

Investir en bourse : styles gagnants, styles perdants

- Identifiez les erreurs qui coûtent cher et évitez-les,
- Assimilez les styles gagnants, et comprenez ce qui les différencie des styles perdants,
- Parmi les gagnants, choisissez le style adapté à votre personnalité, vos compétences, et votre disponibilité,
- Mettez en application vos acquis.

Sommaire

| | |
|--|-----------|
| Préambule | 9 |
| Partie A : Styles perdants | 19 |
| A.1 Suivre un gourou autoproclamé | 23 |
| A.2 Se croire visionnaire | 27 |
| A.2.1 Le prétendu visionnaire sur la macro-économie | |
| A.2.2 Le prétendu visionnaire sur l'évolution d'une action particulière | |
| A.3 Penser que le graphique du cours aide à prédire l'avenir (ou que l'analyse technique est une science utile...) | 37 |
| A.4 Acheter quand tout le monde pense que ça va monter | 41 |
| A.5 Vouloir être le premier à posséder une action à la mode | 43 |
| Partie B : Styles intermédiaires | 47 |
| B.1 L'approche séculaire du marché | 51 |
| B.2 Acheter ce que vous connaissez | 61 |
| Partie C : Styles gagnants | 67 |
| C.1 Points communs des styles gagnants | 71 |
| C.2 Style « value » pur | 83 |
| C.2.1 Style value top-down : acheter des Sociétés leaders quand le marché est globalement bas | |
| C.2.2 Style value bottom-up : acheter des Sociétés individuelles décotées | |

| | |
|--|------------|
| C.3 Style « croissance & avantages concurrentiels à prix raisonnable » | 97 |
| C.4 Différences, avantages et inconvénients respectifs des deux principaux styles gagnants | 109 |
| Partie D : Mise en pratique des styles gagnants | 121 |
| D.1 Ratios utiles pour identifier des actions pas chères, ou de qualité supérieure | 125 |
| D.2 Méthode d'estimation de la valeur intrinsèque | 143 |
| D.3 Comment déterminer les avantages concurrentiels | 159 |
| Conclusion | 171 |
| Remerciements | 179 |
| Bibliographie & ressources pratiques | 181 |

à la retraite, il trouverait sans difficulté un acheteur pour vendre ses titres grâce à la liquidité du marché coté ?

Comment est pensé ce livre et à qui s'adresse-t-il ?

Ce livre s'adresse à toute personne convaincue de l'intérêt de l'investissement en bourse, et qui cherche à raisonner intelligemment, c'est-à-dire qui n'assimile pas l'achat d'une action à celui d'un ticket de loto.

Son but est de permettre au lecteur d'assimiler les concepts essentiels pour adopter une méthode gagnante d'investissement en bourse, et éviter les erreurs qui coûtent cher. En le refermant, le lecteur devrait ainsi avoir acquis une compétence en investissement boursier nettement supérieure à celle de l'investisseur particulier moyen.

Cet ouvrage cherche à être synthétique et complet afin que sa lecture satisfasse le lecteur qui cherche à en apprendre le maximum en lisant un seul livre. Il ouvrira toutefois également beaucoup de perspectives au lecteur plus assidu, qui souhaitera par la suite approfondir certains des concepts découverts au fil des pages. Pour cela, celui-ci pourra s'appuyer sur la bibliographie thématique fournie en fin d'ouvrage pour se constituer un programme de formation personnel.

Le livre s'articule de la façon suivante :

- La partie A effectuera un balayage des styles perdants, afin que le lecteur évite de s'égarer comme tant d'autres investisseurs dans ceux-ci.
- La partie B évoquera quelques styles intermédiaires entre les styles perdants et les styles gagnants. Ils méritent d'être évoqués, car ils peuvent être profitables et avoir l'avantage d'être moins consommateurs en temps de mise en œuvre que les styles gagnants.

Ils sont néanmoins intrinsèquement inférieurs à ceux-ci, car soit potentiellement moins performants, soit potentiellement plus risqués.

- Après ces nécessaires préludes, la partie C passera (enfin...) en revue les différents styles gagnants, ainsi que leurs avantages et inconvénients respectifs.
- Enfin, la partie D s'attachera à la mise en pratique des styles gagnants. Après avoir évoqué rapidement les domaines où ces styles ne peuvent s'appliquer, nous listerons et expliquerons les ratios utiles, puis évoquerons les méthodes de détermination de la valeur en intrinsèque d'une action, et enfin les façons de détecter les éventuels avantages concurrentiels d'un business.

Chapitre A.2 Se croire visionnaire

L'exercice le plus intéressant consiste cependant à essayer de retrouver de vieux exemplaires de début d'année de journaux comme « Les Echos » ou de magazines comme « Capital ». À ce stade, vous vous attendez sûrement à ce que je vous dise que vous allez y retrouver des prévisions dont on sait aujourd'hui qu'elles se sont révélées totalement fausses. Certes, je vous confirme cet aspect des choses, mais ce n'est pourtant pas cela qui devrait le plus vous surprendre : le plus troublant est en effet de constater à quel point les arguments venant étayer les prévisions qui se sont révélées in fine les plus erronées semblaient totalement logiques et pertinents au moment où ils furent écrits !

« Les prévisions vous en disent beaucoup plus sur ceux qui les font que sur l'avenir. », Warren Buffett

Cette problématique du timing ne concerne pas uniquement l'acte d'achat, mais elle s'étend aussi à la décision de vente. Comme nous le verrons par la suite, la question de la vente¹³ est l'une des plus compliquées à traiter, et ce, y compris pour les styles gagnants. L'approche top-down inhérente au visionnaire sur la macroéconomie complique néanmoins encore plus la donne. Prenons l'exemple de l'investisseur qui a prévu une baisse de la parité Euro/Dollar et a alors conclu à l'opportunité d'acquérir un portefeuille de Sociétés européennes exportatrices, jugeant que la future parité aidera celles-ci à conquérir des parts de marché. Que doit-il faire si la parité Euro/Dollar se met à monter contrairement à ses prévisions ? Doit-il vendre ? Pas nécessairement, car il peut avoir raison à horizon long terme... Ainsi, pour qui adopte ce style, la problématique du timing pénalise donc également l'acte de vente : quand et comment peut-on décider que l'on s'est trompé ou non sur sa prévision ?

¹³ Elle est d'ailleurs souvent ignorée dans les ouvrages sur l'investissement en bourse.

Indépendance entre cycle économique et marché actions

Les phases du cycle économique, présentes ou à venir, ont bien une influence sur le marché actions, et en ce sens on ne peut pas parler d'indépendance entre les deux. La bonne interprétation du mot *indépendance* dans le sous-titre ci-dessus est de considérer qu'il y a *une influence, mais pas une dépendance totale* entre les deux.

Le marché actions est en effet soumis à plusieurs forces, comme :

- L'état du cycle économique certes, mais aussi :
- Le niveau et la pente de la courbe des taux d'intérêt,
- Le contexte en matière d'inflation,
- L'attitude bienveillante ou non de l'État envers les entreprises et les actionnaires (fiscalité, incitations...),
- Les ruptures technologiques qui affectent les entreprises ou des secteurs d'activité entiers (exemple : modèle historique des opérateurs télécoms matures radicalement changé au début des années 2000 par l'avènement d'Internet et des mobiles).

Le modèle est encore plus complexe, car ses différentes forces ont chacune deux leviers d'action pour agir sur les prix de marché : par effet économique direct, mais aussi par impact sur la psychologie des foules. Il en résulte que le schéma est plus complexe qu'il n'y paraît à première vue, et qu'il ne peut être manichéen : jamais ces composantes n'ont toutes en même temps une influence de même nature (positive ou négative) sur le marché. Si chacun des cinq passagers de votre voiture avait un volant impactant sa direction à hauteur de 20%, et choisissait en toute indépendance de tourner à gauche, à droite ou d'aller tout droit, vous auriez alors quelques difficultés à anticiper la trajectoire du véhicule...

Il ne suffit donc pas d'avoir trouvé la bonne prévision macroéconomique, il faut aussi ne pas s'être trompé sur son impact. Reprenons le parallèle que

Chapitre B.1 L'approche séculaire du marché

- Les acteurs de la santé, que ce soit les grandes pharmaceutiques ou les fabricants de matériel médical ont jusque-là réussi à conserver de fortes barrières à l'entrée, grâce respectivement soit à leur flux de brevets, soit à leur relation historique avec le corps médical (un chirurgien habitué à poser les prothèses de la hanche de telle marque lui reste en général fidèle, préférant passer son précieux temps à autre chose qu'à l'apprentissage des alternatives concurrentes).

Le sort des business de fin de liste est plus difficile. Contrairement au secteur de la consommation non discrétionnaire, celui de la consommation discrétionnaire est cyclique et subit les crises de plein fouet : vous remplissez votre réfrigérateur même quand les temps sont durs, en revanche vous décalez le renouvellement de votre voiture. Quant aux télécoms et services aux collectivités, s'ils ont historiquement été des investissements de père de famille généreux en dividendes réguliers, c'était grâce à un avantage concurrentiel aujourd'hui perdu, celui donné par la régulation ou les situations de monopole. Or, la minute de téléphone ou le kWh d'électricité n'étant finalement qu'une « matière première¹⁸ » du point de vue du consommateur, aucun critère de différenciation autre que le prix n'émerge : la guerre des prix fait donc désormais rage entre les acteurs du secteur.

Au milieu de la liste, on a des secteurs à mi-chemin entre ces deux ensembles. Si on prend l'exemple de la technologie de l'information, les

¹⁸ Le propre d'une « matière première » telle qu'on l'entend habituellement (pétrole, charbon, cuivre etc...) est qu'elle constitue un produit identique quel que soit l'acteur qui la produit ou la vend. Dans de telles conditions, l'unique critère de choix qu'il reste à l'acheteur est donc logiquement son prix. Par analogie, quand un objet ou produit commence à avoir des caractéristiques non-différenciables qu'il soit proposé par un vendeur ou un autre, on dit que c'est objet est devenu assimilable à une « matière première ». Les consommateurs choisissant alors le vendeur uniquement sur le critère du prix, il s'ensuit en général une guerre des prix entre les acteurs, suivie par une érosion des marges.

Chapitre B.2

Acheter ce que vous connaissez

Profiter des avantages de l'investisseur individuel par l'observation des tendances au plus près

En tant qu'individu, au-delà d'être un investisseur, vous êtes également un consommateur. Vous possédez donc un privilège par rapport au trader qui vit dans un monde parallèle et se contente d'explorer des graphiques de son bureau, car vous avez la possibilité d'observer les tendances au plus près. Ainsi, vous connaissez les objets et produits appréciés par votre famille ou vous-mêmes. Vous pouvez par exemple prendre l'habitude d'observer ce qu'il se passe quand vous déambulez dans les allées des commerces. Cela peut vous permettre de sentir les modes arriver, ou de déterminer les attachements aux marques pour tel produit, ou au prix pour tel autre, etc...

Il est possible de tirer profit de cet avantage. Pour illustrer ceci, examinons un cas précis, celui de l'émergence des GPS. Si vous lisez ce livre et cherchez à investir votre argent en Bourse, il est probable que votre foyer fasse partie des déciles supérieurs en termes de revenus. Vous avez donc sûrement acheté un de ces objets dès 2005 ou 2006, c'est-à-dire avant que presque tout le monde en ait un, et pu constater à quel point cet objet transfigurait les trajets en voiture lors de départs en week-end. Le GPS a entre autres changé la vie de votre femme : grâce à lui, elle n'a plus besoin de tenir en permanence une carte encombrante sur ses genoux, et surtout

elle ne se fait plus engueuler parce qu'elle ne sait pas la lire²¹... Étant parmi les premiers utilisateurs du produit, vous auriez alors pu anticiper la démocratisation du produit qui a suivi, avec des ventes de GPS qui ont explosé en 2007. La Société TomTom a logiquement tiré parti de ce succès, et le cours de son action s'en est ressenti, comme l'illustre le graphique ci-dessous.



Ainsi, l'action traitait à moins de 20 € mi-2005 et s'échangeait à plus de 60 € fin 2007. Étant un des premiers utilisateurs, vous auriez donc pu ressentir dès 2005 que le GPS était un produit apportant au consommateur une véritable valeur ajoutée, et décider par conséquent d'acheter l'action TomTom. A fin 2007, vous auriez alors eu un large sourire, puisque la valeur de cette action avait triplé !

Cela vous semble trop beau pour être vrai ? Vous avez peut-être raison... Après tout, il est vrai que vous lisez un chapitre traitant des styles intermédiaires et non des styles gagnants. En effet, pour être gagnant, vous

²¹ Chères lectrices, je fais une blague machiste par livre. C'est désormais chose faite et vous pouvez par conséquent continuer la lecture l'esprit tranquille... De plus, je dois confesser que ça a aussi un peu changé ma vie, notamment au sujet de ma crédibilité dans mon rôle d'homme : le repérage géographique n'était pas mon fort auparavant...

Chapitre C.2

Le style « value » pur

Le premier style gagnant, dit « value » ou « investissement dans la valeur » est celui prôné par Benjamin Graham. Il a été adopté par des investisseurs ayant démontré sur la durée des performances exceptionnelles, de Warren Buffet dans ses jeunes années, à Walter Schloss, en passant par leurs disciples comme Michael Price, Joël Greenblatt ou Seth Klarman.

Philosophie générale de l'investisseur « value » : chasser le risque !

L'investisseur value cherche avant tout à éviter le risque. Il considère en effet que le futur est imprévisible sur tous les plans, et ne cherche à répondre à **aucune** des questions suivantes :

- L'économie va-t-elle passer l'année prochaine d'une récession à une croissance ou rester en récession (et inversement) ?
- Dans quel sens va évoluer le taux d'intérêt ? L'inflation ?
- Le prix de cette action va-t-il monter ou baisser dans les deux prochains mois ?

Plutôt que de chercher à répondre à ces questions, l'investisseur value va se placer dans la situation de survivre à toutes ces situations, et même de prospérer sur une durée englobant l'ensemble de ces situations. L'investisseur value regarde donc d'abord vers le bas en cherchant à éviter tout risque de perte définitive en capital, avant de regarder vers le haut et

de demander au cuisinier de vous préparer une pizza ou des lasagnes, vous lui commandiez des sushis. Que se passerait-il ? Vous seriez certainement déçu de la qualité du plat qui vous serait servi, et vous vous diriez que ce restaurant ne mérite pas son excellente réputation.

Par analogie, vous allez être plus compétent dans l'un des deux styles que dans l'autre, et ce sera en général avec celui avec lequel votre personnalité est le plus en accord. D'abord, pour des qualités innées que vous avez, mais aussi parce que ce sera dans celui-ci que vous serez le plus prompt à acquérir des connaissances et vous améliorer. Vous devriez ainsi devenir progressivement au fil du temps un meilleur spécialiste du style choisi.

Le seul investisseur qui a vraiment excellé dans les deux styles est Warren Buffett. Cependant, cette utilisation des deux styles n'a pas vraiment été concomitante, mais ceux-ci se sont plutôt succédé au cours de périodes différentes de sa vie. De plus, vous aurez l'humilité de reconnaître, je l'espère, que tout le monde ne pas prétendre égaler le maître... Pour votre part, vous n'êtes donc pas forcément obligé d'adopter un seul des deux styles pour votre portefeuille, mais vous devez néanmoins en **privilegier l'un des deux**. Une répartition 70% Value/30% GARP (ou inversement) serait par exemple tout à fait pertinente.

Des facteurs annexes (dividendes, fiscalité...) doivent-ils influencer le choix de votre style ?

Les dividendes

Le versement des dividendes intéressera ceux qui cherchent à tirer un revenu de leurs actifs indépendamment des cours. Au vu des éléments que nous allons mettre en lumière, il est loin d'être évident que l'aspect « dividendes » doive être un critère de choix du style que vous choisirez d'adopter.

dégagent à des rendements élevés³⁰, amplifiant ainsi par effet d'intérêts composés l'enrichissement des heureux possesseurs de leurs actions.

- **Le Return on Assets (ROA)**

La définition académique du taux de rendement des actifs (ROA) est :

$$ROA = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Actifs}}$$

Néanmoins, il vaut mieux la conceptualiser de la façon suivante :

$ROA = \text{Marge nette} \times \text{Taux de rotation des actifs}$, avec :

- **$\text{Marge nette} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Chiffre d'Affaires}}$**
- **$\text{Taux de rotation des Actifs} = \frac{\text{Chiffre d'Affaires}}{\text{Actifs}}$**

Cette deuxième vision illustre bien les **deux façons pour une entreprise de générer des profits opérationnels élevés** :

- Soit, en étant capable de vendre à des prix élevés, pour générer une marge nette importante, comme Coca-Cola,
- Soit, pour les Sociétés qui ne sont pas capables d'ajouter un premium élevé aux biens qu'elles vendent, en ayant un fort taux de rotation des actifs. C'est par exemple le cas de supermarchés comme Wal Mart, et on comprend avec cette formule tout l'intérêt de gérer les stocks en flux tendu.

Le ROA doit être considéré comme une mesure d'efficacité puisqu'il traduit la capacité d'une Société à transformer ses actifs en profits. Ainsi, une Société qui génère 2 millions d'euros avec 10 millions d'euros d'actifs aura

³⁰ Quand elles trouvent assez de projets pour les investir avec un ROE élevé ; une bonne gestion impliquant de redistribuer le reste sous forme de dividendes.

impôts) stable et perpétuel (et donc actualisé en divisant par le coût moyen pondéré du capital³²) devraient converger.

Pour une entreprise sans avantage concurrentiel (ni désavantage) :

$$\Rightarrow \text{Valeur DCF} = \frac{\text{Free Cash Flow annuel}}{\text{WACC}} \approx \text{Coût renouvellement des actifs}$$

L'explication est assez logique. Si une entreprise venait à générer des retours sur capitaux investis supérieurs à son coût du capital, alors son secteur d'activité attirerait la concurrence. Ne disposant pas de barrières à l'entrée, l'arrivée de nouveaux compétiteurs dans le secteur entraînerait rapidement l'alignement des retours sur capitaux investis avec le coût du capital. On retrouve de façon plus chiffrée l'exemple de la boulangerie du chapitre C.3 : **si une nouvelle entreprise duplique le capital d'une entreprise existante ne disposant pas de barrières à l'entrée, elle va générer des cash-flows similaires, ceux-ci étant les cash-flows normatifs correspondant au coût du capital du secteur d'activité.** Par corollaire, la valeur actualisée des cash-flows d'une entreprise sans barrières à l'entrée ne peut durablement être supérieure à sa valeur de renouvellement des actifs. C'est le système d'autorégulation de l'économie qui attire des acteurs dans les secteurs en sous-capacité (où des entreprises arrivent à avoir **provisoirement** ROIC>WACC), et qui permet l'arrêt de l'afflux de capitaux vers les secteurs en surcapacité (tant que ROIC<WACC)

C'est pour la même raison qu'une croissance qui se fait sans barrières à l'entrée se fera généralement à ROIC=WACC, point d'équilibre de l'économie, et ne générera donc pas de valeur. Il y aura en effet potentiellement des hausses de chiffre d'affaires ou de résultats, mais celles-ci auront consommé des capitaux. **Contrairement aux croyances**

³² On applique la formule présentée dans le coin des experts du DCF soit avec $g=0$, soit avec ROIC=WACC, ce qui revient au même. C'est-à-dire à calculer directement la valeur terminale en année 0.

L'investisseur GARP ne peut donc pas se contenter de rechercher des entreprises dont les résultats sont en croissance sur les dernières années. En effet, la plupart de celles-ci ne parviendront pas à maintenir cette tendance, car pour cela il faut disposer d'avantages concurrentiels durables. Or, **ce dernier cas est plutôt l'exception que la norme : sur les 40 entreprises du CAC40, les doigts d'une main suffisent pour comptabiliser celles disposant d'avantages concurrentiels forts**. Et sensiblement moins de la moitié de ces quarante disposent d'avantages concurrentiels moyens³³.

Il est donc nécessaire, notamment pour l'investisseur GARP, de déterminer si le château est bel et bien entouré d'un fossé. Il lui faudra également estimer quelle est la largeur de ce fossé et combien de temps celui-ci va exister. Nous avons vu que des ratios de profitabilité élevés (ROA, ROE, ou ROIC), traduisant des marges élevées, sont une condition nécessaire à la présence de barrières à l'entrée. Beaucoup d'entreprises avec des barrières à l'entrée ont par ailleurs des dépenses d'investissement de continuité d'activité faibles, c'est-à-dire des ratios Free cash Flows/EBITDA élevés. Cependant, ce ne sont pas des conditions suffisantes : une entreprise qui s'est installée sur un nouveau marché peut générer des ratios de profitabilité élevés tant que la concurrence ne s'est pas mise en ordre de marche, avant que ces ratios ne retournent ensuite vers la moyenne (le coût du capital dans le secteur).

Pour être capable de déterminer si des avantages concurrentiels existent ou non, il faut donc en sus être capable **d'identifier qualitativement où ceux-ci trouvent leur source**, c'est-à-dire savoir répondre à la question **« Pourquoi l'entreprise arrive-t-elle à continuer à générer des marges élevées, et comment éloigne-t-elle les concurrents du partage du gâteau ? »**

³³ Classement Morningstar

qu'une marque comme HTC, inconnue il y a dix ans, a su prendre une part de marché substantielle des téléphones.

Par contre, si vos enfants souhaitent aller au McDonald et qu'à la place vous les emmenez au grill « chez Michel », ils risquent de ne pas afficher le sourire que vous attendiez, et ce, même si Michel cuisine de bons burgers... Les marques qui sont **assez fortes pour constituer des avantages concurrentiels** sont donc celles que les clients considèrent comme **non-substituables**. Elles ont en effet réussi à développer un fort sentiment de qualité supérieure perçue par ceux-ci, se traduisant par une très forte fidélité. On peut penser au Coca-Cola que le client ne substituera pas par un produit « Cola » de marque de supermarché, aux rasoirs Gillette qui ont su démontrer un fort sentiment de qualité supérieure perçue chez les hommes, ou à certains produits L'Oréal (même chose en version féminine...).

« Si le client est prêt à fouiller toute la ville pour acheter le produit x plutôt que d'acheter la concurrence, vous avez une compagnie avec une niche/un avantage compétitif », Warren Buffett

Ce sentiment de qualité supérieure perçue constitue sans conteste un avantage concurrentiel, car la Société dispose d'un « **pricing power** », **c'est-à-dire d'une capacité à vendre des produits à prix élevés, sans faire fuir les clients**. Ceux-ci ne considèrent pas les substituts proposés à moindre coût comme équivalents. Ces Sociétés peuvent par conséquent augmenter régulièrement le prix de leurs produits sans difficulté, au moins du niveau de l'inflation.

2. Le blocage des clients : les coûts de transfert

Les avantages concurrentiels basés sur le blocage des clients existent quant à eux par ce qu'on appelle *les coûts de transfert*.