

Comment le gérant informe-t-il les abonnés  
Lorsqu'il achète une action ?

Quand le gérant de L'Investisseur Français achète une action, il publie une analyse sur le site réservé aux abonnés.

À titre d'exemple, vous trouverez ci-dessous l'analyse publiée sur le site lors de l'achat d'actions de la société GAP, en avril 2016.

## Gap

Nous avons acquis ce jour des actions Gap (GPS : US) au cours de \$18 pour environ 11% de notre portefeuille.

### **L'opportunité**

Le cours de GAP vient de chuter très fortement.

Cette dégringolade s'explique selon nous par la réaction du marché à la baisse court terme des ventes de Gap à périmètre constant.

Ce n'est pas la première fois que cela se produit dans l'histoire de l'entreprise, et elle a toujours su réagir positivement.

Au prix proposé (\$18 l'action, soit \$7,2 milliards de capitalisation boursière), Gap s'échange à moins de sept fois son bénéfice moyen des cinq dernières années, et huit fois son bénéfice (déprimé) du dernier exercice [1].

Un tel multiple pour une société de cette qualité et de cette renommée n'a que très rarement existé.

A titre de comparaison, les entreprises listées sur l'indice américain SP500 cotent en moyenne à dix-huit fois leurs bénéfices et, selon nous, Gap n'a rien à leur envier.

Une autre manière de comprendre cette opportunité : Gap est actuellement valorisée à moins de deux fois ses dépenses annuelles de fonctionnement (c'est à dire ses frais internes hors coût des marchandises vendues) [2].

Cela signifie qu'une personne disposant de cette somme devrait être capable de reproduire la puissance et la notoriété des marques de Gap (Old Navy, Gap, Banana Republic et Athleta), ce qui nous paraît improbable, sinon impossible.

C'est pour nous le signe qu'au prix proposé, l'action est vraiment attractive.

L'investissement présente donc selon nous un double intérêt : nous avons d'une part une décote sur les multiples de valorisation historiques et sur ceux du marché, et d'autre part une grosse décote sur un portefeuille de marques bien établies.

Le bilan de l'entreprise étant particulièrement solide, avec une dette financière nette significativement inférieure à une année de profit [3], nous sommes à l'aise avec cet investissement au cours proposé, d'où notre achat au montant indiqué dans l'introduction.

Le fait qu'ils versent chaque année un dividende important (5% par an) [4] complète la panoplie, même si ce n'est pas la cause première de notre intérêt.

## **Risques**

Que le bénéfice de Gap chute durablement de manière importante.

Plusieurs facteurs pourraient en être responsables :

(1) La concurrence de nouveaux entrants, comme par exemple Uniqlo, qui est entré aux Etats-Unis il y a cinq ans (pour le moment sans succès démontrable).

Ces nouveaux arrivants peuvent faire pression sur les marges de Gap et donc peser sur la pérennité du bénéfice telle que nous la supposons dans notre thèse d'investissement.

(2) Un changement rapide et radical dans la manière de consommer le vêtement. Nous pensons ici à une "hyper uberisation" dans le secteur. Le web fait déjà partie intégrante des canaux de distribution de Gap. Néanmoins, Gap n'a pas encore connu son Trip Advisor ou son Uber.

(3) Enfin, les partenariats que Gap sera peut-être obligé de tisser un jour avec des acteurs de plus en plus imposants (Amazon, par exemple, avec lequel ils ont récemment annoncé un partenariat) pourraient aussi diminuer les marges de leurs marques.

Tous ces risques peuvent peser durablement sur le bénéfice de Gap.

Nous savons aussi que le management (rompu à l'adversité) ne restera pas les bras croisés : le retail est un business compétitif à l'extrême et si Gap y a prospéré, ce n'est peut-être pas un hasard.

**Ticker : GPS:US - Capitalisation : \$7,1B - Cours retenu pour l'analyse : \$18**

*Cette analyse reflète la seule opinion de son auteur : elle n'est pas une recommandation d'achat. L'équipe de l'IF décline toute responsabilité concernant les développements (favorables ou défavorables) d'un investissement dans l'entreprise présentée ; chaque lecteur est maître de ses décisions. A date de publication, l'auteur possède des actions de l'entreprise présentée.*

## Détails des calculs

### [1] Multiple des profits

Cours de l'action : \$18

Nombre d'actions : 400 millions

Capitalisation boursière = cours de l'action x nombre d'actions =  $18 \times 400 = \$7,2$  milliards

Bénéfice moyen des cinq dernières années :  $(0,9 + 1,3 + 1,3 + 1,1 + 0,8) / 5 = 1,08$

Capitalisation / bénéfices moyens =  $7,2 / 1,08 = 6,7$

Capitalisation / Bénéfice 2015 =  $7,2 / 0,9 = 8$  (bénéfice 2015 : \$920 millions)

### [2] Valorisation par rapport aux dépenses opérationnelles

Capitalisation : cf. détail ci-dessus = \$7,2 milliards

Dépenses opérationnelles [operating expenses] = \$4,2 milliards

Capitalisation / dépenses opérationnelles =  $7,2 / 4,2 = 1,7$

### [3] Dettes financières

Dettes financières court terme : \$400 millions

Dettes financières long terme : \$1,3 milliard

Cash : \$1,3 milliard

Dettes nettes = dettes financières court terme + dettes financières long terme + cash =  $0,4 + 1,3 - 1,3 = \$400$  millions.

A comparer avec un profit annuel moyen de \$1,1 milliard et \$830 millions pour la plus mauvaise de ces cinq dernières années.

### [4] Dividende

Dividende annuel :  $4 \times \text{dividendes trimestriels de } \$0,23 = \$0,92$

Cours de l'action : \$18

Rendement = dividende annuel / cours de l'action =  $0,92 / 18 = 5,1\%$

## Documents utilisés

- Rapport annuel 2015
- Rapport trimestriel de juin 2016

## Compléments

Dans le cadre de notre analyse, plusieurs autres éléments ont été vérifiés. Ils ne sont pas nécessaires pour comprendre la thèse présentée.

Notamment :

- L'allocation du capital (rachat d'actions, dividendes...)
- Qualité des bénéfices publiés

- Position concurrentielle de la marque Old Navy versus Uniqlo aux Etats-Unis
- Analyses pessimistes publiées sur la société et qualité des hypothèses formulées pour arriver à des valorisations à 18\$.

\*\*\*