

Éléments d'analyse d'un titre boursier (V. 3)

1. Description de la société

Description des principales activités de l'entreprise (produits et/ou services) avec un pourcentage pour chaque secteur d'activité. Répartition géographique des activités avec un pourcentage pour chaque région. Principaux clients. Récurrence des revenus.

2. Historique

Quand et comment l'entreprise a débuté ? Chronologie du développement des principales activités, du développement géographique, des acquisitions. Importance relative de la croissance organique par rapport à la croissance par acquisitions.

3. Données financières

a. Revenus et profits

Tableau donnant pour les cinq (préférentiellement dix) dernières années :

- Les revenus
- Les profits
- Le bénéfice par action
- La dette
- Les dividendes
- Le nombre d'actions

On veut voir la progression des revenus, des profits et des bénéfices par action, année après année, et voir si cette progression est régulière ou en dents de scie. La dette doit demeurer raisonnable par rapport aux profits (capacité de rembourser). Si des dividendes sont versés, ils devraient être augmentés chaque année ou presque. Si le nombre d'actions augmente, est-ce pour financer des acquisitions ou des investissements qui feront croître les bénéfices, ou est-ce pour financer des opérations non rentables ou enrichir les dirigeants par de généreuses options?

b. Capitalisation boursière

Combien vaut l'ensemble des actions en circulation ? Cela nous indique s'il s'agit d'une très grande ou petite société. Une petite société a souvent plus de potentiel pour croître, mais avec plus de volatilité qu'une grande société. Par contre, le titre peut être peu liquide parce qu'il y a peu de transactions chaque jour, ce qui rend le titre difficile à revendre.

Il n'y a pas de consensus quant aux catégories, mais on peut les regrouper comme suit :

Catégorie	Capitalisation
Grande	Plus de 10 000 000 000 \$
Moyenne	2 000 000 000 à 10 000 000 000 \$
Petite	300 000 000 \$ à 2 000 000 000 \$
Micro	50 000 000 \$ à 300 000 000 \$
Nano	Moins de 50 000 000\$

c. Évaluation

Pour juger si un titre est cher ou bon marché, on devrait comparer le prix actuel avec la valeur intrinsèque. Malheureusement, le calcul de la valeur intrinsèque n'est pas une science exacte, parce que toutes les méthodes de calcul assument la valeur qu'auront certains paramètres, tel que le taux de croissance des bénéfices, les taux d'intérêt, etc. Avec la même formule, deux analystes peuvent arriver à des résultats différents. De plus il existe différentes façons de faire les calculs. Philippe Le Blanc et Bernard Mooney ont déjà présenté des méthodes de calcul dans le journal Les Affaires. D'autres auteurs ont proposé d'autres méthodes. On arrive toujours à une approximation. Voir l'annexe C.

Pour simplifier, on peut regarder le ratio entre la valeur courante de l'action comparé au bénéfice net par action (ratio P/E). Par exemple un titre qui se transige à 100 \$ alors que le bénéfice net annuel par action est de 5 \$ donne un ratio de 20. Le titre est négocié à 20 fois les bénéfices. Est-ce cher ? Cela dépend du taux de croissance. Il est normal qu'une entreprise qui croît de 20 % par année voit son titre se négocier à 20 fois les bénéfices. C'est cher si le taux de croissance est beaucoup moins, et c'est bon marché si le taux de croissance est beaucoup plus élevé.

Pour se donner une meilleure idée, on va regarder à quels multiples moyens s'est négocié le titre au cours des cinq dernières années. On regarde le multiple moyen par rapport aux derniers résultats publiés, et le multiple moyen par rapport aux bénéfices anticipés pour la prochaine année.

Évidemment, ces calculs ne fonctionnent pas pour une société qui ne fait pas encore de profits. On utilise alors les revenus comme base.

Certaines sociétés d'analyse de titres publient des cotes. Par exemple, le *Quantitative Equity Report* de Morningstar donne le *Fair Value* (valeur intrinsèque) d'un titre. Si la valeur courante est proche de ce *Fair Value*, on alloue une cote ***. Les titres jugés très chers ont une cote * et les titres très peu chers une cote *****. Dans son *Detailed Stock Report*, Thomson Reuters donne une cote de 1 (très cher) à 10 (très peu cher). Mais comme ces deux firmes utilisent des algorithmes différents, on peut obtenir des appréciations de valeurs différentes.

Les analystes des firmes de courtage publient des prix cibles pour les titres boursiers. Un prix cible est la valeur estimée que devrait avoir un titre dans un an. Ces prix sont souvent trop élevés, et ils ne doivent pas être confondus avec la valeur intrinsèque d'un titre. On devrait accorder peu d'importance à ces valeurs cibles, mais si les analystes augmentent ou diminuent leurs valeurs cibles, cela peut donner une information pertinente.

d. Croissance du titre

On achète un titre parce qu'on pense qu'il va prendre de la valeur au cours des ans. Le passé n'est jamais garant du futur, mais un passé médiocre n'incite pas à investir. Une façon d'apprécier la croissance d'un titre est de faire un graphique en mois sur la plus longue période possible, avec une échelle verticale logarithmique. On voit immédiatement s'il y a de la croissance soutenue, une évolution en montagnes russes (titre cyclique), ou une décroissance.

Pour quantifier cette croissance, on peut regarder la valeur du titre et la comparer avec sa valeur il y a dix ans. On peut calculer le taux de croissance annuel comme suit :

$$(V2 / V1)^{(1 / n)} - 1$$

Où : $V2$ = la valeur du titre aujourd'hui

$V1$ = la valeur du titre il y a n années

Par exemple si un titre valait 10 \$ il y a cinq ans et vaut 25 \$ aujourd'hui, cela fait un taux de croissance de 0,20, soit 20 % en moyenne par année. En général. L'investisseur à long terme s'intéresse aux titres qui croissent d'au moins 15 % par année (qui doublent de valeur aux cinq ans).

Une autre façon d'évaluer la croissance est de prendre la somme des revenus des cinq dernières années et de la diviser par la somme des revenus des cinq années précédentes. Les revenus devraient avoir doublé. On fait le même calcul avec les profits.

e. Dividendes

Si la société verse des dividendes aux actionnaires, on vérifie deux points. Les dividendes payés devraient être augmentés chaque année ou presque. Cela donne le signal que la haute direction est confiante dans l'avenir de la société.

Deuxièmement, la société doit avoir la capacité de payer les dividendes. Les bénéfices doivent être supérieurs aux dividendes. Ces dividendes ne devraient pas dépasser les 2/3 des bénéfices.

f. Endettement

L'endettement est un couteau à deux tranchants. Lors de périodes de prospérité économique, emprunter à 5 % pour réaliser 10 % de profits avec l'argent emprunté permet de gonfler le rendement de l'entreprise. Mais en période de récession économique, lorsque les revenus et les profits sont en chute, ce peut être catastrophique si on n'a plus suffisamment de liquidités pour rencontrer les paiements dus.

On doit s'assurer que la dette ne sert pas à payer les dépenses courantes, mais plutôt les dépenses en investissement, comme par exemple construire une nouvelle usine ou acquérir une autre entreprise.

4. Ratios spécifiques à l'industrie (s'il y a lieu)

On peut comparer certains ratios entre deux entreprises œuvrant dans un même secteur afin de déterminer la plus performante. Par exemple, comparer Ford à GM ou Loblaw's à Metro. On

peut utiliser des ratios comme les marges brutes, les marges nettes, le taux de roulement des stocks, etc.

5. Allocation du capital

a. Dépenses en investissement

Toute société va ré-investir une partie de ses profits. On préférera toujours les investissements exceptionnels aux investissements récurrents. Par exemple, la société construit une nouvelle usine afin de produire plus ou d'offrir de nouveaux produits. C'est un investissement exceptionnel qui devrait permettre d'augmenter les revenus et les profits, ce qui fera croître la valeur de l'action.

Pour d'autres entreprises, ce sont des investissements récurrents. Par exemple, les constructeurs automobiles doivent constamment mettre en marché de nouveaux modèles de véhicules pour suivre les tendances. Il y a des frais de R&D, de réaménagement d'usine, etc. Ces dépenses ne contribuent pas à la croissance mais servent plutôt à maintenir la société en vie.

b. Dividendes

De nombreuses sociétés paient des dividendes, mais pas toutes. Il y a une corrélation inverse entre l'importance des dividendes et le taux de croissance d'une société. Une société en plein essor va surtout utiliser ses profits pour investir dans sa croissance. Il reste alors peu ou pas de liquidités pour verser des dividendes. C'est généralement le lot des petites capitalisations, soit des sociétés en pleine croissance n'ayant pas encore atteint la maturité.

À l'opposé, les grandes capitalisations sont habituellement arrivées à maturité et le potentiel de croissance est faible. Alors une partie des profits est redistribuée aux actionnaires. Des dividendes importants sont habituellement un signe d'un faible potentiel de croissance.

c. Rachat d'actions

L'émission d'actions sert à obtenir du financement en vue de croître. Une fois la société bien établie et rentable, elle peut racheter une partie de ses actions en circulation afin de les annuler. Le rachat d'action n'est pas une bonne stratégie quand l'objectif est de réduire la perte de valeur des actions parce que leur valeur baisse dans le marché suite à des difficultés dans l'entreprise (les dirigeants qui possèdent un grand nombre d'actions veulent minimiser le recul). Par contre, lorsque la société va bien, qu'elle a beaucoup de liquidités et pas d'investissements importants ou d'acquisition en vue, ce peut être une bonne stratégie lorsque le marché est en recul et le prix intéressant, quitte à ré-émettre des actions plus tard lorsqu'un investissement important sera nécessaire.

6. Les dirigeants

a. Description des dirigeants

Faire une brève description du PDG et des principaux VP :

- Le nombre d'années dans l'entreprise, leur cheminement dans l'entreprise
- Leur expérience dans des emplois antérieurs

- Leurs études et qualifications
- Toute autre compétence pertinente.

En ce qui concerne le conseil d'administration, et plus particulièrement le président du conseil, est-ce qu'il est composé d'administrateurs indépendants (élément positif), ou de membres de la famille (élément négatif) ?

b. Actionnariat

Est-ce que les hauts dirigeants possèdent une majorité d'actions votantes (élément potentiellement négatif)? Est-ce qu'ils doivent posséder un nombre minimum d'actions qu'ils ne peuvent pas vendre tant qu'ils demeurent dans l'organisation (élément positif) ?

Est-ce que les membres du conseil d'administrations ont aussi l'obligation de détenir un certain nombre d'actions ?

Qui possède la majorité des actions votantes ?

c. Rémunération des dirigeants

Est-ce que la rémunération des dirigeants est raisonnable ? Pour juger, on peut comparer avec des entreprises de taille semblable. On peut trouver l'information dans le circulaire de sollicitation de procurations de la direction.

Normalement la rémunération comprend un salaire de base et des bonis beaucoup plus importants que le salaire. Est-ce que les cibles pour atteindre les bonis comportent un degré de difficulté raisonnable et visent à une croissance à long terme de la société ?

Est-ce qu'on accorde des options aux dirigeants (élément potentiellement négatif)?

d. Objectifs de croissance

Est-ce que la direction a établi une stratégie de croissance pour les prochaines années ? Est-ce que la direction prend des mesures afin de satisfaire les trois principaux groupes d'intérêt : les clients, les employés, les actionnaires ?

7. Avantages compétitifs

La concurrence est peut-être bonne pour les clients, mais pas pour les sociétés. Les fortes marges bénéficiaires attirent la concurrence. Pour qu'une société ait une position fortement dominante dans un marché, elle doit jouir d'énormes avantages compétitifs. Décrivez ici les avantages que la compagnie a sur des concurrents existants ou potentiels.

Prenons comme exemple le système d'exploitation Windows de Microsoft. Une forte majorité d'ordinateurs personnels utilise ce système, et une forte majorité de logiciels fonctionne avec ce système d'exploitation. Ce serait extrêmement difficile pour un concurrent de surpasser Windows. Il y a une vingtaine d'années, Corel a essayé de déloger Windows; cela a été un échec lamentable et le PDG a été congédié suite au fiasco financier.

Un autre exemple sont UPS et Fedex. Ils ont un réseau mondial très bien organisé et efficace. Ce serait une tâche titanesque de les déloger.

L'avantage compétitif peut résulter d'une dominance dans le marché, d'un brevet, d'une expertise unique, etc.

8. Perspectives de croissance

Le passé n'est pas garant de l'avenir. Une entreprise peut avoir eu un immense succès dans le passé, mais si ses produits ou services ne sont plus en demande, les perspectives de croissance sont nulles. Évaluer le potentiel de croissance est loin d'être une science exacte, mais souvent, une bonne dose de gros bon sens suffit à viser juste.

Par exemple, les énergies fossiles n'ont plus la cote. Il y a une surproduction, et la demande va éventuellement baisser face aux énergies renouvelables et aux économies d'énergie.

Pour une entreprise qui existe depuis quelques années et qui ne fait pas encore de profits, le modèle d'affaires doit être analysé de près.

9. Risques

Quelles sont les menaces potentielles pouvant affecter négativement la société ? Ce peut être une grève prolongée des employés, un changement technologique, de la réglementation gouvernementale contraignante, etc.

10. Opinion finale de l'auteur

Faites l'inventaire des forces et des faiblesses de la société étudiée et expliquez pourquoi vous recommandez d'investir ou de ne pas investir dans cette société. L'évaluation actuelle vous semble-t-elle correcte ou trop élevée.

11. Divulcation d'intérêt

Possédez-vous le titre analysé et quel en est le pourcentage dans votre portefeuille d'actions ?

12. Sources de l'analyse

Énumérez tous les documents utilisés pour produire l'analyse

Annexe A - Ressources disponibles

Site Web de la société

Rapports d'analyse disponibles chez la firme de courtage en valeurs mobilières

Rapports d'analyse de firmes spécialisées tel que Cote 100, iResearch, etc

Presses financières (La Presse Affaires, Le journal des affaires, The Globe Investor, Financial Post, etc)

Sections financières de Google, MSN, Yahoo, etc

Site internet des bourses de Toronto, New York, NASDAQ, etc

Wikipedia

fool.com

investissementvaleur.com

seekingalpha.com

suredividend.com

thestreet.com

Documents que doivent obligatoirement déposer les sociétés auprès des autorités :

Canada : sedar.com

USA : sec.gov

Annexe B – Analyse technique pour l’investisseur à long terme

L’analyse technique peut apporter un complément intéressant à toute analyse fondamentale d’un titre boursier. Toute analyse technique débute par un graphique montrant l’évolution du prix d’une action dans le temps. Évidemment, pour un titre qui évolue depuis peu dans les marchés boursiers, les graphiques deviennent peu utiles.

La figure 1 montre l’évolution d’un titre sur 10 ans. On voit une forte croissance de 2000 à 2018, mais du sur place depuis plus de deux ans. Est-ce que la consolidation des dernières années précédera un nouvel envol, ou est-ce que la société a atteint sa maturité et n’affichera qu’une faible croissance à l’avenir ? C’était une société dans laquelle il valait la peine d’investir avant 2018, mais peut-être plus maintenant. Seule l’analyse fondamentale peut répondre à cette question.

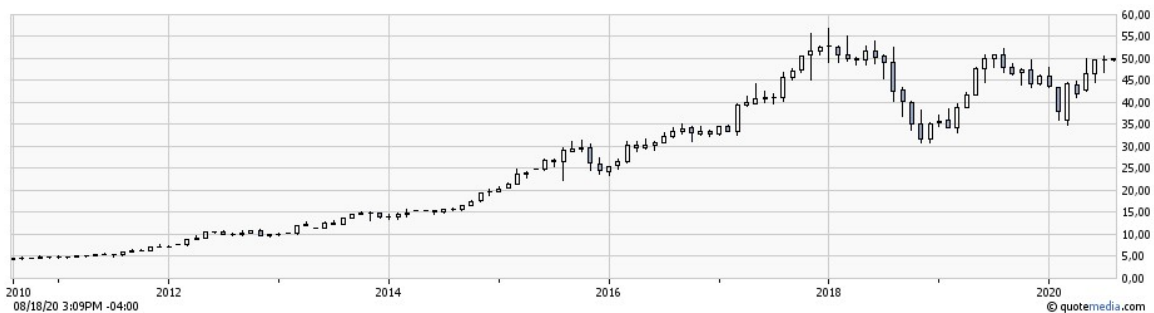


Figure 1 DOL en mois sur 10 ans avec échelle linéaire

On a utilisé une échelle linéaire pour la figure 1, ce qui peut fausser les perceptions lorsqu’on a un écart de prix important. Une variation de 1 \$ sur une valeur de 5 \$ donne un écart de 20 %, mais 1 \$ sur 50 \$ donne seulement 2 %. Pour donner une meilleure idée, on utilise plutôt une échelle logarithmique (fig. 2). Le titre apparaît alors moins volatil dans les dernières années.

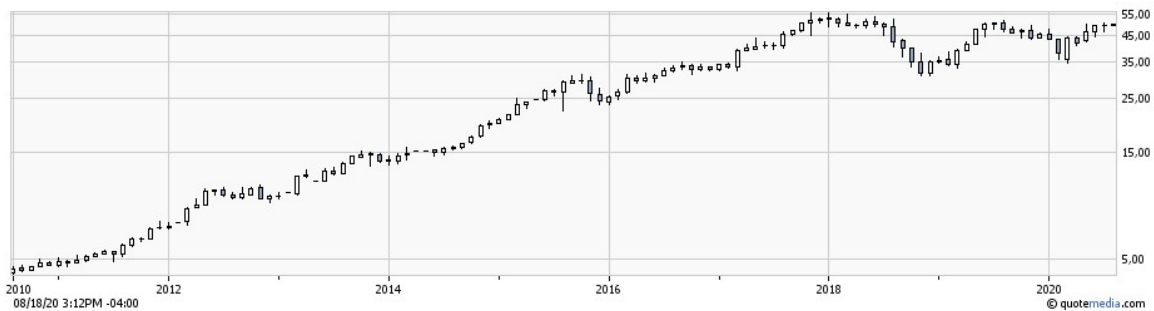


Figure 2 DOL en mois sur 10 ans avec échelle logarithmique

La figure 3 montre un titre qui a oscillé de façon cyclique entre 25 \$ et 55 \$ de 2014 à 2020, avant de dégringoler en 2020. Le sommet de 2008 n'a pas été dépassé après 12 ans ! Ça ne semble pas un investissement intéressant pour le long terme. Ce peut-être un titre intéressant à moyen terme si l'analyse fondamentale nous révèle un fort potentiel de rebond.



Figure 3 AAL en mois sur 15 ans

La figure 4 montre une société en déconfiture.

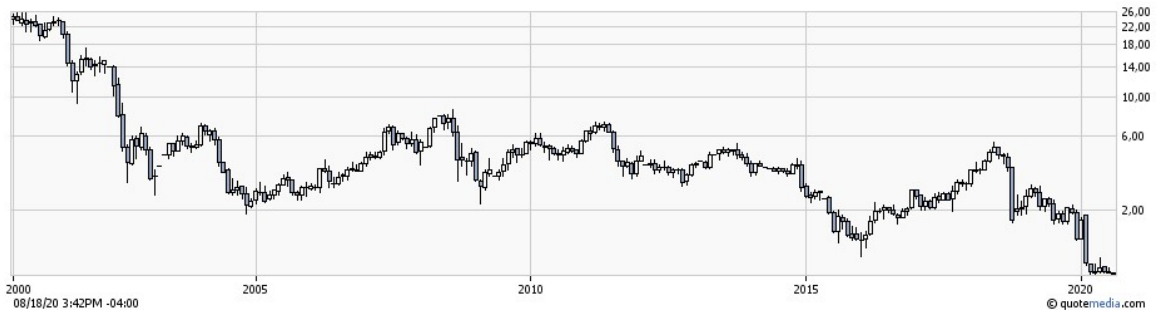


Figure 4 BBD.B en mois sur 20 ans

La figure 5 montre un titre en croissance soutenue. Un titre intéressant pour l'investisseur prudent et pas trop gourmand. On a ajouté une enveloppe autour d'une moyenne mobile sur 20 mois. La limite supérieure se trouve à 25 % au-dessus de la moyenne mobile, et la limite inférieure, à 25 % en-dessous. On parle de croissance soutenue parce que la valeur du titre ne descend jamais jusqu'à la limite inférieure. Ici, sur ce graphique en mois, la moyenne mobile monte sans cesse. Sur un graphique en semaines ou en jours, ce ne serait pas le cas.

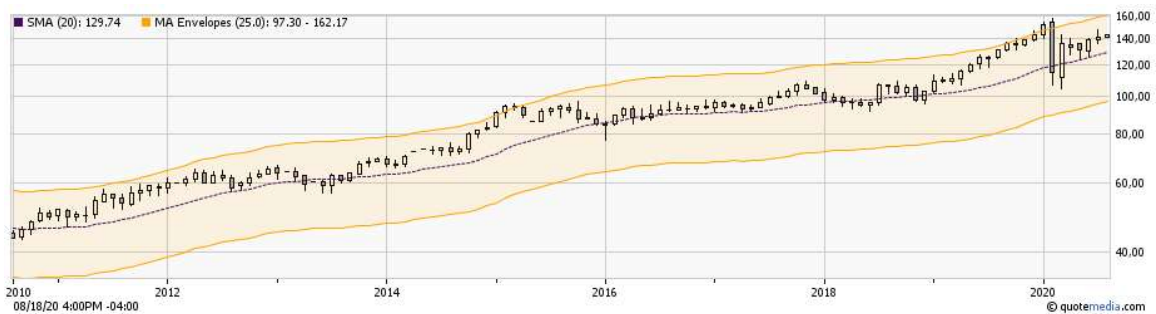


Figure 5 IFC en mois sur 10 ans avec une moyenne mobile sur 20 mois et une enveloppe à 25 % de la moyenne

Pour construire une enveloppe, on prend le plus souvent une moyenne mobile à 20 unités de temps; ici on a un graphique en mois, donc on a pris une moyenne mobile sur 20 mois. On choisit les limites de l'enveloppe de façon à englober la presque totalité des prix.

La moyenne mobile peut nous indiquer des points d'entrée, lorsque les prix sont autour de la moyenne mobile. C'est considéré cher lorsque les prix montent à la limite supérieure, à moins que l'analyse fondamentale nous signale un fort changement positif dans le potentiel de la société.

Annexe C – Valeur intrinsèque d'un titre

Quelques méthodes de calcul de la valeur intrinsèque d'une action.

Méthode de Benjamin Graham, rapportée par Bernard Mooney dans Les Affaires le 14 novembre 2012 :

$$V = E \times (8,5 + 2G) \times 4,4/Y$$

Où:

V= valeur intrinsèque

E= bénéfices par action

G= taux de croissance projeté

Y= taux d'intérêt des obligations corporatives AAA

Méthode de Philippe Le Blanc, Les Affaires, 19 et 26 avril, et 3 mai 2019 :

<https://www.lesaffaires.com/blogues/philippe-leblanc/comment-calculer-la-valeur-intrinseque-dune-entreprise/609690>

<https://www.lesaffaires.com/blogues/philippe-leblanc/comment-calculer-la-valeur-intrinseque-d-une-entreprise-partie-2/609807>

<https://www.lesaffaires.com/blogues/philippe-leblanc/comment-calculer-la-valeur-intrinseque-d-une-entreprise-partie-3-un-exemple-concret/610006>

Autres méthodes :

Bodie, Kane, Marcus, Perrakis, Ryan, *Investments*, 8^e édition, chapitre 16 *Equity Evaluation Models*, McGraw-Hill, 2015