

Module 18

La marge de sécurité

Concept central de l'investissement

Partie 3

La marge de sécurité pour les actions

La marge de sécurité par les comparables

- En étudiant la concurrence, il arrive qu'une entreprise cote significativement sous sa concurrence en termes d'EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/FCF, PB, PE ou tout autre indicateur pertinent
- Exemple : WPX Energy, dans l'exploration et la production de gaz
 - Ratio choisi EV/MMcfe (millions de foot cubes d'équivalent gaz) pour évaluer la société par rapport à ses réserves prouvées.
 - WPX a 4 473 MMcfe, et le ratio est environ de 1 pour WPX, alors qu'il est à plus de 1,5 (Devon Energy), voire même plus de 2 pour certains concurrents (QEP, PXD par exemple)
 - On pourrait aussi simplement comparer les PB et se rendre compte qu'il est plus bas que chez les concurrents
 - Si on ne voit aucune bonne raison pour que les réserves de WPX soient valorisées sous celles de la concurrence, on a une marge de sécurité offerte par le discount
- Attention, cela suppose tout de même que **le marché valorise correctement la concurrence**

La marge de sécurité pour les actions

La marge de sécurité par rapport à la valeur sur le marché privé

- En étudiant des acquisitions d'entreprises comparables, il arrive qu'une entreprise cote significativement sous la valeur d'acquisition sur le marché privé.
- Ces transactions s'expriment :
 - Le plus souvent en multiple d'EBITDA
 - Par un ratio spécifique à une industrie donnée
- Exemples :
 - Prix de X dollars par abonné / utilisateur (chaîne TV câblée, service Internet, radio, aéroports)
 - Prix de Y dollars par spectre de fréquence
 - Prix de Z dollars par unité d'espace (par mètre carré ou pied carré pour des terrains, des surfaces habitables ou des surfaces commerciales)
 - Prix / ventes pour les marques de vêtements...
- Cas concret : Madison Square Garden s'échangeait à moins de 1,5 milliards de dollars post spin-off en 2010. Or la chaîne câblée, qui n'était qu'une partie du business, avait plus de 7 millions d'abonnés. Le prix par abonné étant de 214 \$ par abonné. Une chaîne câblée se négocie, d'après Price Waterhouse Coopers, à 500 - 600\$ par abonné.

La marge de sécurité pour les actions

J'ai du mal à calculer une marge de sécurité : méthode de sélection relative

- Les groupes d'actions à bas ratios relativement au marché se comportent très bien en général. Les ratios pertinents sont :
 - PE
 - PFCF
 - PB
 - EV/EBTDA
 - EV/EBIT
- Si on combine cette approche avec les analyses plus classiques, elle marche encore mieux (à condition d'analyser correctement bien sûr), mais cela nécessite un excès de travail !
- Ne pas oublier que **le bilan doit être solide** (pas forcément sans dette) : la société doit pouvoir survivre à une conjoncture difficile



Be Rich Corp

Formation VIP

Quelques résultats sur les stratégies value simples

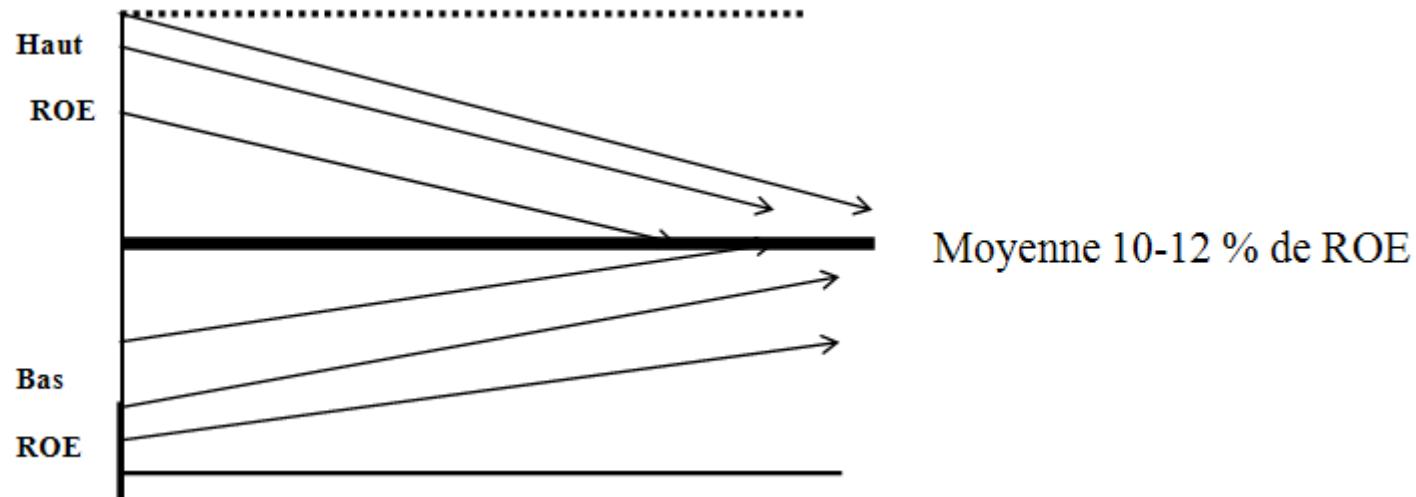
Source: <u>What Works on Wall Street, 3rd Edition</u> (2005) by James P. O'Shaughnessy						
Price/Earnings	1952-59	1960s	1970s	1980s	1990s	2000-2003
ALL Stocks	19.22%	11.09%	8.53%	15.85%	14.75%	5.91%
50 High P/E Stocks	19.27%	10.96%	2.26%	7.99%	16.99%	-14.73%
50 Low P/E Stocks	21.84%	13.96%	8.89%	7.56%	13.58%	33.55%
Difference	2.57%	3.00%	6.63%	-0.43%	-2.85%	48.28%
Price/Book Value						
50 High P/B Stocks	22.32%	13.13%	0.82%	1.97%	18.03%	-31.17%
50 Low P/B Stocks	18.86%	11.49%	17.06%	13.15%	15.83%	25.68%
Difference	-3.46%	-1.64%	16.24%	11.18%	-2.20%	56.85%
Price/Cash Flow						
50 High P/CF Stocks	19.30%	8.02%	-3.03%	8.77%	12.77%	-27.77%
50 Low P/CF Stocks	18.71%	15.41%	13.57%	12.53%	12.86%	21.23%
Difference	-0.59%	7.39%	16.60%	3.76%	0.09%	49.00%
Price/Sales						
50 High P/S Stocks	14.96%	11.99%	5.82%	-2.02%	-2.46%	-42.37%
50 Low P/S Stocks	20.85%	11.15%	14.80%	20.43%	13.80%	19.94%
Difference	5.89%	-0.84%	8.98%	22.45%	16.26%	62.31%



Be Rich Corp

Formation VIP

Le principe de régression vers la moyenne



- Avec le temps, les ROE ont tendance à aller vers une moyenne entre 10 et 12 % pour l'immense majorité des business à de très rares exceptions près à cause de 2 forces :
 - Les « bonnes » sociétés, à fort ROE, donnent envie de créer une concurrence, et le poids de la concurrence ca réduire les profits dans le secteur
 - Les management des « mauvaises » sociétés, à bas ROE, ont tendance à travailler pour améliorer la situation et à y parvenir avec le temps
- Il est difficile d'être un investisseur dans la croissance car on cherche des exceptions à cette règle, i.e. des sociétés qui seront capables de maintenir des retours sur capitaux élevés et croissants dans le temps : les dés ne sont pas pipés en leur faveur

Fin du module 18

- Vous en savez vraiment pas mal sur l'analyse de sociétés : Avec cela, vous pouvez analyser et valoriser très sérieusement la plupart des entreprises cotées !!

Exercice : Déterminez une valeur moyenne d'acquisition sur le marché privé d'un groupe de sociétés du secteur défense aux US, en multiple d'EBITDA.
Comment se comparent Exelis, Raytheon, General Dynamics, L3 Communications et Engility par rapport à ces ratios ?

Envoyez les résultats de vos recherches à FormationVIP@berichcorp.com en précisant « formation module 18 dans l'objet du mail ».