les participations dans les Joint Ventures étaient portées à leur valeur d'acquisition de 10,4 milliards alors qu'elles génèrent 2,8 milliards de bénéfice
- Les stocks en LIFO étaient mentionnés sous leur valeur de remplacement (écrit dans les notes du bilan)
- On pouvait donc acheter la société environ au prix de ses Joint ventures et recevoir gratuitement le reste (10 milliards de stocks et une société en croissance faisant 2 milliards de bénéfices)

Fin du module 17

- Vous êtes maintenant familier avec d'autres méthodes de calcul de marge de sécurité

Exercices :

- QLogic a-t-elle une marge de sécurité sur la NCAV au cours de 9\$?
- Ingram Micro a-t-elle une marge de sécurité sur la NCAV au cours de 15 \$? Au cours de 20 \$?
- Saurez-vous trouver un actif caché chez Dish Networks ? Comment vous y prendriez-vous pour l'estimer ?

Envoyez vos résultats à FormationVIP@berichcorp.com en précisant « formation module 17 » dans le sujet du mail