

# L'INVESTISSEUR FRANÇAIS

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

## Sears Holding Corp

Chers membres,

Comme vous pouvez le voir dans la rubrique portefeuilles, Sears Holdings (SHLD) est notre plus grosse conviction récente. C'est le plus gros investissement que j'ai fait jusque-là en termes de montant investi et la troisième plus grosse participation du portefeuille Be Rich Corp.

Cet investissement n'a pour le moment pas bien performé du tout. Sur les derniers mois, le cours a oscillé entre 68 \$ et 32,5\$. J'ai profité de la baisse pour me renforcer.

Dans cet article, je vais essayer de vous expliquer pour quelles raisons je pense que SHLD est l'un des investissements les plus intéressants que j'ai jamais vus.

### **La partie émergée de l'iceberg : ce que voit le marché**

L'évidence pour toute personne qui lit un peu les news ou les publications de SHLD est que Sears et Kmart sont des grands distributeurs en déclin. Tout va mal :

- Les ventes à périmètre constant ne font que baisser

- L'entreprise n'est pas profitable (pertes cash moyennes de l'ordre de 500 millions par an)

La concurrence est féroce et SHLD ne peut pas affronter un Wal-Mart, un Amazon, un Home Depot ou un Costco en termes de prix. Il semblerait que le business soit voué à disparaître. Aucun analyste ne recommande l'achat de SHLD. Il faudrait vraiment être fou pour acheter ce business, car, nous dit-on, il ne se retournera jamais.

### **Ce que je vois dans ce business : une structure de holding vraiment complexe, qui demande pas mal de temps pour être explorée...**

Pour être honnête avec vous, la galaxie SHLD est tellement vaste que l'on croirait presque que nous avons affaire à John Malone et ses holdings Liberty. Je vais essayer de vous présenter les choses de la manière la plus digeste possible.

Toujours est-il que Sears, ce n'est pas que Sears et Kmart, c'est aussi :

- 51% de Sears Canada

- SHC Realty (3077 operating stores lease opportunities / 116 closed stores opportunities)

- Sears Re

- Sears Auto Centers

- Shop Your Way

- SearsHome services

- Craftsman

- Kenmore

- Die Hard

- Lands'End

- Un business de gestion de garanties

- Des marques comme Kardashian Collection, Joe Boxer, Sandra Lee, Sofia, Country Living

- Des business de développement immobilier

- Peut être d'autres choses qui m'auraient échappé (cela ne m'étonnerait pas)

Il est important de comprendre que ces business sont « bankruptcy remote », c'est-à-dire qu'en cas de banqueroute d'une des entités, les autres entités ne sont pas concernées. C'est un élément clé à comprendre pour investir dans SHLD.

Dans l'analyse, je prends un cours de l'action de 41 \$ et considère donc que SHLD a une capitalisation boursière de 4,3 milliards. Ce cours peut varier très rapidement : Nous avons renforcé le mois dernier à moins de 35 \$.

Considérant que SHLD a beaucoup de filiales, nous allons tenter une analyse somme des parties pour valoriser la société.

### **Somme des parties de SHLD**

Nous allons commencer par le plus facile, pour ensuite aller vers les entités plus complexes à valoriser. Je vais bien sûr vous détailler mes hypothèses de travail pour que vous puissiez calculer une valorisation adaptée pour vous et ne pas vous appuyez uniquement sur la mienne.

#### **1) Sears Re**

Sears Re est une entité de réassurance basée aux Bermudes. Elle est destinée à couvrir les risques liés aux inventaires, aux salaires, et à différents sinistres imaginables (type Property & Casualty).

En lisant les documents de SHLD (avec les pieds de page évidemment), on apprend plusieurs choses :

a) En pratique, la société à un flottant libre de 3,05 milliards de dollars, réparti comme suit :

- Un investissement de 1,25 milliards dans REMIC, une entité de Sears qui détient 125 boutiques de grand format

- Un investissement de 1,8 milliards dans l'entité KCD qui regroupe les marques Kenmore, Craftsman et DieHard.

b) Depuis La société n'a jamais eu à vendre un seul actif dans son flottant pour satisfaire les demandes de dédommagement depuis 2001.

c) Le flottant rapporte 10% par an.

d) La société a le droit de récupérer son argent par vente de son flottant, et sera prioritaire en cas de difficultés opérationnelles sur la saisie des actifs de REMIC et de KCD.

Au vu des éléments ci-dessus, on peut en déduire que les opérations de Sears Re sont profitables. Il me semble assez conservateur de dire que **Sears Re vaut son flottant libre de 3,05 milliards.**

Elle peut valoir substantiellement plus que cela, mais nous ne cherchons pas à avoir d'estimation optimiste, n'est-ce pas ?

Donc, pour Re, on retient 3,05 milliards. Continuons.

## 2) 51% de Sears Canada

Sears Canada est cotée en bourse et, au cours de 13,15 \$, sa capitalisation boursière est de 1,33 milliards. Au cours actuel, la participation de SHLD représente 0,68 milliards. Considérant que Sears Canada a payé un dividende de 5 \$ par action et que la remontée de ce dividende n'est pas encore reflétée dans les comptes de la société, **SHLD, la participation de SCC dans SHLD vaut en fait 0,93 milliards si on prend Sears Canada au cours du marché.**

En réalité, je pense que SCC vaut substantiellement plus que son prix au marché au vu des transactions de monnayage récentes. En effet, Sears Canada a récemment vendu des participations dans une joint venture à 400 millions, et, dans le passé, on a aussi d'autres transactions :

- En 2010, Sears a vendu un terrain à Lachenaie, Québec, pour 4.0 millions. Le gain pré-taxe par rapport à la valeur comptable est de 2.8 millions (en déduisant tous les coûts, notamment celui de fermeture des opérations sous-jacentes).

- En 2010, Sears a vendu une propriété à Burnaby, British Columbia, pour 13.9 millions. Le gain net pré-taxe incluant les coûts a été de 13,4 millions (plus de 20 fois la valeur portée dans le bilan !!).

- En mars 2012, le propriétaire de trois centres commerciaux a approché Sears pour terminer leur bail (le bail est forcément hors bilan). Il a payé 170 millions à Sears pour arrêter le bail et le gain pré-taxes sur la transaction est supérieur à 164 millions.

- En juin 2012, la compagnie a terminé un autre bail et a été payée 5 millions. Comme Sears a investi 2,9

millions pour améliorer cette propriété de Deerfoot à Calgary, elle aura un gain de 2.4 millions.

Au-delà de la décote évidente des propriétés possédées par Sears Canada qui est confirmée par le fait que l'entreprise n'enregistre pas de pertes au moment des ventes d'actifs, ce qui est particulièrement intéressant, c'est qu'une partie des dettes opérationnelles de la société sont en fait des actifs. Notez bien que les baux sont des dettes, et que la société se fait payer pour terminer ses baux, donc diminuer ses passifs ! C'est tout de même assez remarquable pour être signalé.

Ces faits vous démontrent à quel point les baux de Sears Canada sont avantageux et les biens immobiliers sont sous-estimés dans le bilan. Le contexte de l'immobilier commercial au Canada est très porteur pour Sears Canada, parce que l'espace manque. Pour avoir de l'espace, les bailleurs et les concurrents sont prêts à payer.

Notez que les transactions immobilières passées représentent déjà la plus grande partie de la capitalisation boursière de la société post spin-off (attention, 6 \$ par action de dividendes ont été versés depuis tout de même), alors que l'immense majorité des emplacements de la société est toujours là ! Pour tout vous dire, au moment du spin-off, j'avais calculé très grossièrement qu'en prenant 5 millions par bail (certains valent beaucoup plus que cela, notamment pour les boutiques full-line) et en supposant que seuls 500 baux sont vendables et en ne comptant pas les points de services, on collecterait facilement 2,5 milliards ! N'oubliez pas que certains baux peuvent valoir plus de 50 millions pièce (comme ceux des centres commerciaux libérés en 2010)... Si on suppose que les baux des full-line stores valent 25 millions pièce, alors on aurait facilement 5 milliards de plus. Nous ne cherchons pas à avoir, et n'aurons pas de toute façon, une précision millimétrique. Simplement, je cherche à vous dire que **prendre la participation dans Sears Canada à sa valeur au marché est très conservateur.**

Pour information, au moment du spin-off, on pouvait lire dans les rapports que Sears Canada qu'il y avait au total : "118 Full-line Department stores, 369 specialty stores (including 48 Sears Home stores, 11 Outlet stores, four Appliances and Mattresses stores, 273 Hometown Dealer stores operated under independent local ownership and 33 Corbeil stores), four Floor Covering Centres, 1,557 catalogue merchandise pick-up locations, 102 Sears Travel offices and a nationwide home maintenance, repair, and installation network".

Faisons quelques scénarios :

Scénario 1, conservateur : 51 % de Sears Canada vaut 0,93 milliards. Alors Re + Canada vaut 3,98 milliards.

Scénario 2, moyen : 51% de Sears Canada vaut 1,25 milliards. Alors Re + Canada vaut 4,3 milliards.

Scénario 3, plus optimiste (sans être complètement absurde) : 51% de Sears Canada vaut 2,5 milliards. Alors Re + Canada vaut 5,55 milliards. Continuons avec KCD.

### 3) Kenmore, Craftsman & Diehard

Je ne suis pas spécialiste en évaluation des marques, mais on a de la chance : avant la fusion Sears + Kmart, un cabinet indépendant a fait l'évaluation des marques pour le deal, et est parvenu à la conclusion que ces marques valaient 5,5 milliards.

N'étant pas expert en la matière, je peux simplement me demander si ce chiffre est délirant, et faire des vérifications au doigt mouillé. SHLD fait plus de 40 milliards par an de ventes en moyenne. Supposons que le quart des ventes proviennent de KCD (on n'a malheureusement pas de breakdown, mais on peut voir que les gens vont encore chez Sears en grande partie pour leurs marques). On aurait donc 10 milliards de ventes de produits KCD sous cette hypothèse. Une valeur de reproduction de 5 milliards pour des marques qui se vendent à hauteur de 10 milliards est tout à fait défendable. Sur le marché privé, des marques profitables se paient généralement plus d'une fois les ventes. KCD peut facilement être profitable en faisant des contrats de licences avec d'autres enseignes que Sears, et Craftsman le fait déjà avec Costco par exemple. Il est fort possible que si les entités commerciales de Sears ne se redressent pas, KCD finissent par devenir un pur business de licences (comme l'est devenu Cherokee par exemple) générateur de cash-flows. Je soupçonne qu'ils le sont déjà en partie (on le verra plus loin dans la suggestion d'une autre approche d'analyse de SHLD).

En attendant, retenons 5 milliards pour la valorisation de KCD. Toutefois, souvenons-nous que l'entité a une dette de 1,8 milliards envers Sears Re, que nous allons déduire du montant de 5 milliards. En fait, KCD a été valorisée avec cette dette à la base, puisque Sears Re existait déjà avant la fusion avec Kmart, mais nous allons être conservateurs. **Nous valoriserons donc KCD à 3,2 milliards.** Reprenons nos 3 scénarios.

Avec le **scénario 1**, nous sommes maintenant à **7,18 milliards.**

Dans le **scénario 2**, nous arrivons à **7,5 milliards.**

Dans le **scénario 3**, nous sommes à **8,35 milliards.**

Continuons avec Lands'End.

### 4) Lands'End

Le spin-off de Lands'End est prévu cette année, et le form 10 est déjà disponible. En lisant le form 10, on voit que Lands'End est une marque profitable qui fait plus d'un milliard de ventes. Cette année,

j'estime que les profits seront de 70 millions de dollars environ.

A une fois les ventes et moins de 15 fois les profits, on arrive à une **valorisation supérieure à 1 milliard.**

Je pense que cette valorisation est conservatrice pour plusieurs raisons :

- Le potentiel du business a été sous exploité par Sears, dont les priorités n'étaient pas le développement de Lands'End.

- Seul le canal de vente Internet de Lands'End fonctionne correctement aujourd'hui et ramène des profits

- Le fait que Lands'End ait été forcée à faire des ventes dans des emplacements Sears ou Kmart n'a pas aidé la marque à bien se vendre. Post spin-off, Lands'End sera libre de ses agissements de ce point de vue, et pourra aussi se développer plus activement à l'international.

Vraiment, je pense que la séparation de Lands'End va donner un énorme potentiel à la marque. Après une année de restructuration ou deux, je vois bien ce business retrouver toute sa splendeur.

Quoi qu'il en soit par rapport à ces perspectives, le fait qu'ils sont aujourd'hui excellents sur Internet parce qu'ils pratiquent à merveille le marketing relationnel est un atout de taille pour leur donner un beau cash-flow sur ce canal de distribution. Ce « core business » est relativement stable et performant, avec des retours sur capitaux investis très élevés.

Aujourd'hui, le business est sans dette. Je pense qu'il peut être est fortement endetté sans risques particuliers, parce qu'il est capable de générer beaucoup de cash et qu'il est capex light (Jerem power is with us!). Quoiqu'il en soit, si le business est endetté, on retrouvera la contrepartie en cash dans sa holding d'aujourd'hui, SHLD, et cela ne change donc pas grand-chose à l'évaluation conservatrice que nous essayons de faire. En réalité, cela pourrait même créer de la valeur en donnant une capacité d'endettement supplémentaire à la holding, si la holding peut investir profitablement la dette levée (John Malone est un spécialiste de cette mécanique avec Liberty : il fait des spin-offs, réendette les entités, et repart à la chasse aux investissements avec les deux véhicules formés post spin).

En reprenant nos scénarios et en ajoutant une valeur de 1 milliard pour Lands'End, on arrive aux valorisations suivantes :

- **Scénario 1 : 8,18 milliards**

- **Scénario 2 : 8,5 milliards**

- **Scénario 3 : 9,35 milliards**

J'ai préféré faire assez bref pour Lands'End car il est prévu que Jeremy et Sylvain vous donnent plus d'éléments le moment voulu. Je pense que ce que j'ai dit permet de se faire une idée sans pour autant alourdir la présentation.

## 5) Première synthèse

A ce stade, je vous propose de respirer un coup et de prendre un peu de recul. On a parlé uniquement d'entités « marginales » de Sears si je puis dire, sans même parler d'immobilier en détail (juste un peu chez Sears Canada) ni des business opérationnels Sears Roebuck et Kmart. **A ce stade, on a déjà une marge de sécurité de près de 50% dans notre scénario moyen**, alors qu'on parle de business « qui ne doivent rien à personne » si je puis dire... Impressionnant, n'est-ce pas ?

Sur ces bonnes paroles, continuons avec Shop Your Way.

## 6) Shop Your Way

Shop your way est la plateforme de vente en ligne de Sears. On peut la définir comme le mélange d'un réseau social, d'un blog, et d'un distributeur en ligne type Amazon.

L'air de rien, Shop Your Way est déjà dans le top 5 des sites de e-commerce aux US (à la 5<sup>ème</sup> place)... Pas si mal pour un business affilié à une enseigne répertoriée comme une enseigne de « loosers ».

Shop Your Way a des comparables très flatteurs en termes de valo : c'est un mélange de Facebook et Amazon.

Shop Your Way a des abonnés plus ciblés que Facebook, un peu à l'instar d'un blog, donc le monnayage de ces abonnés est bien plus efficace que chez Facebook. Un membre Shop Your Way n'a aucune raison d'être valorisé moins cher qu'un utilisateur Facebook. Côté marges, Amazon, qui n'est pas profitable, se vent à plusieurs fois ses ventes.

**Théoriquement, si le marché valorisait Shop Your Way de la même manière qu'il valorise Amazon, alors, à deux fois les ventes de Shop Your Way, la boutique devrait valoir 40 milliards à elle seule.**

Vous n'y croyez pas ? Ok, attaquons sous un angle différent, celui de la valeur par membre, à la Facebook, en étant plus conservateur sur la valorisation. Malheureusement, vous allez voir que l'exercice est assez difficile.

Notons quand même au passage que 80% des transactions de Sears se font par les membres du programme Shop Your Way, et qu'il y a environ 20 milliards de ventes en ligne. Des investissements importants sont faits dans cette plateforme qui est très jeune, et la rentabilité est dégradée par le coût d'acquisition des abonnés. Une fois que tout cela va se normaliser, à plus long terme, je pense que ce business de marketing relationnel a vraiment du potentiel, en ce sens qu'il est capex light en termes de maintenance par rapport à du retail classique où vous devez maintenir plein de magasins en état (et ça coûte cher). Si vous voulez, vous pouvez le voir un peu comme un Club de l'Investisseur Français avec énormément de membres !

Donc, on va regarder Shop Your Way (SYW) comme un site avec des membres qui fait 20 milliards de ventes en ligne. Combien de membres un tel site peut-il avoir ? Si le ticket moyen par client est de 1000 \$, cela voudrait dire que SYW aurait 20 millions de membres. Cela paraît énorme, mais il y a tout de même plus de 300 millions d'habitants aux US. Disons probablement que SYW doit avoir entre 10 et 30 millions de membres. Maintenant, si on estime qu'un membre peut rapporter 10 \$ par an, soit 1% de 1000 \$, alors, capitalisé à 10 fois ce qu'il rapporte par an, un membre SYW vaudrait 100\$. **A ce tarif de 100 \$ par membre** (qui me paraît très conservateur car un détaillant en chair et en os peut faire entre 30 à 50 \$ de profits sur une vente), **SYW vaudrait déjà entre 1 milliard et 3 milliard. Si SYW parvient à booster un jour sa rentabilité, le business peut valoir confortablement 10 milliards** (la moitié de ses ventes actuelles).

Notons que **SYW est une cible très intéressante pour un acquéreur sur le marché privé, qui pourrait utiliser cette plateforme qui entretient des relations avec des dizaines de millions de membres pour vendre à peu près n'importe quoi**. Les produits vendus n'ont pas à être spécifiques à SHLD.

C'est pour cette raison que je pense que SYW a en fait une très grande valeur, potentiellement de l'ordre de plusieurs dizaines de milliards. Quand on voit Facebook payer 16 milliards pour un truc qui n'a littéralement rien à côté de ce que possède SYW (beaucoup plus de membres, une relation, et une capacité à monnayer cette relation), on se dit que, dans ce cas SYW devrait valoir bien plus que cela. Et puis Sylvain me dit que lorsque l'on sait que près de 80% des ventes se font par affiliation et que ce chiffre est en hausse sur les derniers trimestres, c'est encore plus intéressant...

Difficile donc d'assigner une valeur à SYW, mais je vais tout de même reprendre les 3 scénarios, et je vous laisse réajuster selon comment vous voyez les choses :

- Si je valorise SYW à 2 milliards, soit 0,1 fois ses ventes en ligne, nous avons, dans le **scénario 1 : 10,18 milliards**

- Si je valorise SYW à 10 milliards, soit 0,5 fois ses ventes en ligne, nous avons, dans le **scénario 2 : 18,5 milliards**

- Si je valorise SYW à 20 milliards, soit une fois ses ventes (la moitié d'Amazon), nous avons, dans le **scénario 3 : 29,35 milliards**

« Not too shabby », comme disent nos amis outre-Atlantique, mais continuons, en évoquant cette fois l'immobilier.

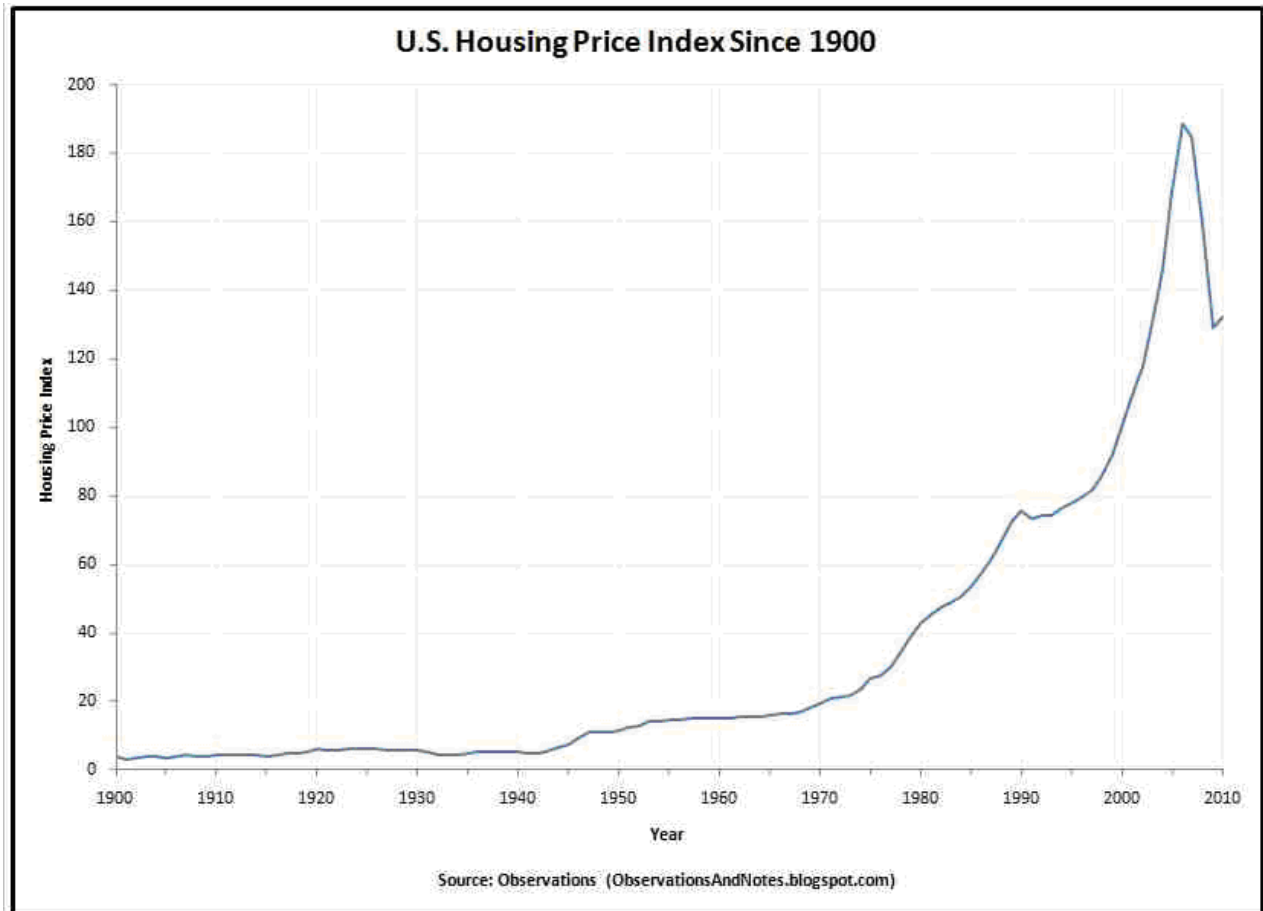
## 7) L'immobilier

Histoire de ne pas vous faire passer votre vie sur mon analyse de SHLD, je regroupe ici SHC Realty, REMIC, les business de développement

immobilier, les datacenters, et je vulgarise un peu l'analyse (honnêtement, à ce stade, je dirais presque qu'on se fiche de la valeur de l'immobilier, vu qu'on ne le paie pas).

En fait, si je prends une courbe des prix de l'immobilier aux US comme celle en-dessous, je

me dis que les biens de SHLD détenus en propre, sans même compter les baux, valent probablement environ 5 fois leur valeur d'acquisition... Surtout si je me dis que les prix de l'immobilier aux US ont pas mal progressé sur la période 2011 – 2013.



Maintenant, regardons le bilan : **la valeur des biens immobiliers de Sears est estimée à 6.186 milliards** et a subi une **dépréciation cumulée de 4.633 milliards**. **La valeur d'acquisition totale de ces biens par la compagnie était donc de près de 11 milliards.**

Multipliez par 5 et vous êtes à 55 milliards. Incroyable pour être vrai ?

Cela dépend comment vous regardez les choses. Si vous imaginez que le business de Sears, c'est de faire du leasing d'espace commercial (foncière commerciale), Sears peut vous louer plus d'espace que n'importe quelle foncière aux US, y compris Simon Property Group, qui a la plus grosse capitalisation boursière du secteur. Et pourtant, tout le monde trouve normal que Simon capitalise 50 milliards en bourse ! Pourquoi ne voudriez-vous pas que SHLD en capitalise autant, avec tous les autres actifs en plus que nous avons mentionné auparavant ?

Parce que c'est SHLD ? Ce n'est pas une excuse !  
Parce que SHLD n'est pas une foncière pure play ?  
OK, c'est plus valable.

Notons toutefois que General Growth Properties, qui n'est même pas une foncière prime et dont les biens sont de qualité inférieure à celle de Simon et Sears, capitalise 21 milliards en bourse. Et notons aussi que SHLD ferme très vite ses magasins ou réduit ses espaces commerciaux et propose de louer des emplacements à la fois dans leurs magasins occupés et dans leurs magasins vides (vous pouvez le voir sur le site de SHC Realty).

Mettre la foncière SHLD au même prix que GGP me paraît vraiment conservateur. Ainsi, assignons 21 milliards à l'immobilier de SHLD dans le scénario 1 et 2, et poussons l'hypothèse à 50 milliards (même valeur que Simon) dans le scénario 3. On obtient alors :

- **Scénario 1 : 31,18 milliards**
- **Scénario 2 : 39,5 milliards**
- **Scénario 3 : 79,35 milliards**

#### 8) Les entités opérationnelles Sears Roebuck et Kmart hors Shop Your Way

Considérant que les entités ne sont pas profitables (mais le cas n'est peut être pas aussi désespéré qu'il

en a l'air vu que Lampert a accéléré en 2014 le nombre de fermetures de sites non profitables), on va considérer qu'elles valent au plus 0.

Maintenant, considérant que les entités drainent environ 500 millions de cash par an à SHLD et qu'elles ont environ 17 milliards de dette au total, **je vous propose de se dire qu'on investit sur 10 ans et que ces entités vont constituer un passif de 22 milliards dans le cadre du scénario 1**, tout en sachant pertinemment qu'en cas de banqueroute, les autres entités ne seraient pas touchées. Je pense que c'est ultra conservateur, parce que j'assigne la valeur 0 aux créances et aux stocks de SHLD.

Dans la cadre du **scénario 2**, je vais assigner une décote importante aux stocks et aux créances

De SHLD, et dire qu'on aura un **passif de 10 milliards sur 10 ans** (la book value est pourtant très positive, donc, encore une fois, c'est conservateur).

Dans le cadre du **scénario 3**, je vais assigner la **valeur 0** à ces business. Evidemment, je n'accorde aucun crédit ici aux actifs d'impôts différés dans le hors bilan de SHLD (une bagatelle de l'ordre de 1,5 milliards, voire significativement plus si les entités redeviennent rapidement profitables). Avec tout cela, on arrive à :

- **Scénario 1 : 9,18 milliards**
- **Scénario 2 : 29,5 milliards**
- **Scénario 3 : 79,35 milliards**

## 9) Le reste

Je pense que Sears Home Services, qui propose des services d'installation, maintenance et réparation est un joyau capex light, qui, bien dimensionné, est une véritable cash-machine.

Je pense aussi que le business de gestion de garanties est un business avec une dynamique similaire. La direction étudie des « alternatives stratégiques » pour ce business depuis l'an dernier. Peut-être un spin-off à venir ?

Enfin, je pense que Sears Auto Centers, le service de vente de pièces et de réparation de véhicules, peut offrir des emplacements très attractifs à d'éventuels concurrents qui souhaitent accroître leur présence nationale. La direction étudie des « alternatives stratégiques » pour ce business : pensez vente ou spin-off potentiel.

Je pense que tout cela a de la valeur, et même pas mal de valeur (de l'ordre de plusieurs milliards sans aucun doute pour moi), mais il m'est impossible de quantifier cette valeur sur la base des informations dont je dispose.

Par conservatisme, je vous propose de retenir la valeur 0 pour tout le reste des business de SHLD. Vu tout ce qu'on a déjà amputé en 8) dans les scénarios 1 et 2, on obtiendra ainsi une évaluation hyper conservatrice.

## 10) Verdict

Vous avez pu voir, à travers cette analyse, que SHLD n'est pas simplement un business de retail en galère. C'est bien plus que cela. Nous avons établi 3 scénarios de valorisation, dont les 2 premiers me semblent conservateurs (mais vous pouvez ajuster les hypothèses que je vous expose pour arriver à vos propres conclusions).

Ainsi, on aurait :

- **Scénario 1 : 9,18 milliards, ou 86,52 \$ par action**

- **Scénario 2 : 29,5 milliards, ou 278,04 \$ par action**

- **Scénario 3 : 79,35 milliards, ou 747,88 \$ par action**

Dans les deux derniers cas, il semble pertinent d'appliquer une décote de holding, car il serait vraiment étonnant que SHLD puisse à la fois exploiter son potentiel de foncière et exploiter son potentiel de ventes, et vendre son site à un acquéreur privé plein pot. Cela étant dit clairement, si j'applique une décote de holding substantielle de 50% aux scénarios 2 et 3, j'arrive tout de même à des sommes pas si mauvaises que cela :

- **Scénario 1 : 9,18 milliards, ou 86,52 \$ par action**

- **Scénario 2 : 14,75 milliards, ou 139,02 \$ par action**

- **Scénario 3 : 39,675 milliards, ou 373,94 \$ par action**

Lorsque je compare avec un prix de l'action de l'ordre de 40 \$, je ne sais pas vous, mais moi, ça me donne vraiment envie ! Et il y a un an, il y avait SHOS dans le tas en plus...

On peut voir la chose comme suit : **au prix actuel, on paie Sears Re + Sears Canada, et tout le reste est quasiment gratuit. D'ailleurs, au moment de mon dernier renforcement, tout le reste était réellement gratuit !** On peut aussi dire que **Sears Re + Canada + Lands'End justifie le prix actuel : tout le reste, c'est cadeau !**

Pour tout vous dire, depuis Virtus Partners en 2009, je n'ai jamais vu un investissement qui m'a autant crevé les yeux tellement il est cheap... Donc je n'ai pas pu m'empêcher de charger.

## Une autre façon de voir Sears Holdings

En fait, SHLD est aussi séparable en entités guarantor et non guarantor (voir les notes de pied de page dans les rapports). J'explique brièvement ce sujet. En fait, les 17 milliards de dette de SHLD sont toutes les dettes. Dedans, il y a les dettes opérationnelles, et les dettes financières. Les dettes opérationnelles ne sont sous-jacentes à rien du tout, il s'agit juste de payer les fournisseurs et les impôts. Les dettes financières, quant à elles, sont adossées à quelque chose. En l'occurrence, le prêt bancaire à terme et le crédit revolving sont adossés aux stocks des entités opérationnelles Sears Roebuck et Kmart, et les obligations de la SRAC (Sears Roebuck

Acceptance Corp, une entité de Sears Roebuck), dont le montant est ridicule à l'échelle de l'ensemble de la dette, sont adossées à certains actifs de cette entité. Les entités détenant les actifs qui garantissent cette dernière dette financière sont dites guarantor. Les autres sont dites non guarantor. Ainsi, vous pouvez subdiviser l'ensemble SHLD en deux sous-ensembles : les entités non guarantor et les entités guarantor. Autrement dit, SHLD = {guarantor} U {non guarantor}.

(U étant le sigle d'union, pour ceux qui seraient fâchés avec les maths, comme moi aujourd'hui)

Les comptes des entités guarantor et non guarantor sont donnés dans les notes de pied de page. **Vous pourrez y voir que la valeur au livres des entités non guarantor est de 25 milliards, et que le Free Cash-Flow que génèrent ces entités est de 500 millions par an (et en croissance).** Je vous assure, ce n'est pas une blague !

Considérant que la plupart des entités de SHLD se facturent entre elles, il ne faut pas une imagination mirobolante pour se dire que les entités non guarantor pourraient facturer bien plus que ce qu'elles font aujourd'hui si elles étaient indépendantes.

Evidemment, dans la valeur aux livres, il va de soi que l'immobilier est sous-estimé.

### **Le CEO est un outsider, même si Wall Street le prend pour un idiot**

Rappelons que c'est Eddie Lampert qui est à la tête de Sears. Il est possiblement aujourd'hui, le meilleur candidat pour détrôner Buffett du titre de meilleur investisseur de notre époque. Lampert a retourné pendant 24 ans 29% de l'an aux actionnaires de son Hedge Fund, ce qui est une performance plus qu'honorable.

Par ailleurs, Lampert a racheté et retiré plus de 30% des actions en circulation avec l'argent de SHLD. Par ailleurs, il a régulièrement renforcé son investissement avec son propre argent et celui de

son Hedge Fund. On ne peut pas dire qu'il n'est pas dans le même bateau, et sa sous-performance devrait finir par l'énerver un jour. Je suis sûr que Lampert est sensible à la notion de TRI.

A titre personnel, je trouve que l'idée de faire de la distribution basée sur le membership est juste phénoménale : pour moi, Lampert est un visionnaire.

Enfin, rappelons tout de même que Lampert a fait quelques investissements de redressement absolument génieux : Autozone, Kmart, iStar Financial (à une fraction infime de la book value au plus profond de la crise des subprimes... alors qu'on entendait tout le monde dire que les mREIT, c'était toxique... Alors qu'on peut lire maintenant que c'est un véhicule d'investissement sûr J), Gap, Safeway.

En fait, Lampert est un vrai spécialiste de l'investissement dans le retail, et je soupçonne qu'il n'a pas fusionné Kmart et SHLD par hasard...

### **Conclusion**

SHLD est sûrement l'un des investissements les plus cheap qu'il m'est été donné de voir. Même dans le pire cas, j'ai le sentiment que je vais démultiplier mon capital. C'est exactement ce qu'il me faut pour dormir tranquille. Toutefois, mon scénario actuel de pire cas donne une marge de sécurité de 50% à 43 \$ environ. Vous comprendrez donc pourquoi je ne suis pas monté dans le bateau plus tôt qu'en fin d'année 2012, à l'annonce du spin-off de SHOS. Toutefois, je pense que mon attitude était de l'excès de prudence en réalité, car le scénario 1 me paraît vraiment très conservateur : toutefois, j'aurais respecté mon processus à la lettre avant de charger massivement sur cette opportunité !

---

---

**RETROUVEZ SYLVAIN  
SUR LE SITE DE  
L'INVESTISSEUR FRANÇAIS  
(<http://investisseurfrancais.com>)**

---