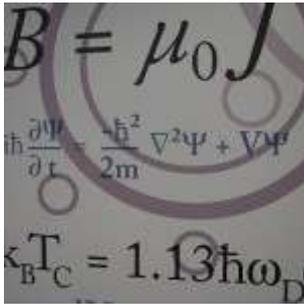


- Les actions sont elles sous-évaluées : Est ce le bon moment pour investir ?



Je sais que vous attendez tous une réponse... Vous seriez même prêt à payer très cher pour connaître le résultat de ma boule de cristal. Je vais malheureusement devoir vous décevoir : Je n'en sais rien !

C'est vrai que lorsque l'on compare le cours actuel des entreprises, avec leurs bénéfices actuels, les valeurs des entreprises semblent ridiculement basses. Les PER (ratio de cours/ bénéfices) sont faibles et pourraient justifier un investissement avec une prise de risque minimum.

Pourtant ... l'analyse n'est pas si simple.

Comment valoriser une action, comment valoriser une entreprise ?

Loin de moi l'ambition de vous faire une analyse complète sur la méthode d'évaluation d'une entreprise, je vais essayer de vous donner quelques clefs de réflexion qui devraient vous permettre de comprendre pourquoi il est actuellement très délicat de se prononcer sur la question « Les actions sont elles sous-évaluées ».

Une action est considérée comme un actif financier dont la valeur et/ou le cours est égal aux flux futurs qu'elle est susceptible de générer, actualiser à un taux.

La valeur d'une entreprise est donc la valeur actuelle (méthode d'actualisation que nous verrons plus loin) de l'ensemble des flux qui seront générés dans le futur.

L'incapacité à anticiper la croissance future des bénéfices des entreprises.

Ces « flux » se sont principalement les dividendes. En effet, l'objet d'une entreprise est de réaliser un bénéfice. Bénéfice qui est soit réinvesti pour générer, dans le futur, un bénéfice plus grand, soit distribué aux associés.

A long terme, on considère que la valeur d'une entreprise dépend de sa capacité à générer des bénéfices. .

La formule mathématique de Gordon Shapiro simplifie le raisonnement en donnant :

Valeur de l'entreprise = Dividende distribué / (taux de rendement attendu par l'investisseur – taux de croissance des bénéfices)

Ainsi, la question de la valeur d'une action dépend de la capacité de l'entreprise à générer des bénéfices dans le futur : le premier aléa est donc l'anticipation de la croissance des bénéfices.

Dans un monde plein de certitude, le taux de croissance des bénéfices est une donnée que l'on peut anticiper (avec plus ou moins de certitude) mais dans monde en crise, sans repère, il devient impossible d'anticiper l'évolution prochaine des bénéfices des entreprises.

C'est la raison pour laquelle, on observe un monde à deux vitesses entre les entreprises qui parviennent encore à afficher des bénéfices en hausse et des cours boursier très bas : les investisseurs sont inquiets quant à la capacité des entreprises à continuer à faire croître leurs bénéfices dans l'avenir. Les consensus anticipent même une baisse de ces bénéfices et les estimations de la valeur des entreprises reflètent ces anticipations de baisse de bénéfices.

La faiblesse du ratio cours / bénéfice s'explique donc par l'incapacité à anticiper l'évolution future des bénéfices des entreprises, et ne doit pas constituer un signal d'achat, sauf pour l'investisseur qui aurait la certitude que les bénéfices des entreprises continueront à croître.

La difficulté à estimer le bon taux d'actualisation et le niveau du taux de référence « taux sans risque »

Pour reprendre la méthode d'évaluation d'un cours, deux notions sont fondamentales :

L'anticipation de la capacité bénéficiaire des entreprises dans le futur

Et le taux d'actualisation de ces flux.

La définition de l'actualisation nous est donnée par wikipédia :

L'actualisation consiste à ramener sur une même base des flux financiers non directement comparables qui se produisent à des dates différentes. Cela permet non seulement de les comparer mais également d'effectuer sur eux des opérations arithmétiques.

L'actualisation est fondée sur deux principes fondamentaux :

La préférence pour la jouissance immédiate

L'aversion au risque

Le premier principe est souvent confondu dans ce que l'on nomme le « coût du temps » par opposition au deuxième principe correspondant au « coût du risque ».

Le coût du temps reflète le fait qu'un euro d'aujourd'hui vaut plus qu'un euro de demain. En finance, le coût du temps est matérialisé par la courbe des taux dits « sans risque » (par exemple, les rendements des emprunts d'État étaient, jusqu'en 2008, généralement considérés comme de bonnes approximations des taux sans risque). En effet un euro aujourd'hui peut être investi et rapporter plus d'un euro demain.

Le coût du risque, quant à lui, reflète le fait qu'un euro certain vaut plus qu'un euro espéré mais incertain. En finance, le coût du risque est matérialisé par la « prime de risque » qui s'ajoute au taux sans risque pour constituer le rendement attendu d'un actif risqué (comme une action ou une obligation).

Lorsque l'on reprend la formule mathématique de Gordon/Shapiro, le taux d'actualisation correspond au taux de rendement attendu par le marché pour investir sur les actions.

Lorsque l'on investit sur les marchés financiers, l'investisseur attend un rendement minimum pour justifier la prise de risque. Ce rendement attendu par l'investisseur est calculé de manière intuitive comme étant :

Rendement attendu par l'investisseur = Rendement d'un placement sans risque + Rémunération du risque (prime de risque) + Prime pour la liquidité de l'investissement

Dans un monde parfait, jusqu'en 2008, le calcul du rendement attendu par l'investisseur était une donnée assez simple à comprendre. Il suffisait de considérer le taux des emprunts d'État comme le taux d'un placement sans risque puis d'y ajouter une prime justifiant la prime de risque.

Depuis 2008, le monde a changé et il n'est plus possible de considérer les taux d'emprunt des États comme représentant le taux sans risque : Il n'y a plus de taux sans risque...

S'il n'y a plus de taux sans risque, quel rendement attendre sur les marchés actions : Faut-il considérer comme référent des taux d'emprunt des États, même si on sait qu'ils sont manipulés à la baisse par les banques centrales ? Ou au contraire, faut-il modifier le niveau du taux sans risque pour le réévaluer, le baisser ???

Il n'existe plus de référence sur la valeur du taux d'actualisation permettant d'appliquer les formules mathématique d'actualisation des flux futurs. Il n'est donc pas possible de valoriser justement les entreprises et le marché action !

Bref, l'incapacité à déterminer un taux de rendement anticipé ne permet pas de donner une juste valorisation aux actions.

Conclusion :

Voilà, vous n'êtes pas bien avancé pour connaître la réponse à cette question ... mais au moins vous savez pourquoi.



L'auteur :

Guillaume Fonteneau