

Positions acheteuses (*long*) et analyse de la valeur fondamentale

« Le prix est ce que vous payez.
La valeur est ce que vous gagnez. »

Warren Buffett

La stratégie la plus communément utilisée par les *hedge funds* est celle dite *long/short*. Concrètement, au sein du portefeuille d'actions détenues par le *hedge fund*, certaines positions sont acheteuses (ou en anglais *long*), c'est-à-dire que le gérant achète cette action, pour le court ou le long terme, et d'autres positions sont vendeuses (ou en anglais *short*), c'est-à-dire que le gérant emprunte et vend un titre, avec l'objectif de le racheter plus tardivement pour repayer son emprunt, idéalement à un prix plus bas (cela revient à un pari à la baisse). Nous examinerons la stratégie *short* (ventes à découvert) et ses fondements théoriques et pratiques dans le chapitre 4 de cette partie.

Lorsqu'un *hedge fund* achète une action, ce peut être pour des fins de *trading* ou des fins d'investissement. Le *trading* repose en général sur des anticipations des comportements des individus et acteurs sur les marchés boursiers (*behaviorial finance* ou finance comportementale), des phénomènes techniques (rotation sectorielle, chartisme, volumes, etc.) et des anticipations de résultats trimestriels (fondamentaux). Il ne peut donc reposer entièrement sur les fondamentaux de l'entreprise concernée (une action étant un titre de propriété, une part du capital d'une entreprise). Dans l'optique de la tradition de l'analyse fondamentale, l'acte d'investissement est par essence ancré dans l'analyse intrinsèque de la société concernée, au point que le père de l'analyse fondamentale (Benjamin Graham) a défini l'investissement en contrepoint de la spéculation : « Une opération d'investissement est celle qui, après une analyse exhaustive, promet la

sécurité du capital principal et un retour approprié. Les opérations qui ne respectent pas ces conditions sont spéculatives ».

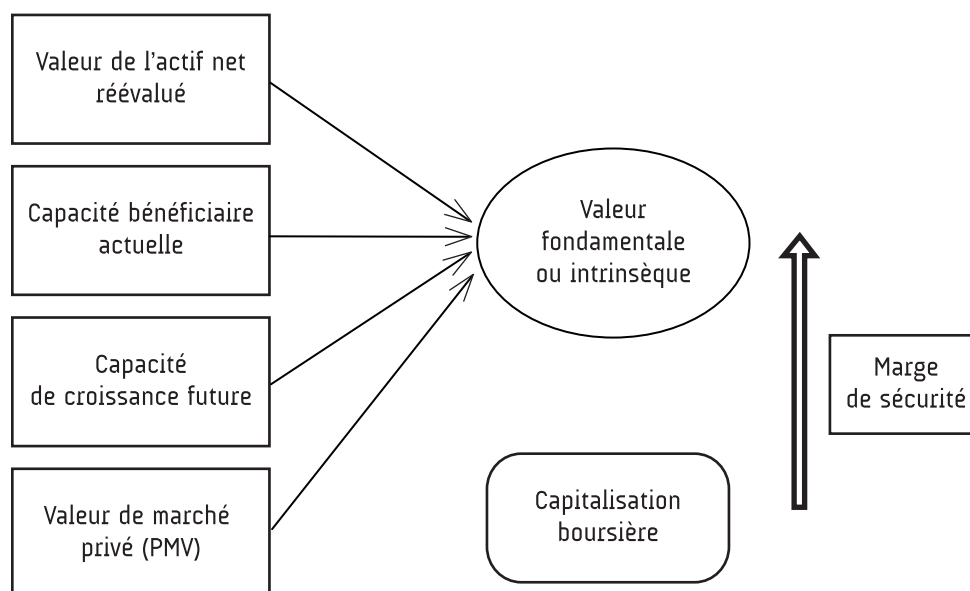
Dès le premier *partnership* lancé par Warren Buffett, un des disciples de Graham, vers la fin des années 1950, l'un des principaux objectifs des *hedge funds* fut de repérer des valeurs décotées, sous-évaluées, se traitant à une capitalisation boursière en deçà de leurs valeurs intrinsèques, et d'accumuler ces titres en attendant la convergence entre valeur de marché et valeur intrinsèque.

La valeur de marché est la capitalisation boursière d'une entreprise à tout moment, à savoir le prix de l'action multiplié par le nombre d'actions (actions ordinaires + actions préférentielles + actions convertibles). Cette valeur, fluctuante, dépend jour après jour de la rencontre de deux volontés, celle des acheteurs et celles des vendeurs du titre, et de la détermination d'un équilibre entre cette demande et cette offre (un équilibre qui en science économique est dit walrassien). Par contraste, la valeur intrinsèque est plus stable, reliée aux fondamentaux de l'entreprise (compte de résultat, bilan, flux de trésorerie), et aux marchés des fusions-acquisitions (le prix qui sera payé pour acheter la totalité de l'entreprise par un homme d'affaires par exemple). L'investisseur fondamental accumulera les titres de sociétés se traitant en Bourse avec une décote par rapport à cette valeur intrinsèque, et attendra patiemment (dans ce chapitre) ou pas (voir la troisième partie sur l'activisme actionnarial) la convergence entre les deux valeurs et le retour du prix de l'action à la valeur fondamentale ou intrinsèque. Dans la citation que nous avons mise en exergue de ce chapitre (du légendaire investisseur américain W. Buffett), Buffett appelle le prix, la valeur de marché, et la valeur, la valeur fondamentale ou intrinsèque, avec comme remarque implicite qu'*in fine* l'investisseur finira par recevoir la vraie valeur au-delà du prix d'entrée.

Si les principes de l'analyse fondamentale paraissent d'emblée limpides, il n'en demeure pas moins qu'ils renvoient à une autre question, autrement plus délicate celle-là : la question de la définition de la valeur fondamentale. L'école d'investissement qui se préoccupe d'analyse fondamentale et d'une approche basée sur la stricte sélection de titres sous-valorisés s'appelle en anglais le *value investing*, que nous traduisons maladroitement en France par l'investissement dans la valeur (à titre personnel, je préférerais l'usage du vocable investissement-valeur). Les principaux contributeurs théoriques de ce courant sont Benjamin Graham, David Dodd, Phil Fischer (même si certains tentent de l'opposer à ce courant et de définir une nouvelle chapelle, l'investissement dans la croissance),

John Williams Burr, Martin Whitman et Bruce Greenwald. Par ailleurs, de nombreux gérants eux aussi ont tenté d'apporter leur pierre à cet édifice, dont Mario Gabelli, Seth Klarman, Jean-Marie Éveillard. On peut retenir quatre approches pour déterminer la valeur intrinsèque d'une société ; divers exemples d'analyse fondamentale, dans ce chapitre et les suivants, fourniront des applications pratiques de ces fondations théoriques.

Figure 1. Approche *value* et méthodes de valorisation



Un investisseur fondamental prendra une position si et seulement si la valeur intrinsèque s'avère nettement supérieure au cours de Bourse, la différence étant généralement qualifiée de marge de sécurité, représentant le profit potentiel mais aussi la protection pour l'investisseur en cas d'erreur.

Un investisseur intelligent devra s'atteler à définir plusieurs niveaux de valeurs, ou substrats de sources de valeurs, pour finalement les combiner, les trianguler, afin de dégager une valeur intrinsèque (cela peut paraître une approche assez imprécise à certains, mais la valorisation d'entreprises est plus un art qu'une science à dire vrai, et au risque de finir dans une overdose de citations de W. Buffett, puisque c'est de lui, encore une fois, et de sa légende, dont il s'agit, « il vaut mieux être vaguement dans le vrai qu'avoir précisément tort »...).

Le premier niveau de valeur, celui qui se prêtera le moins à des contestations ou des imprécisions est sans nul doute le bilan de l'entreprise. Le bilan est un instantané de tous les actifs de la société au regard de ses dettes et engagements. Une définition simple de la valeur ou richesse d'une entreprise consiste donc à valoriser ses actifs au bilan, en retrancher ses dettes, et définir sa valeur nette. Malgré l'apparente simplicité de la méthode, un investisseur aguerri ne peut prendre pour argent comptant le chiffre au bilan qui effectivement correspond à cette soustraction (les fonds propres). De nombreuses conventions comptables viennent obscurcir la réalité économique, et c'est le travail de l'analyste d'ajuster les chiffres au bilan à cette réalité. Sans passer en revue tous les ajustements comptables possibles, on peut signaler quelques traits saillants de cette analyse :

- un certain nombre d'actifs au bilan y sont comptabilisés au coût historique, tels que l'immobilier, les usines, certaines participations. C'est le travail de l'analyste de rechercher leur vraie valeur sur le marché ;
- certaines conventions de comptabilité sur les stocks (LIFO ou FIFO) peuvent conduire à obscurcir leur vraie valeur ;
- une partie des obligations réelles peut avoir été placée hors bilan et doit être réintégrée à la vraie dette (valeur nette actualisée des futurs loyers par exemple (*operating leases*) ou encore engagements de retraites des salariés (pensions)) ;
- certaines dépenses au compte de résultat ne se traduisent par aucune immobilisation au bilan alors même qu'elles génèrent de vrais actifs (brevets, recherche, marques...).

Typiquement, à ce niveau d'analyse, la valeur fondamentale peut être décelée dans les types d'actifs suivants :

- trésorerie et autres titres financiers (obligations) ;
- participations dans d'autres sociétés, joint-venture ou somme des parties supérieures à la capitalisation boursière ;
- valeur des stocks ;
- valeur des créances clients qui pourraient être monétisées (affacturage) ;
- terrains ;
- immobilier ;

- usines (en particulier laboratoires de recherche, usines de production de semi-conducteurs...);
- équipement particulier au bilan au coût historique : avions, bateaux, locomotives ;
- brevets ;
- avantages fiscaux : pertes fiscales sur les exercices précédents ;
- réserves et/ou ressources énergétiques (pétrole et gaz) et minières.

Le deuxième niveau de valeur est constitué par la capacité bénéficiaire actuelle de l'entreprise. Il s'agit ici de déterminer les flux de trésorerie en moyenne disponibles, toutes choses étant égales par ailleurs, après paiement des impôts, couverture des besoins de court terme (besoin en fonds de roulement) et couverture des besoins de long terme en maintenance (dépenses d'investissement de maintenance ou Capex). On reconnaît ici une formule classique sur les flux de trésorerie libres disponibles pour les actionnaires et obligataires (*free cash flow to the firm* ou FCFF en anglais), à savoir :

$$\text{FCFF} = \text{Résultat d'exploitation normalisé et ajusté} - \text{Impôts payés} + \\ \text{Dépréciations \& Amortissements} - \text{Changement des besoins en} \\ \text{fonds de roulement} - \text{Dépenses d'investissement de maintenance}$$

En conventions anglo-saxonnes :

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} (1 - \tau) + \text{D\&A} - \text{Change in working capital} \\ - \text{Maintenance Capex}$$

Quelques remarques sur les éléments de cette formule :

- le résultat d'exploitation est **ajusté** (pour tenir compte des éléments exceptionnels, des dépenses réelles non prises en compte (stock-options, impact des *leases*, etc.) et **normalisé** (l'analyste doit neutraliser les variations du cycle économique en calculant une marge moyenne d'EBIT/ventes et en l'appliquant aux derniers revenus) ;
- dans cette approche, nous tentons de déterminer la capacité bénéficiaire intrinsèque et stable de l'entreprise, donc parmi les dépenses d'investissement engagées par la société (que l'on trouve dans le tableau des flux de trésorerie), seule la portion correspondant au bon maintien des opérations

(maintenance) nous intéresse, puisque nous allons supposer une croissance nulle dans le futur.

Une fois cette capacité bénéficiaire actuelle (CBA) définie, nous la supposerons stable dans le futur, telle une perpétuité. Mathématiquement, la valeur actuelle de tous ces flux identiques dans le futur, année après année, se calcule comme la CBA divisée par un taux d'actualisation (R). Ce taux a donné lieu à une littérature abondante en théorie financière, avec le modèle du MEDAF, sur lequel il ne convient pas de s'étendre ici. Dans la pratique, ce taux est aussi défini par un *spread* par rapport au rendement des obligations du Trésor américain et ce taux n'est ni plus ni moins que le taux de rentabilité exigée par l'investisseur. On peut ainsi calculer une valeur d'entreprise stable et très conservatrice, car ne supposant aucune croissance. Cette valeur d'entreprise (VE) couvre toute la structure du capital (actions ordinaires, préférentielles et dettes) :

$$VE = CBA/R$$

On peut ensuite retrancher les dettes et ainsi dériver une capitalisation théorique pour les actions.

La troisième approche procède des mêmes linéaments que la précédente, dans la mesure où elle postule, suivant l'approche de l'auteur John Williams Burr (*Theory of Investment Value*), que la valeur d'investissement d'une action est la valeur présente des futurs flux de trésorerie dégagés par l'entreprise. À l'époque de Burr, les dividendes étaient jugés comme une approximation de ces flux, même si, de nos jours, les taux de distribution étant significativement plus bas, les analystes ont recours à ces formules de flux de trésorerie. De manière identique, nous partons ici de la formule de la capacité bénéficiaire, cette fois en intégrant les frais de la croissance (donc la totalité des dépenses d'investissement). L'analyste va ensuite, année après année, modéliser des projections, estimations de revenus, résultat d'exploitation, pour *in fine* obtenir chaque année la CBF (capacité bénéficiaire future). Cette capacité est ensuite actualisée pour en définir la valeur aujourd'hui. Bien souvent les modèles définissent plusieurs périodes, dont une première où l'analyste calcule année après année les flux de trésorerie, avant de considérer à une date t que ces flux vont croître par exemple d'un taux g par an à perpétuité. La formule de Gordon nous donne la valeur actualisée d'une telle série de flux :

$$\frac{[(CBF_{t+1} / (r - g))]}{(1 + r)^t}$$

$$VE = \sum_1^t \frac{CBF}{(1 + r)^t} + \frac{[(CBF_{t+1} / (r - g))]}{(1 + r)^t}$$

De la même manière, on retranchera les dettes (nettes de la trésorerie et équivalents) – ou on ajoutera cette trésorerie si elle s'avérait supérieure aux dettes – pour obtenir la valeur des actions.

La quatrième approche (valeur de marché privé) repose sur le prix qu'un acteur rationnel, sur le marché des fusions-acquisitions, paierait pour la société en question. Le moyen le plus aisé de le déterminer est d'analyser les transactions impliquant des sociétés comparables, et de déterminer le multiple d'un certain agrégat payé par l'acheteur. Cet agrégat peut être purement financier (multiple de revenus, de résultat d'exploitation (EBIT), d'excédent brut d'exploitation (EBITDA), de flux de trésorerie libres, de résultat net, de fonds propres, etc.) ou plus opérationnel (prix par client par exemple dans l'analyse de sociétés de télécommunications ou prix rapporté à la production annuelle pour une société aurifère). En plus de bases de données traditionnelles (Bloomberg, Thomson, etc.) et de la lecture des journaux spécialisés, l'analyste devra s'astreindre quotidiennement à la tâche de suivre ces transactions et les ratios implicites dans leur conclusion.

Une alternative à ce procédé, que l'auteur de ces lignes aime assez utiliser, est ce que nous appellerions la valeur de capacité d'endettement. Cette valeur de marché privé est tout simplement ce qu'un acteur du *private equity* (fonds ou hommes d'affaires) peut techniquement payer pour la société étudiée. Il y a de multiples variations sur cette approche, mais on peut par exemple commencer par le résultat d'exploitation retraité de la société (EBIT), et réaliser que la moitié de cet agrégat pourrait être utilisée à payer des intérêts (couverture de 2x). À un taux d'intérêt par exemple de 8 %, il suffit de multiplier par 1/8 % pour obtenir la dette totale qui pourrait être potentiellement levée. Dans un montage de LBO, cette dette pourrait représenter par exemple 80 % du financement, le prix final payé étant donc $4/3 \times 1/8 \% \times (EBIT/2)$.

Il s'agit d'un exemple assez frustré et rudimentaire, mais on peut tenir le même raisonnement avec un multiple de dette/EBITDA acceptée par les banques, ou à partir des actifs au bilan. Un banquier par exemple prêtera contre les lignes du bilan en fonction des critères suivants :

- 100 % de la valeur de la trésorerie ;
- 80 % des créances clients ;
- 70 % des stocks si matières premières, 50 % si produits finis ;
- 70 % en refinancement hypothécaire d'un immeuble ;
- 40-50 % des autres immobilisations.

L'objectif essentiel de ce chapitre est de présenter la panoplie des outils à la disposition des *hedge funds* pour déterminer la valeur d'une entreprise – et donc d'introduire des concepts qui nous serviront tout au long de cet ouvrage –, dans la perspective d'un investissement de type *value*. Il se termine par un long cas issu de notre propre expérience, Genesis Lease, qui illustre bien comment les *hedge funds* peuvent déceler de la valeur dans les recoins les plus obscurs et incompris des marchés. Mais, avant cela, nous consacrons quelques lignes au fondateur de l'investissement-valeur, véritable maître spirituel pour beaucoup de gérants, Benjamin Graham.

Focus. Benjamin Graham, le doyen de l'investissement-valeur

Né à la fin du XIX^e siècle, pétri de culture classique et brillant diplômé de l'Université de Columbia, Graham s'orienta très tôt vers le département statistique (c'est le nom que l'on donnait à l'époque aux embryons de services d'analyse financière) d'une firme de Wall Street, gravissant rapidement les échelons durant les folles années 1920. Intellectuellement et financièrement affecté par le *crash* de 1929, il décide de se consacrer à l'enseignement et à la recherche et de bâtir les jalons d'une vraie science de l'analyse financière. À cet égard, avec son camarade de Columbia Dodd, il publia d'abord le volumineux *Security Analysis*, qui, au gré de diverses rééditions, demeure la bible analytique des investisseurs dans la valeur, puis quelques années plus tard *L'Investisseur intelligent*, moins technique, qui représente le soubassement philosophique et psychologique de l'investissement dans la valeur. À côté de cette activité académique, Graham devint riche et célèbre (et entouré d'un aéropage de disciples, dont le jeune Warren Buffett), suite à