



L'audace de patienter, la sagesse d'oser

Lettre mensuelle de novembre 2016

Les bons *stock pickers* rajoutent de la valeur lors de la sélection des titres

Prévisions des analystes et consensus – errare humanum est

Les résultats opérationnels représentent un déterminant majeur des cours de bourse des sociétés. De même, les prévisions soigneuses de résultats sont essentielles pour les modèles de valorisation. La théorie de la valeur intrinsèque sur laquelle réside la plupart des modèles financiers de valorisation (multiples, DCF, etc.) est fondée sur la capacité des praticiens à prévoir de manière la plus précise et fidèle possible les résultats des entreprises sur une période suffisamment longue. Cette capacité est, toutefois, conditionnée par la nature des analystes, qui, selon leur position par rapport aux émetteurs et aux investisseurs, peuvent être soit *sell-side*, soit *buy-side*.

En dépit des avertissements sur les difficultés à prévoir les résultats des sociétés faits depuis longtemps par des investisseurs reconnus tels Benjamin Graham et David Dodd, les analystes continuent à estimer les résultats d'une manière récurrente. Pourtant, trimestre après trimestre, les annonces des résultats qui affectent la valeur des titres des sociétés, figurent parmi les événements les plus médiatiques. Lorsque les entreprises publient des résultats trimestriels qui dépassent les attentes du consensus¹, les titres de ces sociétés, en général, surperforment dans les semaines et mois précédant la publication.

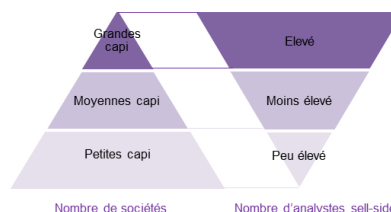
Ainsi, des erreurs de prévision (écarts entre les résultats publiés par la société et les prévisions du consensus) sont constatées. La justesse des prévisions de résultats est une fonction (i) du niveau d'exigence de la communication financière, (ii) de la variabilité, la visibilité et le niveau des résultats, (iii) du nombre d'analystes couvrant le titre, (iv) de la dispersion de leurs prévisions, (v) de la capitalisation boursière, (vi) du secteur et du pays d'appartenance de la société, etc.

De nombreuses études analysent les erreurs de prévision dues aux facteurs présentés ci-dessus. Ici, nous nous sommes intéressés aux erreurs liées notamment au nombre d'analystes *sell-side*

couvrant les titres et au niveau de la capitalisation boursière des sociétés.

Les erreurs de prévision et/ou la faible couverture de certains titres par le sell-side favorisent les découvertes par le buy-side

En général, les analystes *sell-side* ont tendance à couvrir de préférence des titres à fort potentiel et à souvent abandonner des titres « en déclin » qui, en principe, n'éveillent pas l'intérêt des investisseurs. Et ceci est valable quelle que soit la taille des capitalisations, avec toutefois un biais défavorable vis-à-vis des *small caps* lesquels, alors même qu'elles peuvent présenter un fort potentiel, sont *de facto* moins suivies par les analystes *sell-side*.



En dépit de leurs particularités et risques inhérents (liquidité plus faible, ressources financières plus limitées, manque d'historique et modèles d'affaires encore à l'épreuve, ainsi qu'une faible qualité et quantité d'information disponible), les petites capitalisations ont des caractéristiques qui les rendent intéressantes. En effet, un certain nombre d'entre elles présentent un fort potentiel de développement et de croissance. Et pour cause, les petites entreprises, souvent gérées par un « personnel de proximité » sont plus souples et ont une forte capacité d'adaptation aux conditions de marché. Largement méconnue des analystes *sell-side*, et donc des investisseurs, cette population est susceptible de recéler un grand nombre de titres sous-évalués.

C'est ainsi que la découverte précoce d'une *small cap* à travers une analyse patiente, minutieuse et une bonne compréhension de ses fondamentaux peut conférer un avantage certain à l'investisseur « visionnaire » au moment de l'initiation d'une

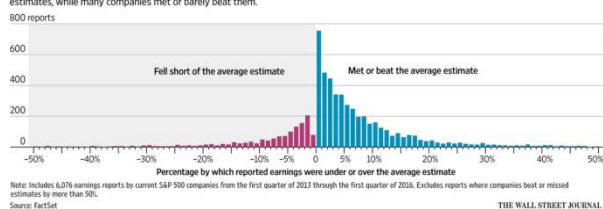
couverture plus large par un nombre croissant d'analystes *sell-side*.

Par ailleurs, le choix judicieux et adéquat parmi le nombre très élevé de sociétés de petite taille distingue souvent le gérant *stock picker* et l'analyste *buy-side* de leurs concurrents. En effet, même si les petites entreprises cotées sont suivies par plusieurs analystes *sell-side*, la dispersion de leurs prévisions, en règle générale, reste assez élevée compte tenu des caractéristiques présentées ci-dessus.

Si des études réalisées par Sinha et alii en 1997², et par Capstaff en 2001³, montrent que les erreurs de prévision du consensus sont relativement peu importantes, voire négligeables pour les grandes capitalisations qui sont suivies par plusieurs analystes *sell-side*, une analyse parue dans le Wall Street Journal (cf. graphique ci-dessous) met en évidence que ces prévisions sont systématiquement influencées par le management des sociétés analysées. La faible dispersion ou la présentation biaisée des prévisions rend difficile le processus de sélection des valeurs, mais pas impossible pour un *stock picker* à la recherche d'idées d'investissement intéressantes.

Managing Expectations

Number of quarterly reports in which S&P 500 companies missed, met or exceeded earnings estimates. Few companies just missed estimates, while many companies met or barely beat them.



A l'instar du travail fait par les analystes *buy-side* sur les *small-caps*, la « décortication » des moyennes et grandes capitalisations à travers une analyse adéquate et judicieuse, une meilleure compréhension de la stratégie, du *business plan* de la société se traduit par un choix des titres qui, délaissées par les analystes *sell-side* faute d'une analyse « bottom-up », présentent également des caractéristiques non-négligeables pour la gestion active : liquidité élevée, risque de faillite réduit, rendement élevé...

Des stock pickers patients et contrariants à la recherche des valeurs de demain

Le « bon » *stock picker* réussit à trouver des idées d'investissement peu importe la taille des capitalisations... et surtout l'orientation du consensus. Certainement, les gérants peuvent se

spécialiser sur des segments plus étroits (*small-caps*, *mid-caps* ou *large-caps*) proches de leurs expertises et convictions, mais cela n'empêche pas le choix adéquat des titres.

La gestion de Vestathena est axée sur la sélection individuelle de titres afin d'obtenir une performance absolue fondée sur des convictions. Nous gardons toujours un point de vue indépendant, contrariant et critique dans le cadre de nos analyses propriétaires, qui est en cohérence avec notre démarche active. Nos efforts sont orientés à trouver des sociétés de capitalisations différentes (petite, moyenne ou grande) dont les modèles économiques sont solides dans la durée et la valeur économique des actifs n'est pas encore valorisée à leur juste niveau par les marchés.

Le tableau ci-dessous illustre notre choix dans le temps de quatre valeurs à taille de capitalisation différente, avec l'évolution des cours et les principales raisons ayant présidé à leur sélection et introduction dans nos portefeuilles.

Société	Capi	Date d'achat	Prix d'achat	Prix actuel	Raisons du choix des titres
Kopparbergs	Petite	Decembre 2007	7 SEK	261 SEK	Non connue, goût pour le cidre, notamment en Angleterre
S&T	Petite	Juillet 2014	3 €	9 €	Non connue, adoption des compteurs intelligents
Atos	Moyenne	Septembre 2014	59 €	94 €	Délaissée, "manque de croissance organique"
Merck	Grande	Janvier 2012	39 €	92 €	Délaissée, "manque de blockbusters"

Sur la base d'une approche de propriétaire, par un travail patient et de long souffle, le *stock picker* cherche à se démarquer du consensus en essayant d'identifier les valeurs de demain aujourd'hui encore délaissées. C'est de ce filon que le *stock picker* peut tirer des bénéfices de qualité et durables.

Lettre rédigée le 7 novembre 2016

Vladislav TCACI, CFA
Analyste Financier

¹ Le consensus est une moyenne des prévisions de l'ensemble des valeurs émises par les analystes *sell-side*.

² P. Sinha, L.D. Brown, et S. Das, "A re-examination of financial analysts' differential earnings forecast accuracy", Contemporary Accounting Research 14, p.1-42, 1997.

³ J. Capstaff, K. Paudyal, et W.P. Rees, "A Comparative Analysis of Earnings Forecasts in Europe", Journal of Business Finance and Accounting, No. 28, p. 531-562, 2001

VESTATHENA
Société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP-14000019 en date du 30/06/2014
SAS au capital de 4 200 000 € - RCS 802985960
Siège Social : 65 Rue de Monceau – 75008 PARIS
www.vestathena.com

Ce document est destiné à des clients professionnels au sens du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Ce document est la propriété intellectuelle de Vestathena. Toute reproduction ou transmission à un tiers de tout ou partie de ce document est strictement interdite sans une autorisation écrite préalable de Vestathena. Ce document repose sur des informations obtenues auprès de sources considérées comme fiables mais ne sauraient engager la responsabilité de Vestathena. Vestathena met tout en œuvre pour vérifier les informations fournies mais aucune garantie ne peut être donnée quant à leur exactitude. Les opinions exprimées dans ce rapport sont celles du gestionnaire du fonds au moment de la préparation du document. Elles sont susceptibles d'évoluer et ne constituent pas une recommandation d'investissement.