

L'ÉVOLUTION DE L'ANALYSE FINANCIÈRE DANS LA CONTRAINTE EUROPÉENNE

DIDIER RABATTU
ET FRANÇOIS WAT*

La nature, le rôle et l'influence de l'analyste financier ont considérablement changé au cours des quinze dernières années et ce, sous l'influence d'une « anglo-saxonisation » croissante des marchés financiers. Quatre facteurs ont transformé le métier d'analyste et sa place au sein des banques d'affaires. Tout d'abord, la profession s'est considérablement sophistiquée. Elle s'est, par ailleurs, internationalisée et spécialisée ; elle s'est aussi commercialisée et enfin, elle s'est fortement bancarisée. Compte-tenu de ces éléments et de leur évolution très rapide, il se posera, sans doute, au cours des prochaines années, le problème du coût d'une structure de recherche au sein des établissements financiers ainsi que celui du statut de l'analyste financier, au sein des établissements mais aussi vis-à-vis de l'extérieur. Enfin, dans le cadre de l'Euro, il faudra sans doute résoudre le problème de la localisation géographique des analystes et la collaboration entre les bureaux centraux et les bureaux locaux.

103

Entre le milieu des années 1980 et la fin des années 1990, la profession d'analyste financier et les méthodes d'analyse des sociétés se sont considérablement sophistiquées. On est en effet passé en quelques années d'une approche relativement simple fondée sur le PE (capitalisation des résultats) ou le P/CF (capitalisation des CF) à des méthodes visant à valoriser la rentabilité réelle des actifs tout en tenant compte du coût du capital.

Les méthodes traditionnelles d'analyse (PE, P/CF, RoCE) butaient sur des différences comptables ou des différences de niveaux d'inflation relativement importantes entre les sociétés et les pays étudiés. En effet, comment se fonder de façon sérieuse sur les résultats de la comparaison des PE de Carrefour et Ahold alors que les méthodes comptables entre la Hollande et la France sont différentes. Ahol a la possibilité d'imputer, en une fois sur les fonds propres, les survaleurs issues d'une acquisition alors

* Respectivement Responsable de la Recherche et Responsable Actions chez Deutsche Morgan Grenfell Paris.

que Carrefour les immobilise au bilan et les déprécie sur longue période. Par ailleurs, comment réellement comparer la rentabilité des actifs (RoCE) de Carrefour et de Ahold alors que la base de capital employé de Ahold a été imputée de la plupart de ses actifs incorporels et que le groupe hollandais évolue dans des pays (Etats-Unis, Hollande) où l'inflation a été très faible au cours des quinze dernières années. *A contrario*, Carrefour réalise une part importante de son chiffre d'affaires dans des pays (Espagne, Amérique Latine et Asie du sud-est) où les niveaux d'inflation sont supérieurs à ceux des pays précités.

Dans notre bureau d'étude, nous avons ainsi choisi de bâtir des modèles qui tiennent compte de toutes ces différences (traitement de survaleur, frais de recherche et de développement, niveau d'inflation mais aussi crédit-bail important aux Etats-Unis mais quasiment inexistant en Europe, etc...) afin de rendre homogène les comptes de sociétés qui ne l'étaient pas. Nous avons ainsi mis au point une définition de retour sur capital employé que nous appelons « Cash Return on Capital Invested » (CROCI) qui permet de comparer de façon homogène la rentabilité des actifs de sociétés nord-américaines, sud-américaines, européennes et anglaises. En déterminant le coût d'opportunité du capital (COC), on peut ainsi obtenir un ratio particulièrement précieux (CROCI/COC) qui permet de comparer, sur une année donnée, la rentabilité réelle des actifs par rapport au coût du capital utilisé pour créer ces mêmes actifs. Alors qu'il y a quelques années, le marché utilisait essentiellement le ratio « Price to Book Value », soit la capitalisation boursière/Valeur comptable de la société, nous utilisons aujourd'hui un ratio qui compare la valeur de l'entreprise à la valeur des capitaux investis. La valeur de l'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière + la situation de dette nette moyenne pendant l'exercice - les actifs périphériques. La valeur des capitaux nets investis (NCI) correspond aux actifs corporels nets, mais ajustés de l'inflation, des survaleurs, des crédit-baux, etc. Sur un marché parfait, les évolutions sur longue période des ratios CROCI/COC et VE/NCI doivent être corrélées, puisque le marché (VE), par exemple, doit capitaliser deux fois la valeur des actifs d'une société si la rentabilité de ces mêmes actifs (CROCI) est deux fois supérieure au coût du capital (COC).

Il est très clair que les ratios classiques de comparaison de la rentabilité des capitaux employés et de la valorisation de la situation nette comptable ne donnent pas du tout ce type de résultat. Nous poussons aujourd'hui le raisonnement un peu plus en avant en introduisant les notions dynamiques de EVA (Economic Value Added) et MVA (Market Value added). L'EVA correspond au CROCI - COC que multiplie la base de capitaux employés une nouvelle fois ajustée de l'inflation, des survaleurs, etc. Ce ratio mesure la création de richesse annuelle d'une société.

Quant à la MVA, calculée par la différence entre la VE et la NCI, que multiplie le coût du capital, elle représente la valeur donnée par les investisseurs à cette société. Ce modèle dynamique permet avec précision de montrer la différence de perception entre la création réelle de richesse annuellement réalisée et la création anticipée de richesse sur une même période. Il faut noter que cette sophistication croissante de l'analyse des sociétés n'a pu être permise que grâce à un développement fantastique de la technologie de l'information et des bases de données.

La fonction et le travail des équipes d'analystes se sont aujourd'hui fortement internationalisés et spécialisés. Le dilemme, auquel sont confrontés aujourd'hui la plupart des bureaux d'analyse, est très proche de celui des sociétés de production et/ou commerciales : être à la fois globale ou locale. Au début des années 1980, la comparaison entre Carrefour, Promodès et Casino était largement suffisante. Au milieu des années 1990, il est clair que la comparaison entre plusieurs sociétés doit se faire au moins au niveau européen (Carrefour par rapport à Ahold ou Rinascente par rapport à Pryca). Nous pensons que ce travail est peut-être déjà incomplet et qu'il devient important de pouvoir offrir aux investisseurs une comparaison, certes, entre Carrefour et Ahold mais en incluant aussi Disco en Argentine, D & S au Chili, Pao de Açucar au Brésil, Safeway Inc sur la côte ouest des Etats-Unis, Giant Food et Hannaford sur la côte est et Kroger dans le mid-west ! Cette très forte tendance à l'europanisation voire à la globalisation de la recherche doit toutefois s'accompagner d'une présence locale extrêmement forte. En effet, même dans le cadre de l'Euro, il existera de nombreuses sociétés de taille intermédiaire dont les caractéristiques ne leur permettront pas de rentrer dans un secteur à proprement dit. Ces sociétés fortement dépendantes de leur tissu national, voire régional devront évidemment continuer d'être couvertes à partir d'une base locale significative.

La troisième dimension du changement au cours des quinze dernières années est liée à une commercialisation de plus en plus grande du rôle de l'analyste. Il faut rappeler ici qu'au début des années 1990, les grands fonds anglo-saxons (Capital International, Fidelity, Schroders, JP Morgan, PDFM) ont mis en place des structures d'analyse « by side » spécialisées par secteur et ce, afin d'aider les gérants de fonds dans leur prise de décision. Les gestions françaises (Crédit Agricole, Axa-UAP), allemandes (Allianz, DIT) mais aussi espagnoles (Banco Santander Investment Management) se sont récemment organisées de cette façon. Le rôle de l'analyste « sell side » est donc de plus en plus commercial puisqu'il doit communiquer à ses contreparties « by side » l'ensemble de sa recherche et ses conclusions et ce, souvent sur une base quotidienne. La part commerciale peut aujourd'hui atteindre 30 à 35 % du temps de travail d'un analyste.

Enfin, le rôle de l'analyste, s'est dans une certaine mesure considérablement bancarisé, puisque les spécialistes d'un secteur sont de plus en plus appelés à aider les banquiers traditionnels dans leur relation avec leurs clients. Plus récemment, le rôle de l'analyste a pu être déterminant dans la décision de certaines sociétés de réaliser des acquisitions dans tels ou tels pays ou dans tels ou tels domaines. En effet, l'analyste est aujourd'hui le mieux placé pour déterminer avec précision, d'une part, les synergies induites par une acquisition et le prix à payer pour cette acquisition. D'autre part, pour des sociétés dont le capital est entièrement dilué sur le marché par des fonds de pension, l'analyste peut aider de façon précieuse le management dans l'étude de la réaction des grands fonds actionnaires de la société lors d'une opération d'une taille significative.

Cette transformation du rôle de l'analyste s'est traduite par un accroissement significatif des équipes dans l'ensemble des établissements financiers au cours des dernières années. Les grandes banques d'affaires anglo-saxonnes (Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, SBC Warburg, DMG, etc...) disposent d'environ 250/300 analystes répartis entre les Etats-Unis, l'Amérique latine, le Royaume-Uni, l'Europe continentale et l'Asie du sud-est (une centaine il y a dix ans). Le coût global du service recherche constitue donc un poids de plus en plus important dans le compte de résultats des banques. Un tel coût ne peut être justifié que par des positions élevées dans les classements des grands fonds et des flux d'opérations primaires réguliers et importants. Il nous semble clair que sur les prochaines années, si les volumes traités sur les marchés venaient à baisser, il se poserait inévitablement la question de la rentabilité des bureaux d'étude et de la surcapacité des services de recherche, côté « sell side ». A la fin des années 1980, Carrefour et Ahold étaient suivis régulièrement par moins de 20 analystes. Le chiffre est sans doute proche de 40/50 aujourd'hui. Dans le même temps, ce sont près de 50 analystes « by side » qui suivent de façon régulière ces deux sociétés.

Ce phénomène de surcapacité sera, sans doute, mis en lumière par la mise en place de l'Euro au début de l'année 1999. La « sectorialisation » de l'Europe va sans doute s'accélérer dans l'ensemble des grands établissements financiers, non seulement anglo-américains mais aussi d'Europe continentale. L'ensemble de ces sociétés va devoir gérer la cohabitation entre un bureau central basé à Londres, Francfort ou peut-être Paris, avec des bureaux locaux (Francfort, Paris, Milan, Madrid, etc...). La solution idéale reste, sans doute, une structure matricielle fondée sur une recherche sectorielle et locale forte avec des équipes disséminées à travers l'ensemble des places financières mais fortement intégrées les unes aux autres grâce aux technologies de l'information.

L'analyse financière correspond donc à l'une des principales ressour-

ces que les banques d'investissement peuvent affecter à leurs clients, outre ses capitaux qui permettent d'assurer les besoins de liquidités (market making...).

Le management de cette ressource est de plus en plus complexe, comme nous l'avons observé, non seulement parce que son contenu théorique et statistique se sophistique, mais également car les besoins des grandes maisons de gestion s'intensifient (accélération du rôle du « by-side » et évolution des processus d'investissement vers des modèles de plus en plus dépendants de l'analyse financière).

C'est bien le signal que le « ticket d'entrée » de ces métiers augmente, et que ceux qui domineront à moyen terme, seront ceux qui seront capables de s'ajuster à une compétition accrue, nécessitant des investissements lourds sur longue période.

La tentation pourrait être de n'adopter qu'une stratégie purement sectorielle, ce qui permettrait de centraliser la recherche. L'approche de l'Euro impliquant la disparition des « pays », cette stratégie pourrait s'avérer fondée. Néanmoins, on peut observer que les fonds américains notamment, qui ont depuis des années une vision déjà intégrée de l'Europe, continuent de privilégier des processus de « stock-picking » qui exigent un service d'analyse financière local. Notre sentiment est que la demande des grands fonds de gestion (qui n'est d'ailleurs pas homogène) privilégiera des structures d'organisation d'analyse à la fois centralisées, pour mettre en place des benchmarks sectoriels rigoureux, et décentralisés, pour profiter d'analyses dont l'expertise reposera, en grande partie, sur la proximité avec un tissu économique « régional » européen.