

# CASH IS KING ET LE ROI N'A PAS D'HÉRITIER

PAR ALISTAIR WITTET, CFA

*« Le chiffre d'affaires est vanité, le  
bénéfice santé et la trésorerie réalité »*

- Anonyme

Gontran, le personnage de Popeye dans le dessin animé américain des années 1960, apparaît le plus souvent mangeant un hamburger au café-restaurant de la ville mais accepte rarement de régler l'addition. Son stratagème le plus courant consiste à convaincre un autre client « qu'il le remboursera mardi prochain ». Les clients du restaurant tombent régulièrement dans le panneau jusqu'au jour où Rough House, le patron, s'exclame : « J'ai bien compris son manège : dorénavant il paiera avant de consommer ».

Si Rough House a bien compris que l'argent encaissé aujourd'hui vaut plus que la promesse d'un paiement demain, le marché d'actions semble souvent ignorer ce principe. Les analystes se concentrent sur le chiffre d'affaires, le résultat avant intérêt et impôt et le bénéfice par action, alors que ces facteurs ne donnent aucune indication sur la trésorerie, contrairement au flux de trésorerie d'exploitation, au fonds de roulement et aux flux de trésorerie disponible.

Il y a certes une raison à cela : le principe du compte de résultat est de lisser les dépenses d'investissement et de comparer les revenus et les charges afin de fournir une image plus pertinente de la réalité économique de l'entreprise. Pour autant, comme le dit Yogi Berra, « en théorie, il n'y a aucune différence entre théorie et pratique, mais en pratique, il y a toujours une différence ». Le résultat net d'une société est en réalité un montant assez arbitraire obtenu après avoir posé un certain nombre d'hypothèses comptables concernant les produits à recevoir, les charges reportées, les amortissements, les dépréciations, les reprises de dépréciations, la fiscalité, les instruments dérivés, les charges de retraites, etc.

Ceux qui connaissent mal le secteur de l'investissement seront étonnés d'apprendre qu'outre ces hypothèses, les sociétés publient fréquemment un tout autre compte de résultat incluant des ajustements supplémentaires non audités. Ce maquillage est très fréquent et dans les cas les plus extrêmes, peut donner une image fondamentalement trompeuse.

En revanche il n'existe pas de tableau des flux de trésorerie « ajusté ». Par nature la trésorerie ne peut pas être manipulée : soit l'argent est à la banque, soit il n'y est pas. Le principal désavantage de la trésorerie est son irrégularité mais si l'on examine son évolution sur plusieurs années elle reflète beaucoup mieux la réalité économique d'une entreprise que le compte de résultat.

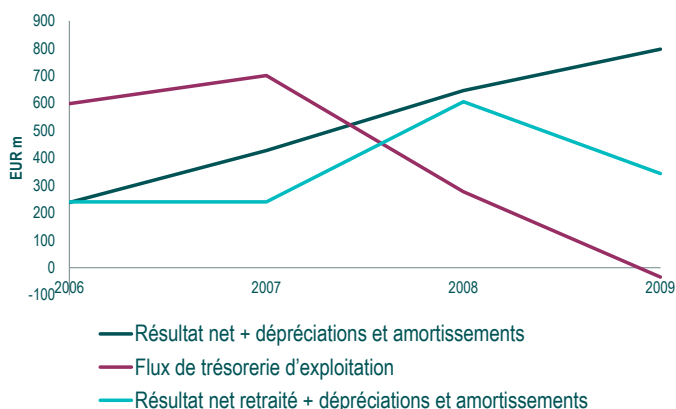
Prenons l'exemple récent de Vestas, le constructeur d'éoliennes qui fut un temps la vedette de la bourse de Copenhague. Entre 2006 et 2009, la société a affiché une croissance spectaculaire, son chiffre d'affaires ayant été multiplié par deux et son bénéfice par cinq sur la période.

Le flux de trésorerie s'est toutefois dégradé dans le même temps au point que le flux de trésorerie d'exploitation est devenu négatif en 2009.

La dégradation du flux de trésorerie d'exploitation était essentiellement imputable à d'importantes sorties du fonds de roulement en 2008 et 2009 conséquence de l'accroissement sensible des créances clients. Autrement dit, Vestas comptabilisait des revenus sans encaisser les liquidités correspondantes. En 2009, Vestas déclarait un bénéfice (défini ici comme le résultat net + amortissements et dépréciations) de plus de 800 millions d'euros tout en étant déficitaire en termes de trésorerie (flux de trésorerie d'exploitation).



COMGEST



**Figure 1 :** Vestas, Compte de résultat et flux de trésorerie d'exploitation  
Source : rapports de la société

En août 2010, la société a surpris le marché en annonçant un changement de ses politiques comptables : au lieu de comptabiliser les produits sur la base du pourcentage d'achèvement, c'est-à-dire de comptabiliser les revenus d'une éolienne au fur et à mesure de sa construction, elle comptabiliserait les revenus uniquement lorsque l'éolienne serait achevée et que le client en aurait pris possession. Sur cette base, Vestas a revu en baisse de 78 % ses résultats 2009. Entre son plus haut et son plus bas le titre a perdu plus de 95 % de sa valeur. Mais les problèmes ne s'arrêtaient pas là pour l'entreprise qui était également confrontée à l'intensification de la concurrence et au durcissement de la réglementation. Or, les deux types de problèmes pourraient être liés. L'année dernière encore, les nombreux avertissements de Tesco sur ses résultats, liés à la baisse de son chiffre d'affaires, ont été suivis d'un scandale comptable lors duquel il est apparu que les rabais fournisseurs étaient comptabilisés avant même que les produits ne soient vendus. En période de grandes difficultés, les entreprises peuvent être tentées de maquiller leurs comptes pour dissimuler leurs problèmes.

Dans un rapport intitulé « The Cash Conversion Gap – A Litmus Test For Earnings Quality », des analystes de Goldman Sachs ont tenté de quantifier l'intérêt d'examiner la trésorerie plutôt que le (compte de) résultat afin de corriger les différences de pratiques comptables. Dans ce rapport comme dans l'exemple de Vestas ci-dessus, ils examinent la différence entre le flux de trésorerie d'exploitation et son équivalent dans le compte de résultat.

Leur conclusion est que les sociétés affichant d'importants flux de trésorerie ont surperformé celles qui génèrent des flux de trésorerie faibles de 5 % par an en moyenne entre 2002 et 2014<sup>1</sup>. D'ailleurs, si les comptes de régularisation sont souvent inclus dans les modèles quantitatifs, c'est pour une bonne raison : ils constituent un indicateur fiable.

Non seulement la conversion des produits en liquidités nous informe sur la qualité du bénéfice mais elle fournit également des éléments d'appréciation de la rentabilité. A niveau de croissance équivalent, une entreprise qui génère de la trésorerie affiche une rentabilité des fonds propres plus élevée qu'une entreprise qui consomme l'intégralité de la trésorerie disponible.

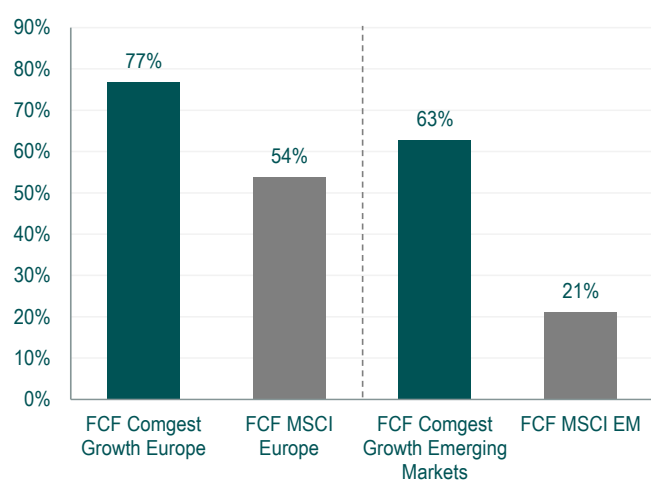
Ce critère est donc une mesure plus pertinente que l'augmentation du bilan rapportée aux capitaux employés –facteur pourtant plus couramment utilisé– dans la mesure où il permet d'évaluer la rentabilité marginale plutôt qu'historique. Pendant plusieurs années, Carrefour a affiché un rendement des capitaux investis (RCI) très élevé (20 %) tout en réduisant chaque année son budget d'investissement. Or ce chiffre de RCI était basé sur le capital utilisé pour investir en terrains et en bâtiments 20 ans plus tôt, lorsque l'immobilier était bon marché. En fait, si le groupe avait alors construit un nouvel hypermarché, son retour sur investissement aurait probablement été inférieur à 5 %. Le bilan nous renseigne donc sur le passé et la trésorerie sur le présent.

Chez Comgest, nous accordons une importance particulière à la génération de trésorerie, ce qui se reflète dans les profils de conversion des flux de trésorerie disponibles<sup>2</sup> de nos portefeuilles, lesquels sont supérieurs à la moyenne.

<sup>1</sup> L'exercice a consisté à prendre des positions vendeuses sur le premier quintile des sociétés sur la base de la conversion en trésorerie et des positions vendeuses sur le dernier quintile au Japon, aux Etats-Unis, en Europe et en Asie hors Japon. Le portefeuille était rééquilibré trimestriellement.

<sup>2</sup> La conversion du flux de trésorerie disponible est définie de la manière suivante : flux de trésorerie d'exploitation moins dépenses d'investissement, divisé par le bénéfice net ajusté.

Renaissance Europe, sicav européenne phare de Comgest, affiche une génération moyenne de trésorerie de 80 centimes pour chaque euro de bénéfice contre 50 centimes pour l'indice (hors valeurs financières). Du fait de la forte intensité capitalistique des entreprises des pays émergents (plus d'infrastructures, moins de services), la conversion est moins élevée pour Magellan, sicav de Comgest dédiée aux marchés émergents, mais à 60 centimes elle reste nettement supérieure à celle de l'indice qui est de 20 centimes seulement (encore une fois hors valeurs financières).



**Figure 2 :** Conversion du flux de trésorerie disponible dans les portefeuilles de Comgest

La conversion du flux de trésorerie disponible est définie de la manière suivante : flux de trésorerie d'exploitation moins dépenses d'investissement, divisé par le bénéfice net ajusté. Moyenne des années 2011, 2012 et 2013 ». Source : Factset.

De surcroît, bien que leurs dépenses soient plus faibles, les sociétés représentées dans nos portefeuilles affichent une croissance organique supérieure à celle de l'indice, ce qui témoigne du niveau élevé du rendement marginal des capitaux investis.

Cette importante génération de trésorerie place les sociétés de croissance de qualité sélectionnées par Comgest face à un dilemme enviable : que faire de cette trésorerie ? Les équipes dirigeantes ont trois options : procéder à des acquisitions, redistribuer la trésorerie aux actionnaires ou réduire la dette. Comme la plupart des entreprises dans lesquelles nous investissons sont peu voire pas endettées (corollaire de la génération de trésorerie), en pratique le choix porte sur les deux premières options.

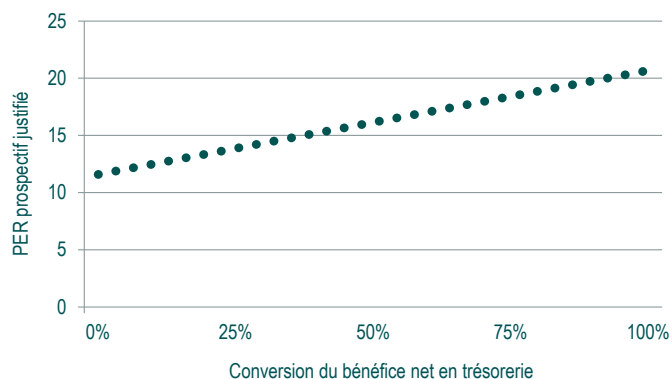
Certaines sociétés optent systématiquement pour les acquisitions à l'image du brésilien JBS qui consacre tout son flux de trésorerie disponible au renforcement de sa position sur le marché mondial des protéines. D'autres ne font aucune acquisition à l'instar des groupes d'habillement Inditex et H&M ou de TSMC le numéro un du secteur des semi-conducteurs, et redistribuent la quasi-totalité de leur flux de trésorerie disponible aux actionnaires. Certains enfin ont recours aux deux solutions comme Essilor qui affecte à parts égales son flux de trésorerie disponible aux acquisitions et aux distributions aux actionnaires. Pour ce qui concerne le portefeuille européen de Comgest, entre 2011 et 2013, 43 % du flux de trésorerie disponible a été affecté à des acquisitions, 48 % à des distributions de liquidités et 9 % au remboursement de dettes. Dans notre portefeuille marchés émergents, la part consacrée aux acquisitions est plus faible (19 %) tandis que la redistribution aux actionnaires est plus élevée (73 %).

Quel qu'en soit l'usage, nous sommes ainsi convaincus qu'une génération de trésorerie supérieure à la moyenne est une bonne nouvelle à moyen et long terme pour les actionnaires.

Cette situation a bien évidemment des implications en termes de valorisation. Lorsque deux entreprises affichent le même rythme de croissance mais que l'une amasse des liquidités et que l'autre s'endette de plus en plus, leurs valeurs sont très différentes. Le graphique ci-dessous présente d'un point de vue purement théorique la relation entre la conversion en trésorerie et le multiple cours/bénéfice (PER) prospectif justifié<sup>3</sup>. Dans l'hypothèse d'une croissance de 10 % pendant 10 ans, si l'entreprise convertit l'intégralité de ses bénéfices en trésorerie, cela « justifie » un PER de 20,7, alors que si elle utilise toute sa trésorerie pour financer sa croissance, le PER théorique tombe à 11,6.

<sup>3</sup> Dans ce cas, nous avons utilisé un modèle d'actualisation du dividende et assimilé la conversion en trésorerie au ratio de distribution. Il est important de remarquer ici que nous faisons référence à la trésorerie nette, déduction faite de tous les investissements, qu'il s'agisse de dépenses en capital fixe ou d'acquisitions. Il ne s'agit donc pas du flux de trésorerie disponible mais de la trésorerie qui reste pour les actionnaires. Les données initiales sont les suivantes : Investissement = 10 %, croissance = 10 %, durée = 10 ans, croissance à l'infini = 2 %.

Autrement dit la société qui génère de la trésorerie vaut près du double de celle qui en consomme. Si cette conclusion n'est peut-être pas étonnante, il est surprenant de constater à quel point il est rare que les discussions sur la valorisation intègrent cette dimension majeure.



**Figure 3 :** Conversion du bénéfice net en trésorerie  
Source : Comgest

Il est à noter que ce cadre théorique permet d'expliquer une grande partie de la prime qu'affiche habituellement notre portefeuille par rapport à l'indice, les sociétés choisies par Comgest convertissant généralement une partie beaucoup plus importante de leurs bénéfices en trésorerie que la moyenne.

Mais la trésorerie est peut être aussi un concept intuitif. Un collègue a assisté un jour à une présentation de Richemont lors de laquelle, interrogé par un analyste sur l'écart entre le rendement des capitaux investis et le coût moyen pondéré du capital et sur les conséquences à en tirer en termes de création de valeur, le président du groupe a répondu : « je mesure la création de valeur en regardant la trésorerie accumulée à la banque ». Cette approche peut paraître simpliste mais c'est exactement ce que fait un particulier pour évaluer son patrimoine personnel et c'est aussi ce que font la plupart des chefs d'entreprises, qu'ils soient commerçants, entrepreneurs indépendants, propriétaires de multinationales brassant des milliards de dollars ou Rough House. C'est de notre point de vue une mesure souvent négligée à tort par les investisseurs.



**Alistair WITTET** est diplômé de l'Université de Durham et titulaire du CFA délivré par l'Institut CFA. Il a commencé sa carrière en 2006 comme analyste chez Standard Life Investments avant de couvrir le secteur de la distribution alimentaire en Europe en tant qu'analyste financier au sein de Citigroup en 2009. Il a rejoint Comgest en 2012 où il est gestionnaire au sein de l'équipe Europe.

#### POUR LES INVESTISSEURS PROFESSIONNELS UNIQUEMENT

Les données de ce document sont au 31 janvier 2015 sauf indication contraire.

Ce document est la propriété intellectuelle de Comgest. La reproduction ou la transmission à un tiers de tout ou partie de ce document est strictement interdite sans une autorisation écrite préalable de Comgest.

Ce document repose sur des informations obtenues auprès de sources considérées comme fiables mais ne sauraient engager la responsabilité de Comgest. Comgest 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.

Ce document est publié à titre d'information uniquement. Le contenu de ce document ne constitue ni une recommandation, ni une offre d'achat, ni une proposition de vente, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur des investissements peut fluctuer à la hausse comme à la baisse. Cela peut être partiellement dû aux fluctuations du taux de change des investissements ayant une exposition aux devises différente de celle de la devise de base du fonds. Les estimations peuvent ne pas se concrétiser.

Toutes références à un indice ou mesures de performances relatives sur une période de temps spécifiée sont fournis à titre indicatif uniquement. Les références à un indice n'impliquent pas que le portefeuille va réaliser des bénéfices ou avoir une volatilité similaire à celle de l'indice. La composition de l'indice ne reflète pas la composition du portefeuille.

Comgest ne fournit pas de conseils fiscaux ou légaux à ses clients et tous les investisseurs sont fortement incités à consulter leur conseiller fiscal ou légal personnel en ce qui concerne leurs investissements potentiels.

Avant de prendre une décision d'investissement, les investisseurs sont incités à se renseigner sur l'horizon d'investissement et la catégorie de risque du fonds en relation avec leurs propres objectifs et contraintes. Les investisseurs doivent lire le dernier prospectus concernant le fonds, les documents des investisseurs clef et les déclarations financières disponibles dans nos bureaux et sur notre site web [www.comgest.com](http://www.comgest.com)

