
Étant donné l'important potentiel de gain en capital et le risque correspondant associé à ces titres, les investisseurs consacrent généralement beaucoup plus de temps et d'énergie à l'analyse des actions ordinaires qu'aux placements à taux fixe ou aux actions privilégiées. Il leur est possible d'avoir recours, pour ce faire, à un large éventail de méthodes qui englobe des procédés aussi disparates que l'économétrie et l'astrologie! De façon générale, les spécialistes des marchés boursiers classent les méthodes les plus crédibles à l'intérieur des groupes suivants : l'analyse fondamentale et l'analyse technique.

La principale préoccupation de l'analyse fondamentale consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une valeur de placement en tentant de prévoir la rentabilité future de l'entreprise. Les tenants de l'analyse technique, quant à eux, chercheront à prévoir l'évolution du prix que le marché attribuera à une valeur de placement à court terme et à moyen terme. Chacune de ces deux approches sera présentée en détail dans les deux prochains textes. En vous y appliquant, vous réaliserez les apprentissages grâce auxquels vous pourrez :

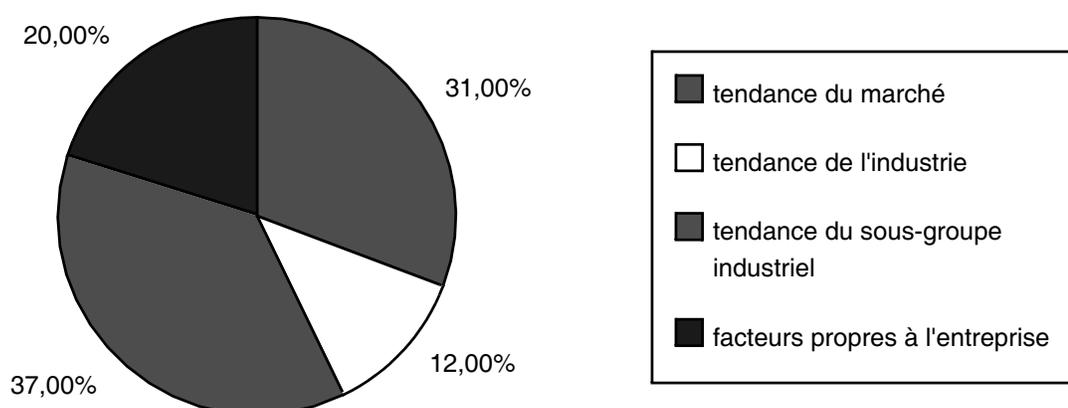
Objectifs

1. établir la distinction entre les méthodes d'analyse fondamentale et les méthodes d'analyse technique pour l'évaluation des actions ordinaires;
2. évaluer la valeur théorique d'une action en utilisant la formule de base de l'analyse fondamentale après avoir formulé les hypothèses requises;
3. vous référer aux indicateurs permettant de porter un jugement d'ensemble sur la situation économique et d'en anticiper l'évolution à court terme;
4. appliquer les méthodes d'analyse fondamentale suivantes :
 - l'analyse du secteur industriel;
 - l'étude des ratios financiers;
 - l'étude de l'effet de levier financier;

- l'analyse du rapport cours/bénéfice.

Qu'un investisseur s'en remette à l'analyse fondamentale ou à l'analyse technique, son champ d'intérêt ne se limitera pas aux seules valeurs de placement dans lesquelles il est susceptible d'investir. Il portera également une attention spéciale à l'économie dans son ensemble, au grand groupe industriel dans lequel elle est active (par exemple, le secteur des produits de consommation) et au sous-groupe industriel dans lequel se concentrent ses activités (par exemple, l'industrie de l'automobile). Une étude, dont les résultats sont illustrés au schéma 9.1, a démontré que la variation dans le prix d'une action ordinaire cotée en Bourse pouvait être expliquée, dans une proportion de 80%, par les variations que connaissent le marché dans son ensemble et le secteur industriel qui la concerne.

SCHÉMA 9.1

FACTEURS EXPLIQUANT LES VARIATIONS DANS LE PRIX DES ACTIONS ORDINAIRES^a

a. Source : J. B. King., «Market and industry factors in stock price behavior», paru dans *Journal of Business*, janvier 1966, p. 139-190.

1. L'analyse fondamentale

Réduite à sa plus simple expression, l'analyse fondamentale peut être définie comme une démarche visant à déterminer la valeur actuelle de tous les dividendes futurs que rapportera une action. Cette valeur actuelle devient la valeur intrinsèque que le fundamentaliste sera prêt à investir pour se procurer le titre. Si le marché attribue au titre un prix inférieur à cette valeur fondamentale, cet analyste aura repéré une valeur sous-évaluée, ce qui lui permettra de connaître un rendement supérieur au rendement escompté. Pour pouvoir effectuer cette

évaluation, l'analyste fondamentaliste doit examiner de près la situation économique prévalant et son évolution prévisible au cours des périodes à venir. Il doit aussi, évidemment, se pencher sur la santé financière de l'entreprise.

A. L'analyse de la situation générale de l'économie

L'activité économique évolue par cycles plus ou moins réguliers, un peu comme les vagues qui déferlent sur une plage. Une période d'expansion est suivie d'un certain essoufflement pour ensuite faire place à une récession, puis à un plancher et, enfin, à une reprise de l'activité économique.

Dans le passé, la durée de vie d'un cycle économique complet pouvait avoir entre 15 mois et 12ans. Un cycle complet se compose de quatre phases. Il touche l'ensemble de l'économie et non un seul secteur d'activité ou une industrie en particulier.

Ces phases sont les suivantes :

- une phase d'expansion;
- un sommet plus ou moins bref;
- une récession;
- un creux.

Les phases d'expansion et de récession sont les plus importantes, alors que les creux et les sommets ne représentent souvent que des périodes de transition.

La période d'expansion se caractérise généralement par un mouvement à la baisse des taux d'intérêt, accompagné d'une politique monétaire accommodante et d'une certaine poussée du niveau général des prix, de l'emploi, de la production et des bénéfices des entreprises. Lorsque les pressions sur le niveau des prix sont plus fortes, la Banque du Canada a tendance à resserrer sa politique monétaire et à favoriser une augmentation des taux d'intérêt jusqu'à ce qu'elle reprenne le contrôle de l'inflation.

Entre temps, l'économie aura traversé une période de récession habituellement accompagnée d'un assouplissement graduel de la politique monétaire, d'un repli de la production, de l'emploi et des bénéfices, et d'une diminution graduelle du rythme de croissance des prix.

La quasi-totalité des secteurs de l'économie est affectée par les cycles. Toutefois, les entreprises produisant des biens de consommation durables et des biens d'équipement (regroupées sous le terme « Industrielles ») sont les plus sensibles, tant en période expansionniste qu'en période de déclin de l'activité économique.

Les cycles économiques ont une durée de vie moyenne de cinq ans, mais cette durée peut être influencée par l'intervention gouvernementale. Chaque phase du cycle présente des occasions de placement différentes.

Au Canada, il appartient à la Banque du Canada d'exercer une saine politique monétaire en conformité avec les objectifs de croissance du gouvernement fédéral. Les objectifs de cette politique monétaire portent sur :

- une croissance soutenue de l'activité économique;
- un niveau élevé de l'emploi et du rendement;
- la stabilité du taux de change;
- la stabilité du niveau général des prix à l'intérieur du pays.

Ces objectifs peuvent parfois être contradictoires dans la mesure où les moyens mis en œuvre pour en atteindre un risquent d'avoir des répercussions négatives sur un autre.

Ainsi, pour combattre un taux d'inflation trop élevé, la Banque du Canada haussera le niveau général des taux d'intérêt, ce qui pourra entraver la croissance économique et, par ricochet, accroître le taux de chômage. En revanche, une croissance économique anémique pourra être stimulée par une pression à la baisse sur les taux d'intérêt, ce qui pourrait provoquer une déstabilisation du taux de change et une reprise de l'inflation. Et ainsi de suite.

Le gouvernement fédéral, de son côté, exerce son intervention par l'entremise de sa politique fiscale. Cette politique fiscale porte essentiellement sur une contraction ou une expansion de ses dépenses. Or, tous deux, la Banque du Canada et le gouvernement fédéral, font face à plusieurs entraves susceptibles de ralentir et d'affecter plus ou moins considérablement la bonne marche de leur politique respective.

La première doit résoudre plusieurs problèmes internes, comme la faiblesse chronique de la productivité, un niveau d'investissement insuffisant et un déséquilibre sérieux envers l'économie américaine, principal partenaire financier du Canada. Sans compter qu'elle doit veiller à combler les énormes besoins de financement du gouvernement fédéral.

Ce dernier doit assumer un déficit budgétaire très élevé parce que nos élus craignent toujours d'augmenter les impôts et de réduire les dépenses publiques. Ces craintes limitent les mesures fiscales et monétaires. En fin de compte, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ne peuvent exercer pleinement tous leurs pouvoirs de stabilisation en raison de contraintes politiques et économiques rencontrées à l'intérieur du pays ou chez nos partenaires commerciaux.

B. Les principaux indicateurs de la tendance de l'économie

La plupart des événements sont précédés de signes avant-coureurs plus ou moins évidents. Nous devons les déceler et tenter d'interpréter l'impact de ces événements —s'ils survenaient— sur la valeur de nos investissements.

On divise ces signaux d'alarme en trois groupes :

1. les indicateurs précurseurs;
2. les indicateurs simultanés ou coïncidents;

3. les indicateurs retardataires.

i) Les indicateurs précurseurs

Ces indicateurs réagissent avant que ne survienne un changement à l'intérieur du cycle économique. Ils ont pour effet de devancer les revirements de tendance. En voici quelques exemples :

- l'indice composé de la Bourse de Toronto (S&P TSX);
- les mises en chantier;
- les nouvelles commandes de biens durables;
- les ventes de véhicules automobiles neufs;
- les ventes de meubles et d'appareils électroménagers;
- l'évolution de la masse monétaire (la quantité d'argent en circulation, détenue en espèces ou amassée dans des comptes bancaires par les entreprises et les particuliers).

Ajoutons à ces indicateurs réels les indicateurs synthétiques développés par certains organismes à l'aide d'un ensemble d'indicateurs de l'activité économique dans le but d'obtenir un aperçu plus fiable de la tendance à venir. Parmi les principaux indicateurs synthétiques, on retrouve :

- l'indicateur composite avancé de Statistique Canada (voir schéma 9.2);
- l'indicateur Trendindicator de la Banque Royale;
- l'indicateur précurseur Desjardins.

Les indicateurs précurseurs sont évidemment ceux qui intéressent le plus les investisseurs, car ils ont pour principal avantage de devancer les événements, de signaler quelque chose qui est susceptible de se produire.

Une attention particulière est portée aux indices boursiers en tant qu'indicateurs précurseurs de l'activité économique. En effet, le marché boursier anticipe les événements susceptibles de se produire dans six à douze mois. Or, la fluctuation du cours des titres inscrits à une Bourse est indiquée par une moyenne, échantillon représentatif de l'ensemble. On parle alors de baromètre. Comme le cours des titres reflète les changements susceptibles de se produire dans six mois, l'indice baromètre devrait représenter un résumé de ces anticipations et, surtout, devrait avoir pour principale caractéristique de devancer les changements de tendance de nature économique.

Il restera toujours, bien sûr, les chocs soudains, quasi imprévisibles (l'assassinat du président d'un pays à fort leadership, une guerre, la faillite d'une banque importante, etc.).

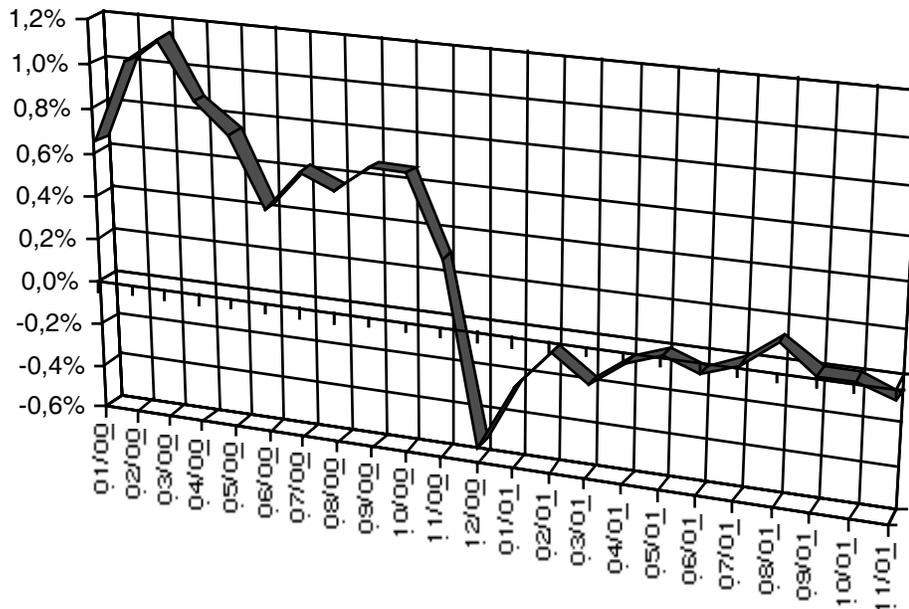
ii) Les indicateurs simultanés ou coïncidents

Les indicateurs simultanés ont pour principale caractéristique de suivre de près les revirements qui se produisent dans l'économie. Ces indicateurs servent à confirmer une nouvelle tendance plutôt qu'à la prévoir. Voici quelques indicateurs simultanés :

SCHÉMA 9.2

ÉVOLUTION DE L'INDICATEUR COMPOSITE AVANCÉ DE STATISTIQUE CANADA

Indicateur avancé composite de Statistique Canada
Taux mensuel de variation de janvier 2000 à novembre 2001



- le produit intérieur brut (PIB);
- le revenu des particuliers;
- l'indice de la production industrielle; l'importation et l'exportation de biens et de services;
- le taux de chômage;
- l'indice des prix de gros.

iii) Les indicateurs retardataires

Finalement, les indicateurs retardataires sont ceux dont le revirement se produit après celui de l'économie prise dans son ensemble. On retrouve, parmi eux :

- les taux d'intérêt;
- le crédit à la consommation;
- les investissements en biens de production;
- les prêts à court terme aux entreprises.

Ces différents indicateurs comportent plusieurs faiblesses. Pour certains d'entre eux, un certain temps—toujours trop long lorsqu'il s'agit d'investissement—sé-

pare la compilation des données de leur publication. Les impondérables et les événements imprévisibles ne pouvant être pris en considération, ces indicateurs ne révèlent qu'une partie de la réalité économique et en faussent parfois l'analyse. De plus, ils ne tiennent pas compte de la psychologie du public investisseur, un élément on ne peut plus important en matière d'investissement.

Cela dit, ce ne sont, dans les faits, que des éléments d'information parmi tant d'autres. Pris un à un, ils n'ont que très peu de valeur et ils doivent être analysés comme ce qu'ils sont : une confirmation supplémentaire d'une tendance déjà bien documentée par les indicateurs précurseurs et coïncidents et par... la réalité objective!

Autres variables importantes : l'inflation, le taux de change, le taux d'intérêt

Voyons ici quelques particularités canadiennes pour illustrer notre propos. Au cours des dernières années, la peur de l'inflation a pris de telles proportions que cette inflation est devenue une des principales préoccupations des milieux d'affaires. Les autorités monétaires des différents pays (ici, la Banque du Canada) acceptent un certain niveau d'inflation (au Canada, le niveau acceptable et accepté a été d'environ 3% par année, depuis le début des années 90); passé ce niveau, elles n'hésiteront pas à relever les taux d'intérêt pour juguler la montée générale des prix.

En agissant ainsi, la Banque du Canada provoque un ralentissement dans l'évolution de la demande de biens et de services, ce qui entraîne rapidement un contexte peu propice aux hausses de prix.

En effet, les agents en surplus de fonds sont alors fortement incités à investir de façon à tirer parti des taux attractifs. Au même moment, les agents en déficit de fonds préfèrent reporter à plus tard des projets d'acquisition de biens et de services liés à la consommation ou à l'investissement.

Une hausse des taux d'intérêt est généralement néfaste pour les entreprises et la plupart des formes de placement, puisqu'elle entraîne une baisse des bénéfices, un ralentissement de l'activité économique et, par ricochet, une diminution du prix des différents véhicules de placement (titres de créance et titres de propriété).

Au Canada, une autre priorité de la banque centrale consiste à soutenir la devise du pays, notamment face à sa contrepartie américaine. Des pressions à la baisse sur le dollar canadien aboutiront donc également à des taux d'intérêt plus élevés. Cette remontée des taux d'intérêt pourrait cependant n'être que temporaire dans la mesure où les pressions à la baisse sur le dollar canadien ne sont que de courte durée. Si tel n'était pas le cas et que la faiblesse devenait chronique, il pourrait s'ensuivre une sérieuse augmentation des taux d'intérêt.

C. L'analyse du secteur industriel

Les perspectives de croissance d'une entreprise et ses chances de réussite dépendent évidemment de la qualité de la gestion et de la pertinence de sa straté-

gie commerciale. Cependant, le choix des domaines où elle exerce son activité économique se révélera déterminant en ce qui a trait aux occasions favorables et aux contraintes que l'entreprise rencontrera. Vous retrouverez ci-après une présentation de 14 grands secteurs d'activité industrielle qui met en relief les facteurs économiques déterminants propres à chaque secteur.

i) Les mines et métaux

Cette industrie appartient au groupe des industries cycliques. Sa variable fondamentale est le prix des métaux et des matières premières en général. Ces prix sont déterminés par la rareté relative des réserves exploitables, par la demande découlant de l'usage industriel des métaux et par l'inflation.

ii) Les aurifères et les mines d'argent

En plus de subir les influences qui sont le propre du secteur des mines et métaux, ce secteur n'échappe pas à la spéculation qui caractérise les marchés de métaux précieux eux-mêmes. En effet, certains investisseurs attribuent une *valeur-refuge* à certains métaux comme l'or, le platine et, dans une moindre mesure, l'argent. Par valeur-refuge, on entend un élément de protection face à l'inflation et certaines crises d'ordre économique, financière et politique, qui peuvent se manifester de façon plus ou moins prévisible à différentes périodes du cycle économique.

iii) Le pétrole et le gaz

Il s'agit ici d'une industrie dont les bénéfices peuvent fluctuer rapidement et la variable critique est le prix du pétrole. Ce prix est à la fois fonction de l'offre et de la demande et du pouvoir de monopole qu'exerce l'OPEP (l'Organisation des pays producteurs de pétrole), cartel produisant plus de 40% de la production mondiale de pétrole. Du prix du pétrole dépendront les programmes d'exploration et le niveau de rentabilité. Une autre variable domine le marché du pétrole: le niveau des taux d'intérêt. Les entreprises engagées dans l'exploration et l'exploitation du pétrole sont en effet très vulnérables à la montée des taux d'intérêt, car elles doivent engager de très fortes sommes d'argent dans leurs activités et leurs installations.

iv) Les produits forestiers

L'industrie cyclique des pâtes et papiers subit l'influence d'une variable dominante qui est la concurrence des producteurs étrangers, d'où l'importance des taux de change. La politique monétaire suivie par les autorités compétentes, et notamment le niveau des taux d'intérêt qui affecte directement le taux de change, est un facteur majeur à considérer. Mentionnons également qu'on a assisté ces dernières années à la mise en marché d'un volume croissant de produits du papier recyclés, en réponse aux préoccupations de la société pour la préservation de l'environnement; ce phénomène a eu des répercussions négatives sur les revenus de l'industrie. Ses principaux débouchés sont les papiers d'imprimerie et le secteur de la construction.

v) Les produits de consommation

Il s'agit d'une autre industrie cyclique dominée par une forte concurrence, une faible marge bénéficiaire et une pression à la baisse sur les prix nécessitant une

compensation par le volume des ventes. Les produits de consommation offrent une bonne protection contre l'inflation. Il faut distinguer les produits primaires ou de base (produits alimentaires...), qui bénéficient d'une certaine stabilité, des produits de luxe, qui dépendent du revenu des particuliers et du niveau des taux d'intérêt. On peut également distinguer les biens non durables (alimentation) des biens semi-durables (vêtements) et des biens durables (électro-ménagers, automobiles...).

vi) Les produits industriels

Les produits industriels sont des équipements et d'autres biens qui servent à produire biens ou services. Cette industrie, cyclique également, a la réputation de devancer le cycle de l'ensemble de l'économie. Cela s'explique par le fait que les entreprises fabriquant des biens de consommation devront renouveler ou augmenter leurs biens de production en anticipation de la reprise de l'économie. La variable dominante des entreprises de ce secteur est le niveau des taux d'intérêt. Ces entreprises ont d'énormes besoins de capitaux et leurs coûts de production sont élevés. La raison en est qu'il existe un laps de temps important entre la fabrication et la vente de leurs produits. Cette industrie profite d'une bonne marge bénéficiaire en dépit du fait qu'elle ait à subir la désuétude technologique et la concurrence internationale.

vii) La haute technologie

Voilà une industrie en croissance. On y retrouve des domaines tels l'informatique, les biotechnologies, l'électronique et les télécommunications. Le degré de concurrence et la désuétude technologique rapide sont ses variables dominantes. La recherche et le développement y sont primordiaux, ce qui se traduit par une durée de vie des produits sans cesse réduite.

viii) L'immobilier et la construction

Les principaux facteurs qui déterminent la performance de cette industrie cyclique sont les taux d'intérêt (effet négatif) et les taux d'inflation (effet positif). Les taux d'inflation relativement faibles que nous avons connus au début des années 90 accompagnés de taux d'intérêt réels¹ relativement élevés sont mentionnés comme les principales raisons expliquant les déboires de plusieurs empires immobiliers canadiens tels Campeau, Olympia & York et Bramalea.

ix) Le transport

Cette industrie, relativement stable, dépend de la réglementation gouvernementale. Elle est fortement affectée par le prix de l'énergie et le niveau des taux d'intérêt.

x) Les communications et les médias

Il s'agit d'une industrie relativement cyclique dominée par les réglementations (sauf la presse écrite) et par une forte concurrence. Elle dépend principalement

¹ Le taux d'intérêt réel est le taux d'intérêt effectivement en vigueur moins le taux d'inflation. Ce taux est généralement considéré comme reflétant mieux le véritable loyer de l'argent que le taux effectivement affiché par les institutions financières.

des revenus publicitaires, ces derniers étant hautement cycliques. Sa marge bénéficiaire est élevée alors que cette industrie nécessite peu d'investissements en immobilisations, si on excepte le secteur de l'imprimerie.

xi) Les services financiers

Ce secteur plutôt stable est affecté par les taux d'intérêt. Au Canada, il a connu des changements notables ces dernières années, entraîné par un vaste mouvement de déréglementation en ce qui concerne les législations tant fédérale que provinciales. Un des principaux effets de ce phénomène est le décloisonnement entre les secteurs traditionnels de ce domaine, soit les banques, les fiducies, les courtiers en valeurs et les assurances. Il est aujourd'hui possible à une entreprise évoluant dans un de ces secteurs d'étendre ses activités dans les autres secteurs.

xii) Le commerce

Deux groupes d'importance comparable forment ce secteur industriel : le commerce de détail et le commerce de gros. Le niveau des taux d'intérêt produit un double impact : il détermine le coût de financement des stocks et affecte le volume d'affaires de l'industrie.

xiii) Les services publics

Un secteur jouissant d'une bonne stabilité de revenus. La réglementation gouvernementale est un aspect important du fonctionnement de cette industrie.

xiv) Les oléoducs ou pipelines

Tout en présentant certains aspects des services publics, cette industrie dépend de l'évolution que connaîtront à moyen terme les secteurs pétrolier et gazier.

D. L'analyse des ratios

La méthode des ratios offre la possibilité d'évaluer la performance financière d'une entreprise sur la base des renseignements qui sont contenus dans les états financiers de son rapport annuel. On retrouvera au tableau une liste de ratios classés selon les quatre aspects qu'ils permettent d'analyser :

- la liquidité;
- la structure du capital (ou l'endettement);
- la gestion;
- la rentabilité.

L'analyste qui a recours à la méthode des ratios pour analyser un titre boursier devrait porter attention à chacun de ces quatre aspects et calculer au moins un ratio dans chacune des quatre catégories. De plus, les ratios d'une entreprise prennent leur véritable signification lorsqu'on les compare avec :

- les ratios de la même entreprise, au cours des années précédentes;
- les ratios du secteur industriel de l'entreprise;
- les ratios des concurrents directs de l'entreprise.

TABLEAU 10.1

EXEMPLES DE RATIOS PERMETTANT D'ANALYSER QUATRE ASPECTS DE LA SANTÉ FINANCIÈRE D'UNE ENTREPRISE

Ratios	Formules
Ratios de liquidité	
<i>Liquidité générale</i>	$\frac{\text{Actif à court terme}}{\text{Passif à court terme}}$
<i>Liquidité immédiate</i>	$\frac{\text{Actif à court terme} - \text{Stocks}}{\text{Passif à court terme}}$
<i>Marge brute d'autofinancement sur la dette totale^a</i>	$\frac{\text{Profit net} + \text{Impôt reporté} + \text{Amortissement}}{\text{Dettes à long terme} + \text{Emprunts à court terme}}$
Ratios de structure du capital	
<i>Dette totale sur l'avoir des actionnaires</i>	$\frac{\text{Emprunts à c.t.} + \text{Dettes à l.t.}}{\text{Avoir des actionnaires}}$
<i>Actifs tangibles sur la dette totale^b</i>	$\frac{\text{Actif total} - \text{Actifs intangibles} - \text{Passif à c.t.}}{\text{Emprunts à c.t.} + \text{Dettes à l.t.}}$
Ratios de gestion	
<i>Rotation des stocks</i>	$\frac{\text{Ventes}}{\text{Stocks}}$
<i>Période de recouvrement</i>	$\frac{\text{Comptes débiteurs}}{\text{Ventes} / 365}$
<i>Rotation des actifs</i>	$\frac{\text{Ventes}}{\text{Actif total}}$
Ratios de rentabilité	
<i>Profit sur les ventes</i>	$\frac{\text{Profit après impôt}}{\text{Ventes}}$
<i>Profit sur l'avoir des actionnaires</i>	$\frac{\text{Profit après impôt}}{\text{Avoir des actionnaires}}$

a. Bien que ce ratio ne soit pas considéré habituellement comme un ratio de liquidité, il n'en fournit pas moins une indication sur la capacité d'une entreprise de rembourser ses dettes à même les recettes produites par son exploitation.

b. Les emprunts à court terme doivent être soustraits du passif à court terme lorsqu'on applique ce ratio.

Pour illustrer l'emploi de la méthode des ratios, considérons une application de cette méthode à la compagnie Bombardier à la lumière des renseignements publiés dans le rapport annuel de son exercice financier terminé le 31 janvier 2001². On retrouve ces renseignements au tableau 10.2. On y constate que de

TABLEAU 10.2 BOMBARDIER – ANALYSE DES RATIO FINANCIERS

	Évolution des ratios de l'entreprise entre 2000 et 2001			Comparaison des ratios de l'entreprise avec ceux de l'industrie		
	2000	2001	2001/2000	Bombardier	Industrie	Compagnie/Industrie
Liquidité						
<i>Liquidité générale</i>	0,96	0,97	0,6%	0,97	0,95	1,9%
<i>Liquidité immédiate</i>	0,29	0,25	-13,8%	0,25	0,53	-53,1%
<i>Marge brute d'autofinancement sur dette totale</i>	17,5%	16,9%	-3,0%	16,9%	25,8%	-34,3%
Structure du capital						
<i>Dette totale sur l'avoir des actionnaires</i>	1,88	2,27	20,7%	2,27	1,06	113,9%
<i>Actifs tangibles sur dette totale</i>	1,29	1,24	-3,8%	1,24	1,75	-29,1%
Ratio de gestion						
<i>Rotation des stocks</i>	2,54	2,51	-1,2%	2,51	6,13	-59,0%
<i>Période de recouvrement</i>	17,19	19,30	12,2%	19,30	43,19	-55,3%
<i>Rotation des actifs</i>	0,80	0,79	-1,3%	0,79	0,99	-20,6%
Rentabilité						
<i>Profit sur vente</i>	5,3%	6,1%	14,8%	6,1%	3,0%	100,5%
<i>Profit sur l'avoir des actionnaires</i>	19,9%	25,6%	28,6%	25,6%	11,7%	119,6%

2000 à 2001, la rentabilité de l'entreprise, déjà impressionnante, a connu une hausse significative. Les autres types de ratios indiquent que la situation de l'entreprise s'est maintenue ou a légèrement régressé. Les ratios de Bombardier y sont comparés aux ratios d'un groupe de quatre entreprises appartenant au secteur de l'aérospatiale et de la défense : Boeing, Lockheed Martin, Northrop

². On peut se procurer le rapport annuel de cet exercice financier sur le site web de la compagnie à l'adresse www.bombardier.com.

Grumman et Bombardier. Cette comparaison est très à l'avantage de la compagnie canadienne, puisque sa rentabilité représente environ le double de la norme industrielle. Cependant, à nouveau, en ce qui concerne les types de ratios autres que ceux touchant la rentabilité, la performance de Bombardier est inférieure.

E. L'étude de l'effet de levier financier

L'analyse de l'effet de levier étudie de façon particulière la structure de capital et la rentabilité de l'entreprise afin de déterminer :

- si l'entreprise tire profit de son endettement, ou, autrement dit, si le rendement obtenu par l'entreprise à l'aide des sommes empruntées est supérieur au coût de cet argent (intérêt payé);
- l'importance du risque représenté par l'endettement pour les actionnaires.

Le risque supporté par les actionnaires d'une entreprise à cause de son endettement est illustré au schéma 9.3.

De façon générale, les actionnaires bénéficient davantage de l'endettement de leur entreprise lorsque les deux conditions suivantes sont remplies :

- le rendement de l'entreprise sur son actif (avoir + dettes) est généralement supérieur aux taux d'intérêt;
- le revenu de l'entreprise n'est pas sujet à d'importantes fluctuations.

Le schéma 9.3 permet de constater que l'endettement plus prononcé de l'entreprise 2 implique pour ses actionnaires un rendement relativement plus élevé lorsque l'entreprise connaît une bonne performance, mesurée d'après le rendement des actifs. En situation inverse, c'est-à-dire lorsque le rendement des actifs est inférieur à un certain niveau, ce seront les actionnaires de l'entreprise qui s'en tireront le mieux. Le point d'indifférence entre les deux formules de financement, soit le rendement des actifs où les deux droites se croisent, est 12%. Ce taux correspond au taux d'intérêt sur la dette, ce qui s'explique par le fait qu'à un tel taux de rendement des actifs, l'entreprise engendre un rendement global égal à la rémunération exigée par les prêteurs : il n'y a donc ni excédent ni manque à gagner pour les actionnaires.

Notons, enfin, que le haut degré de volatilité qu'ont connu les taux d'intérêt depuis la fin des années 70 a eu pour effet de rendre les investisseurs beaucoup moins disposés à accepter un niveau élevé de risque dû à l'endettement.

Pour illustrer l'emploi de l'étude de l'effet de levier dans la conduite de l'analyse d'une action ordinaire, prenons connaissance de la fiche technique 9.1 qui applique cette méthode à la compagnie Bombardier, dont nous poursuivons l'analyse, déjà amorcée avec l'étude des ratios, des actions ordinaires de catégorie B.

Sur cette fiche technique (9.1), on retrouve d'abord le calcul du coefficient de l'effet de levier financier. Ce ratio nous donne une évaluation de la variation

SCHÉMA 9.3

ILLUSTRATION DU RISQUE QUE SUPPORTE L'ACTIONNAIRE EN RAISON DE L'ENDETTEMENT DE L'ENTREPRISE

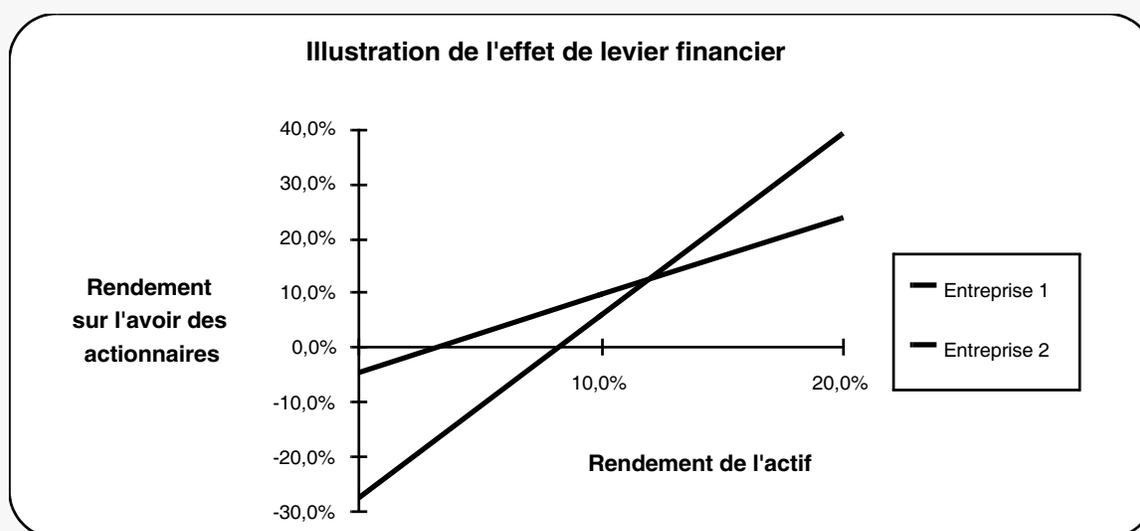
Pour illustrer ce risque, nous considérerons deux entreprises disposant d'un actif de 1 000 000 \$ qui ont opté pour deux structures de capital différentes. Les bilans de ces deux entreprises sont présentés ci-dessous :

Bilan de l'entreprise 1 Au 31 décembre 199N				Bilan de l'entreprise 2 Au 31 décembre 199N			
Actif		Passif		Actif		Passif	
Disponibilités	150 000 \$	Dettes	700 000 \$	Disponibilités	150 000 \$	Dettes	300 000 \$
Immobilisations	850 000 \$	Avoir	300 000 \$	Immobilisations	850 000 \$	Avoir	700 000 \$
	<u>1 000 000 \$</u>		<u>1 000 000 \$</u>		<u>1 000 000 \$</u>		<u>1 000 000 \$</u>

Les deux grilles ci-dessous nous fournissent les taux de rendement de la mise de fonds des actionnaires, pour chacune des entreprises 1 et 2, pour des rendements de l'actif s'établissant à 20% et à 10%. Notons que le taux d'intérêt sur la dette est de 12% pour les deux entreprises.

Calcul du rendement de la mise de fonds des actionnaires			Calcul du rendement de la mise de fonds des actionnaires		
Entreprise 1	Rendement des actifs en %		Entreprise 2	Rendement des actifs en %	
	20%	10%		20%	10%
Rendement des actifs en \$	200 000 \$	100 000 \$	Rendement des actifs en \$	200 000 \$	100 000 \$
Intérêt sur emprunt (12%)	-84 000 \$	-84 000 \$	Intérêt sur emprunt (12%)	-36 000 \$	-36 000 \$
Rendement net	<u>116 000 \$</u>	<u>16 000 \$</u>	Rendement net	<u>116 000 \$</u>	<u>16 000 \$</u>
Rendement sur l'avoir (%)	38,7%	5,3%	Rendement sur l'avoir (%)	23,4%	9,1%

Le graphique ci-dessous illustre le phénomène de l'effet de levier ou le risque accru entraîné pour l'actionnaire lorsqu'une entreprise recourt à l'endettement pour une part importante de sa capitalisation. Les fluctuations dans le volume des affaires, représentées par la variation dans le rendement des actifs, affectent davantage le rendement de l'actionnaire lorsque l'entreprise est plus endettée.



FICHE TECHNIQUE 9.1

APPLICATION DE L'ÉTUDE DE L'EFFET DE LEVIER À BOMBARDIER (2000)

Titre : Bombardier, catégorie B

Industrie : Équipements de transport

Période: Exercice terminé le 31 janvier 2001

B. Étude de l'effet de levier financier

1. Calcul du coefficient d'effet de levier financier

$$\frac{\text{Bénéfice net} + \text{Impôts} + \text{Intérêts sur dettes à long terme}}{\text{Bénéfice net} + \text{Impôts}} = \frac{975 + 423 + 607}{975 + 423}$$

$$= \frac{2005}{1398} = 1,43$$

(EQ 1)

2. Calcul du taux d'intérêt moyen sur la dette

$$\frac{\text{Intérêts sur la dette à long terme}}{\text{Dette à long terme}} \times 100 = \frac{607}{6131} \times 100$$

$$= \frac{60700}{6131} = 9,9 \%$$

(EQ 2)

3. Taux de rendement avant impôt des capitaux à long terme

$$\frac{\text{Bénéfice net} + \text{Impôt} + \text{Intérêt sur dettes à long terme}}{\text{Avoir des actionnaires} + \text{Dettes à long terme}} \times 100 = \frac{975 + 423 + 607}{3812 + 6131} \times 100$$

$$= \frac{2005}{9943} \times 100 = 20,2 \%$$

(EQ 3)

Le risque dû à l'endettement, tel qu'il est mesuré par le coefficient d'effet de levier financier, est de niveau moyen. Les actionnaires bénéficient d'un effet de levier très positif étant donné que le rendement des actifs dépasse de 10,3% le taux d'intérêt moyen sur la dette (20,2% - 9,9%).

que connaît le rendement de l'actionnaire lorsque le rendement de l'actif varie. Plus le coefficient est élevé, plus l'endettement entraîne un risque élevé pour l'actionnaire. Le barème suivant peut être utilisé pour interpréter ce coefficient :

Valeur du coefficient d'effet de levier	Interprétation du niveau de risque
de 0 à 0,25	faible
de 0,25 à 0,60	moyen
plus de 0,60	élevé

F. L'analyse du ratio cours/bénéfice

Le rapport cours/bénéfice est l'un des ratios auquel l'investisseur boursier attache le plus d'importance parce qu'il permet de se représenter le prix d'un titre boursier non plus en matière de numéraire (ou en \$) mais par rapport au bénéfice par action réalisé par l'entreprise au cours des douze derniers mois. Cette façon de représenter le prix d'une action s'avère plus précise que sa représentation en \$, puisqu'une action se vendant 5 \$ pourrait être surévaluée, alors qu'une autre à 50 \$ peut très bien constituer «une aubaine».

On obtient le rapport cours/bénéfice en divisant la valeur au marché de l'action par le bénéfice par action réalisé au cours de la dernière année (quatre derniers trimestres); par exemple, si la valeur au marché de l'action est de 10 \$ et le bénéfice par action des 12 derniers mois, de 0,75 \$, on aura :

$$\text{cours/bénéfice} = \frac{10 \$}{0,75 \$} = 13,3 \quad (\text{EQ 4})$$

Plusieurs facteurs affectent le rapport cours/bénéfice d'une entreprise (ou d'une industrie ou, encore, de l'ensemble des entreprises); mentionnons, parmi les plus importants :

- les perspectives de bénéfices futurs;
- les fluctuations passées dans les bénéfices;
- l'attention accordée à la recherche et au développement;
- la confiance des investisseurs dans l'entreprise.

Voici les rapports cours/bénéfice de certaines industries canadiennes et de l'ensemble des entreprises composant l'indice S&P/TSX au début de 2003:

• produits de consommation de base	17,34
• secteur de l'énergie	13,58
• télécommunication	32,59
• services financiers	17,40
• services publics	12,35
• produits industriels	19,82
• Aurifères	77,26
• S&P/TSX	39,32

Lorsqu'on analyse le rapport cours/bénéfice d'une entreprise, il faudra, comme pour les ratios financiers, le comparer avec le C/B de son industrie. Si le rapport C/B d'une entreprise est élevé relativement à celui de l'industrie, ce fait pourra avoir l'une ou l'autre des significations suivantes :

1. les investisseurs affichent une grande confiance dans l'entreprise, ou
2. l'action de l'entreprise est surestimée à la suite d'une baisse récente des bénéfices.

Les significations possibles d'un C/B faible par rapport à celui de l'industrie sont évidemment inverses : faible confiance ou sous-estimation à la suite d'une hausse récente des bénéfices.

La fiche technique 9.2 propose une façon d'appliquer l'analyse du cours-bénéfice aux actions de catégorie B de Bombardier. Le cours bénéfice de l'entreprise est comparé avec celui de son industrie pour vérifier si le titre fait l'objet d'une surévaluation ou d'une sous-évaluation par rapport aux titres des entreprises de son secteur industriel. Dans le cas des titres de catégorie B de Bombardier, ceux-ci font l'objet d'une surévaluation de 2,54\$, ce qui représente 17% du cours théorique au 4 janvier 2002 (17,30\$ vs 14,76\$).

G. L'analyse de l'équipe de direction et des orientations stratégiques de l'entreprise

Le but visé par l'analyse fondamentale est de mesurer la capacité de l'entreprise d'avoir une rentabilité satisfaisante et soutenue pour le bénéfice des actionnaires. Il va de soi qu'une analyse, aussi poussée soit-elle des états financiers, ne peut à elle seule donner l'heure juste quant à la direction dans laquelle l'entreprise est engagée. En fait, ce que deviendra l'entreprise au cours des prochains trimestres et des prochaines années sera le résultat de la qualité des décisions stratégiques que prendront les membres de la haute direction de l'entreprise et de la performance réalisée dans l'exécution de ces plans.

Le rapport annuel, en plus de fournir les états financiers, contient habituellement une foule de renseignements sur la stratégie corporative d'une entreprise. De plus, on y fournit des renseignements détaillés sur la composition de l'équipe de direction. Ce document représente donc un excellent point de départ pour procéder à ce type d'analyse dont la nature est plus subjective et plus qualitative que celle du type d'analyse présenté précédemment. Évidemment, on ne doit pas s'attendre à trouver dans le rapport annuel des points de vue qui jetteront un éclairage critique sur la stratégie corporative ou la composition de l'équipe de gestion. Pour ce type d'information qui peut s'avérer essentielle pour mener une analyse fondamentale solide, on aura avantage à bien exploiter l'éventail varié des sources de renseignements qui ont déjà été présentées au chapitre 2.

Avec la présentation de cette analyse, nous complétons notre tour d'horizon de cette approche que nous appelons l'analyse fondamentale, qui cherche à connaître la valeur intrinsèque d'une valeur de placement basée sur sa capacité de rapporter un revenu à son détenteur et de générer des bénéfices. Mentionnons,

FICHE TECHNIQUE 9.2

PREMIÈRE APPLICATION DE L'ANALYSE COURS/BÉNÉFICE AUX ACTIONS DE CATÉGORIE B DE BOMBARDIER (JANVIER 2002)

Analyse du cours/bénéfice

1 Bénéfices récents de l'entreprise

Année	Trimestres			
	1 ^e	2 ^e	3 ^e	4 ^e
2002	0,17 \$	0,20 \$	-0,27 \$	
2001	0,17 \$	0,18 \$	0,16 \$	0,25 \$
2000	0,10 \$	0,12 \$	0,11 \$	0,18 \$

2 Comparaisons entreprise vs industrie

a fluctuations boursières et cours/bénéfice

Titre: Bombardier, catégorie B				Industrie: Équipement de transport			
Haut	Bas	Récent	C/B	Haut	Bas	Récent	C/B
(52 dern. sem)		04-janv		(52 dern sem.)		12-juin	
24,84 \$	9,19 \$	17,30 \$	49,43	1630	638	1149	42,2

b valeur du titre selon le cours/bénéfice industriel

C/B de l'industrie X bénéfices de la cie au cours des quatre derniers trimestres

$$\underline{42,2} \times \underline{0,35 \$} = \underline{14,76 \$}$$

Sous-estimation

Surestimation

2,54 \$

Commentaire

Le cours boursier et l'indice du secteur industriel se trouvent tous deux à mi-chemin dans leur intervalle de fluctuation depuis un an. À son cours actuel, le titre est surévalué de 17% par rapport à ce que l'on obtient en appliquant le cours/bénéfice industriel à ses profits des 12 derniers mois.

cependant, qu'il est possible de trouver sur le Web des analyses fondamentales de certains titres que l'on veut étudier. On peut, à titre d'exemple, consulter à l'annexe 9.1 les renseignements offerts par le module Profile du site Web du portail Yahoo dont l'adresse est : finance.yahoo.com

Nous verrons dans le prochain texte une approche très différente, dont le but sera de déterminer quel prix le marché est disposé à payer pour une valeur de placement à un moment donné: l'analyse technique.

ANNEXE 9.1

ANALYSE FONDAMENTALE DISPONIBLE SUR YAHOO.COM

Profile - Bombardier Inc (BBDB.TO)		As of 28-Dec-01
Enter symbol: <input type="text"/> <input type="button" value="Get Profile"/> symbol lookup		
More Info: Quote Chart News Profile Options		
Location	Business Summary	
800 Rene-Levesque Boulevard West Montreal Quebec H3B 1Y8 Canada Phone: +1 514 861 9481 Fax: +1 514 861 2420	<p>Bombardier Inc. Operates as a designer, manufacturer and distributor of transportation equipment and other products and services related to its technology, including equipment financing. Business is divided into four segments, namely aerospace, transportation, recreational products and capital. The aerospace segment designs, manufactures and sells business and regional aircraft for individuals, corporations as well as commercial airline customers. The transportation segment provides rail transportation equipment. The recreational products segment develops, manufactures and markets snowmobiles, watercraft, boats, neighborhood vehicles, all-terrain vehicles and engines. The capital segment provides financial and real estate services. Aerospace accounted for 66% of fiscal 2001 revenues; transportation, 19%; recreational products, 10% and finance and real estate, 5%.</p> <p>Industry: Engines, Components & Parts Mfrs. Employees: 79,000</p> <p>Officers: Laurent Beaudoin - Chairman J.R. Andre Bombadier - Vice Chairman Robert E. Brown - President & Chief Executive Louis Morin - Chief Financial Officer Roger Carle - Secretary</p>	
Financial Links		
<ul style="list-style-type: none"> · Historical Quote Data 		

Share Information		Balance Sheet & Cash Flow - 2001	
Recent Price	\$16.05	Cash	\$1.37B
Year To Date High	\$24.65	Short Term Debt	\$2.53B
Year To Date Low	\$9.19	Long Term Debt	\$6.13B
Beta	1.06	Total Debt	\$8.66B
Daily Volume	16.3B	Shareholder's Equity	\$3.51B
Market Capitalization	\$21.9B	Depreciation	\$302.3M
Shares Outstanding	1.37B	Capex	\$415.1M
Valuation Ratios - 2001		Management Effectiveness - 2001	
Price/Earnings TTM	44.58	Return on Assets	8.08%
Price/Book	6.30	Return on Equity	28.95%
Price/Sales	1.36	Return on Investment	68.44%
Price/Cash Flow	19.42	Financial Strength - 2001	
Price/Capex	53.50	LT Debt/Equity	174.56%
Dividend Yield TTM	1.12%	Total Debt/Equity	246.62%
Per-Share Data - 2001		LT Debt/Total Capitalization	61.66%
Book Value	\$2.55	Ratio Analysis - 2001	
Cash	\$1.00	Gross Profit Margin	13.14%
Dividend TTM	\$0.18	EBITDA Margin	14.33%
Sales	\$11.76	Operating Margin	12.37%
Earnings	\$0.70	Net Income Margin	6.06%
Income Statement - 2001		Capex as % of Sales	2.58%
Sales	\$16.1B	Quick Ratio	1.25
EBITDA	\$2.31B	Inventory Turnover	2.32
Operating Profit	\$1.99B	Stock Performance	
Interest Expense	\$607.2M	BBDB.T 2-Jan-2002 (C) Yahoo!	
Interest Income	\$43.6M		

