

NE DITES PAS A MA MERE QUE JE SUIS STRATEGE, ELLE ME CROIT ANALYSTE FINANCIER !

Félix BOGLIOLO *

La Finance moderne enseigne depuis de nombreux lustres déjà qu'à tout instant le cours de l'action d'une entreprise résulte de l'actualisation au coût du capital de la chronique de ses profits économiques (*residual income* ou EVA®) futurs tels qu'ils sont estimés par les investisseurs. Ceci est en tout point équivalent à l'actualisation des *free cash flows* (deux arrangements distincts des termes d'une même équation). Le corollaire suivant en découle simplement.

A information constante, le prix d'une action est fixé à un niveau tel que la rentabilité de ce placement est égale au coût du capital. C'est à dire qu'il offre une juste rémunération pour le temps passé et pour le risque assumé.

Que la chronique anticipée se réalise, assurera aux investisseurs une juste rémunération : le coût du capital. Ne pas réaliser cette chronique anticipée pénalisera dans leur rémunération les investisseurs. Dépasser cette chronique anticipée débouchera sur une rémunération 'supra-ordinaire' pour les investisseurs.

Une action est donc toujours cotée à son juste prix. *A contrario*, une action n'offrira un rendement supérieur (resp. inférieur) à son coût du capital (elle sur-performera / resp. sous-performera) que si les informations nouvelles la concernant amènent les investisseurs à réviser à la hausse (resp. à la baisse) la chronique de ses profits économiques futurs.

Donc, suggérer qu'un cours est sous-évalué et donc recommander l'action à l'achat (resp. surévalué - à la vente) revient pour un analyste à dire qu'il pense que la chronique des profits économique futurs de l'entreprise concernée sera **en réalité** supérieure (resp. inférieure) à la chronique 'consensuelle' des investisseurs, aujourd'hui imputée dans son cours. Un analyste ne peut suggérer qu'une action est 'à son juste prix' et donc recommander 'conserver' que s'il n'a pas de vue divergente par rapport au consensus des investisseurs construit dans le cours constaté.

Il en découle immédiatement pour un analyste une organisation de son travail en deux étapes.

1. Un analyste doit 'lire' le cours actuel pour en extraire la chronique 'consensuelle' qui y est imputée. L'analyste doit construire une chronique de profits économiques futurs 'plausible' dont la valeur présente actualisée au coût du capital de l'entreprise donne le cours constaté.

2. Il doit prendre position par rapport à cette chronique 'consensuelle'. L'analyste doit traduire son interprétation personnelle de la stratégie de l'entreprise en termes d'une chronique de profits économique futurs.

Autant ces deux tâches relèvent bien de l'analyse financière classique, autant les ingrédients nécessaires à la réalisation de la seconde ressortissent exclusivement à l'analyse stratégique.

L'analyste doit donc expliquer à ses clients en quoi la chronique de profits économiques futurs 'consensuelle' qu'il a lue dans le cours est en deçà de sa propre vision de la performance de l'entreprise telle qu'il la projette. Ainsi il profitera de ce qui apparaîtra à terme comme une sous-évaluation du cours.

Mais l'analyste doit aussi expliquer en quoi l'objectif de performance qu'envisagent les investisseurs à travers le cours ne peut pas être atteint, s'il pense que le cours est surévalué. Il pourra ainsi profiter des emballements indus qui seront inmanquablement suivis de corrections sévères.

En ce sens, l'analyste doit faire preuve d'une certaine dose d'immodestie. En effet, ceci revient à dire : 'je suis le seul à prévoir cet événement', puisque tous les investisseurs ou leurs conseils qui s'intéressent de près ou de loin à cette entreprise ne prévoient pas cela quand ils acceptent de traiter au cours actuel.

Car les perspectives de l'analyste ne doivent pas être déjà anticipées d'une manière ou d'une autre par les investisseurs. Sinon elles ne seront en fait que des non-événements sans répercussion sur le cours. Or, bien qu'extérieurs à l'entreprise, ces derniers disposent de moyens d'information très puissants : concurrents, clients, fournisseurs ou employés sont autant de sources qu'ils n'hésitent pas à exploiter. Et surtout, leur simple nombre contribue à la qualité de leurs prévisions collectives : la somme de leurs erreurs individuelles atteint une sorte de rationalité.

Même si l'analyste a raison, il faut que les investisseurs s'en persuadent d'ici à 'demain'. Car si l'événement anticipé par l'analyste à l'encontre de l'opinion actuelle des investisseurs ne se matérialise ou n'est pris en compte qu'"après-demain", entre aujourd'hui et 'demain' le cours de l'action de l'entreprise étudiée suivra son évolution 'normale'. La sur- ou sous- performance prédite par notre analyste ne se produira qu'"après-demain". C'est-à-dire au-delà de l'horizon que cet analyste avait évoqué devant les investisseurs lors de sa tentative de persuasion. Il aura eu tort parce qu'il aura eu raison trop tôt. La crédibilité de l'analyste face aux investisseurs s'en trouvera ébranlée. S'il est vraiment sûr de lui, il faudra qu'il fasse preuve de fermeté pour soutenir sa position face à une évolution lui donnant tort et la maintenir jusqu'à ce que les faits lui donnent éventuellement raison. Cependant, il devra se garder de tomber dans le travers stigmatisé par le fameux *perseverare diabolicum*. Car les investisseurs ont souvent raison contre les analystes.

L'analyste n'est donc pas analyste financier mais bien analyste stratégique.