

CLÉS POUR LE MARCHÉ par Olivier Davanne et Thierry Pujol

Ne surestimez pas l'immatériel

Chaque mois, Enjeux donne la parole à deux spécialistes, associés de DPA Conseil, qui analysent la stratégie patrimoniale à adopter par les particuliers qui souhaitent investir sur les marchés financiers.

Les fortes fluctuations du prix des actions au cours des dernières années auront eu le mérite de sensibiliser les investisseurs à la vraie valeur des entreprises. Fini le temps où l'on achetait des fournisseurs d'accès à Internet en perte à des prix exorbitants, en rêvant de futurs profits massifs ! On réapprend que la valeur d'une entreprise est d'abord déterminée par les actifs qu'elle possède. Ces actifs peu-

vent être « matériels » (machines, bureaux...) ou « immatériels » (brevets, marques...).

Au-delà des fluctuations à court terme, à l'équilibre, la valeur boursière d'une société doit être égale à la valeur totale de tous ses actifs, auxquels il faut bien sûr retirer les dettes financières. Mais comment évaluer les actifs immatériels que possède telle entreprise ou tel groupe d'entreprises composant un indice boursier ?

Regardons d'abord comment le marché évalue ces actifs immatériels, c'est-à-dire la part de la capitalisation boursière des entreprises qui n'a pas pour contrepartie des actifs bien identifiables dans les bilans. En moyenne, sur les dix dernières années, l'immatériel expliquerait environ 50% de la valeur des entreprises du CAC 40 (voir graphique). Mais les bilans sous-estiment la valeur réelle des actifs matériels détenus par les entreprises, du fait par exemple de la non-réévaluation de beaucoup de biens immobiliers. Cette réévaluation ramène la part de l'immatériel à 30% de la capitalisation.

Pour certains, cette part devrait s'accroître du fait de la « nouvelle économie » et de l'importance actuelle du « capital humain » dans le processus de production. Mais c'est oublier qu'ingénieurs et cadres peuvent faire jouer la concurrence entre employeurs, pour obtenir rémunérations élevées, primes et stock-options. De même que les footballeurs s'enrichissent plus que leurs clubs, ce sont les salariés hautement qualifiés qui ont surtout bénéficié de la nouvelle économie !

Les actionnaires, eux, possèdent les brevets et les marques produits par de la recherche-développement (R & D) et des dépenses marketing. Si on considère par exemple qu'il a fallu en moyenne cinq ans de R & D et de publicité pour produire les brevets et marques actuelles, leur valeur économique représenterait environ 15 à 20% de la capitalisation boursière des entreprises françaises.

Il y a enfin une dernière forme d'immatériel très difficile à évaluer par l'investisseur « fondamentaliste » : le pouvoir de marché lié à un manque de concurrence. L'exemple le plus spectaculaire est bien sûr Microsoft, dont la valeur boursière repose moins sur des brevets et une avance technologique que sur une aptitude à maintenir une position de quasi-monopole. Pour l'investisseur à long terme, investir

dans des secteurs peu compétitifs ou dans des entreprises offrant des rentes de monopole revient à supposer que ni la mondialisation de la concurrence, ni le progrès technique, ni la vigilance des autorités de la concurrence ne viendront éroder les positions dominantes... Ce que les économistes appellent les imperfections de marché. Elles existent, certes, mais attention à ne pas les surestimer ! ●

L'immatériel des entreprises du CAC 40



VOTRE PORTEFEUILLE

Entreprises encore chères



Ce portefeuille a été défini avec un indice CAC 40 à 4 500 et l'indice Euro Stoxx 50 à 3 700. A ces niveaux, les marchés attribuent toujours une forte valeur à l'immatériel détenu par les grandes entreprises françaises. Un bon exemple est celui du secteur bancaire où une concurrence assez limitée sur le marché des services aux particuliers permet aux grandes banques françaises de réaliser des profits considérables, notamment sur la vente de produits d'épargne. Mais, à long terme, quelle est la capacité des grandes banques françaises à conserver ces niveaux élevés de rentabilité dans un monde d'innovations technologiques et d'internationalisation de la concurrence ?

De façon générale, nos modèles de valorisation – qui intègrent l'analyse de l'immatériel parmi d'autres éléments – indiquent que les entreprises sont en moyenne toujours un peu chères. Nous restons ainsi prudents en matière d'exposition au risque actions. Ce portefeuille s'adresse à des investisseurs ayant un horizon de placement d'environ dix ans et une « audace » moyenne. Il est construit selon une approche dite « fondamentale », où la part des placements dépend surtout des perspectives de rendement dans la durée. On trouvera sur www.dpaconseil.com des précisions sur les différents styles de gestion et la construction de ce portefeuille de référence.