

Comment évaluer une action

La valeur d'une action dépend fondamentalement de la capacité de la société qui l'a émise de dégager des profits dans le futur. Tout l'art de l'analyste financier consiste donc à essayer de prévoir quelles sont ces perspectives bénéficiaires et de les mettre en relation avec le cours auquel l'action est échangée. Cette analyse permet ainsi de déterminer si l'action est aujourd'hui trop chère par rapport au potentiel bénéficiaire ou, au contraire, trop bon marché.

Le multiple

L'un des outils traditionnels pour évaluer les cours des actions est un rapport entre le prix courant du titre et les bénéfices attendus pour les prochains exercices : soit le prix divisé par le bénéfice.

Ce rapport est appelé multiple et, en anglais, price earning ratio (rapport prix/bénéfice), abrégé P/E ou PER.

Par exemple, si un titre est coté à 200 francs et que les bénéfices par action pour le prochain exercice se montent à 20 francs, le multiple sera de 10 (= CHF 200 / CHF 20). On

comprend aisément que plus le multiple est élevé, plus l'action est dite chère, puisque cela traduit la hauteur du cours par rapport aux bénéfices attendus. Inversement, plus il est bas, plus le titre est bon marché.

Pour que la comparaison ait un sens, on prend des titres dans un même secteur, par exemple UBS et Credit Suisse. Dans ces conditions, la décision devrait être simple à prendre : on vend les titres chers, donc à multiple élevé, et on achète les actions bon marché, à multiple bas.

Attention, toutefois, en appli-

quant une règle aussi basique, de ne pas vous débarrasser de titres prometteurs, justifiant un multiple élevé, mais dont les bénéfices ne croîtront fortement que d'ici deux ou trois ans. Pour cette raison d'ailleurs, les multiples sont souvent calculés sur la base des bénéfices estimés pour les deux années suivantes.

Les sociétés au potentiel le plus riche affichent des multiples décroissants, puisque calculés sur les cours actuels, mais avec des bénéfices en augmentation.

Un critère purement arithmétique

Sur la base de l'analyse fournie par la banque Lombard Odier Darier Hentsch & Cie à fin septembre 2006, on constate que le multiple des deux grandes banques pour les résultats de 2006 était très proche, de même que pour 2007. Historiquement, ce sont des multiples très raisonnables, surtout si on les compare à ceux qui ont précédé l'éclatement de la bulle Internet en 2000, où ceux-ci caracolaient à plus de 20. On peut faire la même remarque pour les assurances. Pour ce secteur, Zurich Financial Services apparaît légèrement meilleur marché en termes de multiple. Mais la baisse de ses bénéfices attendus pour 2007 constitue un point négatif. S'agit-il d'une simple baisse de régime ou la traduction d'un problème plus profond ? Il est impossible de répondre à une telle question uniquement sur la base du multiple. Pour en savoir plus, il faudrait pouvoir se plonger dans les rapports des analystes pour comprendre comment ils sont arrivés à de telles prévisions de bénéfices.

Marché suisse	Cours En CHF au 22.09.06	Bénéfice par action		Ratio P/E (multiple)	
		2006 Estimé en CHF	2007 Estimé en CHF	2006 Estimé	2007 Estimé
Credit Suisse	73.10	6.0	6.4	12,2	11,4
UBS	72.95	5.7	6.2	12,8	11,8
Swiss Re	95.00	8.2	10.2	11,6	9,3
Zurich Financial Service	292.25	33.2	32.7	8,8	8,9

Source : LODH & Cie

Le multiple est une mesure relative

Si le multiple est un outil de travail indispensable, sa portée est toutefois limitée. D'abord parce que son interprétation est difficile, l'estimation de bénéfices étant par définition approximative.

Ensuite, parce que c'est une mesure relative : le multiple doit être rapporté à celui du domaine dans lequel la société est active. Si ce secteur subit les effets d'une crise, les titres de toutes les sociétés seront tou-

chés. De même, quand l'ensemble du marché s'effondre, les multiples prennent brutalement le même chemin. Ce qui pouvait paraître bon marché hier plongera avec le restant de la cote par un effet d'entraînement. C'est dans cette perspective que les analystes financiers recourent non seulement à des multiples de sociétés individuelles, mais aussi à ceux des différents secteurs. Pour les valeurs suisses, ils préfèrent

choisir des indices pan européens, comme ceux du Dow Jones Stoxx, car le marché suisse est trop concentré. En effet, le secteur de la santé, par exemple, est complètement dominé par Novartis et Roche, tandis que celui des banques est massivement représenté par UBS et le Credit Suisse. Cette démarche a d'autant plus de sens que ces sociétés sont très actives sur le plan international.

À chaque secteur son multiple

Les différences de multiples entre les secteurs proviennent essentiellement de la nature de leurs activités, cycliques ou défensives. Par exemple, le secteur des matériaux de base, qui est traditionnellement cyclique, paie une prime de risque pour sa volatilité et doit donc se contenter d'un multiple inférieur à la moyenne. Inversement, la santé, domaine défensif et de croissance, justifie des multiples élevés.

Indices DJ Stoxx (16/08/06)	P/E 05	P/E 06	P/E 07	P/E 08
Matériaux de base	13,6	10,6	10,1	9,9
Biens de consommation	17,1	15,8	13,8	12,4
Services de consommation	18,4	16,7	16,7	13,1
Services financiers	13,2	11,8	11,8	9,9
Santé	21,0	18,3	18,3	14,9
Industrie	17,0	14,4	14,4	11,6
Pétrole et gaz	11,2	9,9	9,9	10,2
Technologie	21,3	17,9	15,2	13,8
Télécommunications	12,5	12,1	11,4	10,5
Utilités	18,3	16,4	14,6	13,1

Source : Pictet & Cie/JCF

Mesure de valeur absolue

Si le multiple est une mesure relative, il existe un autre indicateur pour la valeur absolue d'une entreprise, c'est la valeur nette d'actif (« net asset value »). À savoir le montant que les actionnaires recevraient si la société était liquidée et qui correspond au produit de la vente de tous les actifs après remboursement de tous les emprunts. Normalement, la capitalisation boursière est largement supé-

rieure à la valeur nette d'actif, car les actionnaires spéculent sur la capacité de l'entreprise à générer des bénéfices dans le futur. Mais il peut arriver qu'une très mauvaise nouvelle – n'empêchant pas, toutefois, la société de poursuivre ses activités – fasse tomber la valeur boursière au-dessous de sa valeur d'actif nette. C'est donc une belle opportunité d'achat, puisque le prix est inférieur à la

valeur de liquidation. Pour se sentir complètement en sécurité, on pourrait ne jouer que les titres dont la capitalisation est inférieure à la valeur nette d'actif. Mais il y a un problème : cela élimine d'office tous les blue chips. En outre, en période de marché très haussier, peu de sociétés connues sont dévalorisées de cette manière sans une bonne raison.