

## Se baser sur la valeur des actifs plutôt que sur les bénéfices présents et à venir...

Rien de tel que la sagesse paysanne pour investir en Bourse ...

Un jour, Joseph se rend au marché. Emile, marchand de volailles de son état, propose de lui vendre une poule « super pondeuse ». En effet, depuis 6 mois, elle pond un œuf chaque jour et ce, sans exception. Emile exhibe même un document, certifié par le vétérinaire, attestant que Superpondeuse réalise bel et bien cet exploit.

Le prix demandé par Emile pour Superpondeuse est de 15 euros.

Joseph est un malin : il calcule qu'à raison d'un œuf par jour pendant un an et demi (c'est l'espérance de vie escomptée pour Superpondeuse ), à raison d'un bénéfice net de 0,06 euros par œuf pondue, il aura récupéré 32,85 euros à la mort de la championne et donc plus que doublé son investissement.

Il conclut donc avec Emile sans même marchander, persuadé du « bon coup » qu'il vient de réaliser.

Très fier de son acquisition, notre rusé Joseph emporte le gallinacé dans son poulailler. Seulement voilà, ce qu'il ne savait pas, c'est qu'Emile donnait à Superpondeuse un mélange parfaitement dosé de maïs et de froment qui décuplait les capacités de ponte de la poule.

Notre brave Joseph, moins bon éleveur qu'Emile, n'offrait à sa poule que le surplus d'avoine de sa dernière récolte. Résultat : au lieu de pondre un œuf par jour, Superpondeuse ne pondait plus ... qu'un œuf par semaine.

Très déçu de cette daubasse et ne voyant aucun moyen de rentabiliser son investissement, notre peu doué aviculteur propose à son voisin Benjamin G., le boucher du village de lui racheter Superpondeuse.

Benjamin G. aussi sait calculer : pour une poule de réforme de 1,5 kg qu'il vendra à la mère Germaine, il encaissera bien 3 euros. Il propose donc à notre brave Joseph de lui racheter sa poule à 2,5 euro.

« C'est toujours ça » se dit Joseph. « Au moins, j'aurai pas tout perdu ». Et il conclut la vente avec Benjamin G.

La nuit qui suivit la transaction, Benjamin G fit un horrible cauchemar : il s'était trompé sur la valeur de Superpondeuse car l'alimentation que lui avait donné Joseph, le piètre aviculteur, avait surtout généré de la graisse et fait fondre les muscles de la poule. Une fois celle-ci abattue et la graisse superflue enlevée, elle ne valait plus que 2 euros alors que notre boucher en avait payé 2,5.

Benjamin se réveilla en sueur à la fois épouvanté par cette perspective mais aussi soulagé que ce ne soit qu'un rêve.

N'empêche que le lendemain matin, il se décide d'abattre Superpondeuse pour avoir enfin la certitude d'avoir payé un bon prix pour la malheureuse volaille. Alors qu'il s'apprêtait à tordre le cou du volatile, son cousin, expert de grande renommée dans l'élevage de poules pondeuses passe par là et s'écrie : « mais que vas-tu faire ? ». Benjamin, lui répond : « j'ai acheté à Joseph une poule de réforme, une vraie daubasse m'a-t-il dit, même pas capable de pondre un œuf par semaine. Je pense tirer un bon prix de sa viande en la vendant à la mère Germaine ».

Son cousin lui répond : « je la reconnais : c'est Superpondeuse ! Il m'étonnerait fort que ce soit vraiment une daubasse. Donne lui une juste proportion de maïs et de froment et je suis persuadé qu'elle n'est pas « has been ».

Benjamin a une grande confiance dans les qualités de dirigeants ... heu pardon d'éleveur de son cousin et suit exactement ses instructions.

Peu de temps plus tard, Superpondeuse se remet à pondre avec la régularité d'un métronome non plus son œuf quotidien comme dans sa prime jeunesse (le changement d'alimentation imposé par Joseph avait dérégulé son système de ponte) mais quatre œufs par semaine, ce qui suffisait amplement au bonheur de Benjamin car lorsque Superpondeuse mourut de sa belle mort, un an et demi après avoir été achetée par notre rusé boucher, celui-ci avait recueilli plus de 18 euros de profit sur la vente des œufs pondus par notre poule, ce qui a multiplié son investissement initial par 7.

Et finalement qui a fait la meilleure affaire ? Joseph qui a acheté des espoirs de gain futurs en se basant uniquement sur un rendement passé ... ou Benjamin G. qui a payé la poule pour ce qu'elle vaut aujourd'hui ?

Cette petite histoire paysanne et métaphorique traduit bien la philosophie des investisseurs « deep value ». Ne pas baser ses décisions sur des espoirs de gains futurs mais aussi sur les bénéfices présents.

Le per (Price Earning Ratio) est le ratio le plus couramment utilisé dans le petit monde de la bourse. Il représente le rapport entre le bénéfice réalisé par la société et sa valeur de marché. Plus le per est faible, plus la société est bon marché.

Jusque là, aucun problème ...

Si ce n'est que le per n'est relevant que si le bénéfice est maintenu voir augmenté dans le temps. Et comment le boursicoteur du dimanche peut-il s'assurer de cela ?

Il lui faut bien comprendre à la fois le business model de la société et le secteur dans lequel elle évolue. Il lui faut détecter les barrières contre la concurrence dont dispose l'entreprise et ses avantages compétitifs. Il doit aussi « évaluer » la qualité de la direction de la compagnie et la croissance potentielle du marché dans lequel elle commercialise ses produits. A partir du moment où il a correctement mesuré tous ces paramètres, l'investisseur peut procéder à la valorisation proprement dite de sa « cible »

Lorsque, comme nous, on procède à la valorisation en fonction des actifs de l'entreprise, les connaissances nécessaires sont nettement moindres car presque tout se trouve dans le rapport de gestion. En effet, ce qui nous intéresse, ce n'est pas ce que l'entreprise générera comme bénéfice dans le futur mais bien ce qu'elle détient aujourd'hui.

Un autre inconvénient de l'approche par le per est qu'une erreur d'évaluation se paie beaucoup plus fort. Prenons un exemple :

Imaginons deux sociétés cotant toutes deux à 20 euros. L'entreprise A dispose de 50 euros d'actif et génère un bénéfice de 1 euro. L'entreprise B dispose de 10 euros d'actif et génère 2 euros de bénéfices.

L'investisseur lambda achètera l'entreprise B car son per n'est que de 10.

Le chasseur de daubasse achètera l'entreprise A car il la paie pour moins de la moitié de ses actifs.

Nous sommes en 2008. Une grave crise mondiale, la pire depuis 1929, survient. B est une entreprise solide et voit son bénéfice fondre de 80 % mais elle reste bénéficiaire.

A est plus fragile, moins bien gérée et ne dispose pas de barrière contre la concurrence. Son bénéfice d'un euro se transforme en perte de cinq euros. Son actif diminue donc à due concurrence pour s'établir à 45 euros.

Lequel des deux investisseurs voit sa « valeur » fondre le plus ? L'investisseur lambda qui voit le per passer de 10 à 50 ... ou le chasseur de daubasses qui voit le rapport cours/actif passer de 40 % à 44 % ?

En conclusion, il nous semble qu'investir en fonction de ce qu'une entreprise possède comme actifs aujourd'hui nous semblent toujours plus "sûr" qu'investir en fonction de ce qu'elle gagnera dans le futur.