

## McCarthy & Stone

Bourse de Londres - **ELIGIBLE AU PEA !**

Ticker : MCS / ISIN : GB00BYNVD082



Date de l'analyse : **5 juin 2020**

- Cours d'achat : 78,70 pences
- Nombre d'actions achetées : 900
- Montant total dépensé : 900 x 78,70 pences x 1,12 (taux de change GBP/EUR) + 2 EUR (frais de courtage) = 795,30 EUR

> **Objectif de cours : 129 pences (potentiel de +64%)**

### Présentation

McCarthy & Stone est un promoteur immobilier britannique spécialisé dans la construction de logements pour personnes âgées. Son champ d'activité inclut principalement la recherche de terrains, la construction de résidences et la vente de logements. Leader sur son marché au Royaume-Uni, l'entreprise bénéficie d'une expérience de plus de 40 ans dans ce domaine.

Le principal actionnaire du groupe est le fond Anchorage Capital Partners, qui détenait 23,9% des droits de vote au 27.01.2020. Le fond est représenté par un membre dans le board.

Le titre a subi de plein fouet le krach de début d'année et est loin d'avoir retrouvé ses niveaux d'avant crise. Le niveau de décote sur fonds propres tangibles est de près de 40%, un niveau historiquement élevé. La société présente par ailleurs un bilan particulièrement solide avec une situation de trésorerie nette positive.

*Analysé réalisée à partir du rapport annuel de l'exercice clos au 31.10.2019 et antérieurs.*

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

## **Des actifs immobiliers bon marché ?**

Allons droit au but ! Si le titre a retenu notre attention, c'est avant tout en raison d'une décote significative sur la valeur de ses actifs composés principalement d'immobilier. Le patrimoine de la société au 31 octobre 2019 se présente ainsi :

*(entre parenthèses = % du total bilan)*

### À l'actif :

- Stock de logements : 725 M GBP (79%)
- Créances : 56 M GBP (6%)
- Trésorerie : 36,7 M GBP (4%)
- Immobilier locatif : 28,5 M GBP (3%)

Il y a également des actifs incorporels pour un montant de 65,9 M GBP. Comme à notre habitude, nous n'en tiendrons bien évidemment pas compte dans nos valorisations.

### Au passif :

- Capitaux propres : 769 M GBP (84%)
- Dettes courantes : 132 M GBP (14%)
- Dette financière : 10 M GBP (1%)

Au regard de ces chiffres, on voit immédiatement que le bilan de la société est très solide. La situation de trésorerie nette est excédentaire et notre ratio de solvabilité maison ressort à 88%, un très bon niveau qui permet de ne pas être inquiet à court et moyen terme sur les engagements avec les tierces parties.

Le stock de logements, de loin le premier poste du bilan, est valorisé au plus bas du coût de production ou de la valeur vénale selon les éléments fournis par la société. La valeur vénale est déterminée en tenant compte de la valeur de marché estimée, déduction faite des coûts pour la réalisation de la vente (coûts marketing, de vente, de distribution, ...). Si la valeur vénale est inférieure aux coûts de production, une dépréciation est constatée pour ramener le montant du stock à sa « juste valeur ». Ce test de dépréciation est réalisé 2 fois par an.

Il convient néanmoins de rester prudent quant à cette valorisation puisqu'elle repose avant tout sur la base de projections faites par le management. Il ne faut pas non plus oublier que le marché de la promotion immobilière est cyclique et qu'une contraction de l'activité économique pourrait avoir un impact notable sur les prix des logements, en particulier dans le contexte actuel du Brexit,

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

même sur un marché atypique des logements destinés aux seniors.

La société prévient d'ailleurs que le ralentissement du marché secondaire a un impact notable sur ses activités. Il faut bien sûr que les acheteurs potentiels puissent vendre leur ancien logement dans de bonnes conditions avant de pouvoir se porter acquéreur d'un bien neuf.

Cela étant dit, au 31.10.2019, la valeur du stock (composé principalement de logements finis : 54% et d'en cours de construction : 25%) s'élevait à 724,9 M GBP contre 817,5 M GBP pour la clôture précédente, soit une baisse de 11,3%. Le délai de rotation est de 440 jours contre 590 jours pour l'exercice 2018. La société précise également que le prix de vente moyen d'un bien a progressé de 3% sur l'exercice (308 k GBP contre 300 k GBP pour l'exercice 2018) grâce à une amélioration de la qualité et des emplacements des biens vendus. Par ailleurs, elle n'a pas constaté de dépréciation du stock au cours du dernier exercice.

Au regard de ces éléments, on ne peut pas dire qu'il y ait à ce stade de signes précurseurs d'un fort ralentissement du marché. Pourtant, tout n'est pas rose non plus. Les niveaux de marge sont à la peine sur les derniers exercices ce qui a conduit la société à se lancer dans une revue stratégique de ses activités.

## **Revue stratégique et développement de nouveaux services**

McCarthy s'est lancée dans une revue stratégique de ses activités en 2018, en réponse à une baisse continue de ses marges. Sur le dernier exercice, le niveau de marge opérationnel était de 6,7% contre 9,5% sur 2018 et 12,7% en moyenne sur les 5 derniers exercices.

Face à cette érosion de la rentabilité, le groupe a initié un plan d'économie visant à rétablir un niveau de marge opérationnel supérieur à 15% (comme c'était le cas de 2014 à 2016). Pour atteindre cet objectif, il prévoit de réaliser des économies de 40 M GBP /an à l'horizon 2021. Ses principaux leviers seront l'adaptation de la taille de la société, la baisse des coûts de construction et la réorganisation des services supports (notamment les ventes et le marketing).

McCarthy a par ailleurs élargi son offre. Les clients qui ne souhaitent pas devenir propriétaire peuvent désormais se tourner vers la location ou la location avec option d'achat. Au 26.01.2020, 175 logements étaient ainsi proposés à la location et 43 loués avec une option d'achat. La contribution de cette activité nouvellement créée reste malgré tout très modeste pour le moment. La société prévoit que son offre de services représente 5% du chiffre d'affaires à l'horizon 2023. En plus de la location, elle compte également sur le développement d'autres services au sein de ses résidences (nouveau concept de restauration, assistance et soins, ...)

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

## Valorisation

*Le nombre d'actions retenu pour nos différents calculs est de 543,9 M (nous avons tenu compte des dilutions potentielles liées à l'attribution de stock-options).*

### La Valeur d'Actif Net Net (VANN)

McCarthy affiche une décote de plus de 30% sur sa VANN. Elle serait donc éligible au titre de daubasse ! L'actif courant est de 142 pences par action. L'ensemble des dettes de la société représentent un montant de 27 pences. **La VANN s'établit donc à 116 pences (ratio VANN de 0,68).**

### La Valeur d'Actif Net Estate (VANE)

Suite au démarrage de l'activité location en 2019, la société présente à son bilan une ligne "immobilier d'investissement". Au 31.10.2019, la valeur de ces biens s'élevait à 28,5 M GBP. Après application de notre marge de sécurité de 20%, nous arrivons à une valeur de 4 pences par action. Nous ajoutons ce montant à la VANN et obtenons une **VANE de 120 pences (ratio VANE de 0,66).**

### La valeur de la capacité bénéficiaire (VCB)

En moyenne au cours des 5 dernières années, la société a généré un résultat opérationnel de 78 M GBP. Nous amputons ce montant de 25 % à titre d'impôt forfaitaire sur le résultat (nos calculs sur 5 ans conduisent à un taux réel moyen plus près de 20% mais nous préférons être prudents), l'actualisons à 12 %, ajoutons les liquidités de l'actif et déduisons les dettes financières. Nous obtenons une **VCB de 94 pences par action.**

### La valeur d'actifs nets tangibles (VANT)

Une fois les actifs intangibles retranchés, on obtient une VANT par action de **129 pences.**

## Conclusion

Au cours de 78,70 pences, il est possible d'acquérir des titres avec une marge de sécurité de :

- 32% sur la VANN
- 34% sur la VANE
- 16% sur la VCB

Le potentiel cours / VANT (=129 pences) s'établit à **+66%.**

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

# LES DAUBASSES

Le niveau de décote sur la VANT apparaît historiquement élevé (39%). Malgré les difficultés structurelles de la société, cette décote nous semble excessive. Les derniers exercices ont tous été bénéficiaires, la situation financière est saine et le plan stratégique mis en place pourrait être un catalyseur à moyen terme si les résultats sont au rendez-vous.

Aussi, nous pensons que le titre a particulièrement souffert en raison du nombre élevé de décès observés dans les maisons de retraite durant l'épidémie de coronavirus. Pourtant, l'offre de McCarthy se veut différente puisque chaque résident dispose d'un logement totalement indépendant. La société a d'ailleurs souligné dans un communiqué publié début juin, que le taux de décès lié au covid-19 dans ses hébergements était de moitié inférieur à celui observé au niveau national pour la tranche d'âge des plus de 65 ans.



## Points à surveiller

Pour finir, il faudra selon nous rester vigilant sur les points suivants :

- La revue stratégique des activités a donné lieu à des charges exceptionnelles significatives : 17 M GBP pour l'exercice 2019, soit la moitié du résultat net du groupe ! Ce montant inclut 6,3 M GBP d'honoraires de consultants. Il faut espérer que ce type de dépenses conservent leur caractère exceptionnel.
- Des changements importants sont intervenus au niveau de la direction. Le Directeur Financier a quitté le groupe au mois de mai 2020 et deux nouveaux Directeurs Opérationnels ont été nommés début 2019 pour appuyer le CEO dans la mise en place du nouveau plan stratégique. Un peu de stabilité au niveau du management serait désormais

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

# LES DAUBASSES

la bienvenue.

- Les niveaux de rémunération des principaux dirigeants comprennent une part très significative de variable sous la forme de bonus et de stock-options (environ 2/3 sont exerçables selon des conditions de ROCE et de bénéfices par action et 1/3 à un prix d'exercice de 111 pences). On aurait bien sûr préféré que les intérêts des dirigeants et des actionnaires soient davantage alignés.
- Enfin, il faudra être attentif à l'évolution de la situation politique et économique du pays dans cette période bien particulière de l'histoire du Royaume-Uni.

---

## Vous êtes perdu avec le vocabulaire utilisé ?

Retrouvez l'ensemble du vocabulaire spécifique aux daubasses ainsi que les principales notions financières [dans le lexique](#) [cliquez sur le lien].

### **Avertissements !**

**Cette analyse vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas un conseil en investissement.**

**Les performances passées ne préjugent en rien des performances à venir.**

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

**daubasses.com**

**© Tous droits réservés**

---

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.