

Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

# Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

*David RENAN*

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

Retrouvez David RENAN pour  
des éditos gratuits sur  
[www.objectifeco.com](http://www.objectifeco.com)

et

suivez ses opérations en temps  
réel sur son site

[www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

# Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Édition « Investir sur les small-caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros »

Copyright – février 2011, Edouard Valys Publications

47 – 49 avenue du docteur Arnold Netter, 75012 Paris

Adresse site Internet : [www.edouardvalys.com](http://www.edouardvalys.com)

La loi du 11 mars 1957 interdit des copies ou reproductions destinées à une utilisation collective. Toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite par quelque procédé que ce soit, sans consentement de l'auteur ou de ses ayants droit, est illicite et constitue une contrefaçon sanctionnée par les articles 425 et suivants du Code Pénal.

ISBN : 978-2-919044-23-8

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

# Partie 1 :

Les raisons de ce livre

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Mes débuts en bourse

Mes premiers souvenirs de bourse remontent à l'enfance. Je devais avoir 6 ou 7 ans, quand chaque mercredi à 13h30, je suivais avec assiduité le flash bourse de René Tendron, succédant au journal télévisé d'Yves Mourousi sur TF1. Je ne comprenais pas grand-chose à tous ces chiffres qui défilaient, ces hausses, ces baisses mais je trouvais déjà cela fascinant. Je me souviens m'être dit que je ferai de la bourse quand je serai plus grand ! ... Mais ce n'est finalement qu'à l'âge de 27 ans, que je fis mes premiers pas sur les marchés.

Le déclic eut lieu en novembre 1999, lorsque mon employeur de l'époque, *GFI Informatique*, procédait à une augmentation de capital. Mon chef d'agence de l'époque, Philippe C, nous avait expliqué que GFI permettait à ses collaborateurs via cette opération financière, d'acquérir des actions avec une décote de 20%. Je me souviens encore de cette discussion durant le déjeuner où il avait fini par conclure : « A ce prix, vous ne risquez pas grand-chose, les gars ! ».

C'est tout simplement sur « ces bonnes paroles » que je décidais de participer à l'opération, comme la plupart de mes collègues. Quelques semaines plus tard, j'étais propriétaire pour 6000 francs d'actions *GFI*, qui

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

étaient cependant bloquées sur un PEE (Plan d'Épargne Entreprise). Je vous avouerai qu'au début, je ne m'y suis pas du tout intéressé. Puis progressivement, je fus pris au jeu, surtout lorsque l'un de mes collègues m'apprit un soir, que le cours avait doublé en l'espace de quelques semaines ! Il fut même multiplié par 3, ce qui restera sans doute son plus haut historique.

Evidemment, je n'ai pas pu m'empêcher de penser qu'il était très facile de gagner de l'argent en bourse. En effet, dans les années 1999-2001, vous achetiez n'importe quelle action, vous patientez quelques semaines et le cours finissait par s'envoler. Faire de la bourse paraissait donc un bon moyen d'arrondir ses fins de mois. C'est donc à partir de ce moment-là, que je me suis intéressé aux marchés financiers. J'ai d'abord commencé par parcourir toutes sortes de sites internet et autres forums boursiers, puis par acheter des journaux spécialisés, afin d'enrichir ma culture en bourse. Une passion était en train de naître.

En février 2000, ma démission de *GFI Informatique* me permit de vendre les actions détenues dans mon PEE. Je réinvestissais la totalité de mon capital ainsi que toutes mes économies de l'époque (!), dans des titres tels que *FI System*, *Sqli* (à 14€ !), du *Titus Interactive* (faillite en 2003 ...), *Cross System* (qui a frôlé la faillite avant de se faire racheter par *Micropole*), du *Devoteam* ... bref tout ce que se faisait de « soi-disant de mieux », d'après les médias de l'époque. En quelques mois, je ne pouvais que constater l'étendue des dégâts, la valeur de mon portefeuille fondait comme neige au soleil. Je ne m'en rendis pas compte de suite mais j'étais en train d'assister à mon premier krach boursier avec l'éclatement de la bulle internet. Pourtant je ne me décourageais pas. Convaincu qu'il y aurait un rebond et que les cours finiraient par se redresser, je fis des démarches auprès de ma banque début 2001, afin d'obtenir un crédit de 6 000 €.

Pour me refaire, je décidais de me concentrer sur des produits très volatiles : les warrants. J'avais pu auparavant, multiplier par 6 ma mise initiale suite à l'achat d'un warrant sur *Infogrammes*. Suite à ce coup d'éclat, je

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

me suis mis à les trader quotidiennement. Mais après plus de deux ans de trading intensif et de pertes avec les warrants, il a bien fallu se mettre à l'évidence que ce type d'instrument financier n'était pas fait pour moi !

Le bilan de ces 3 premières années fut donc catastrophique, mon portefeuille cumulant près de 10 000€ de moins-value. J'avais certes beaucoup appris mais j'avais dilapidé mes modestes économies !

La découverte de l'analyse fondamentale mi-2003 fut un véritable tournant. J'avais remarqué sur internet que certains forumers mettaient en avant tel ratio financier, indiquant que le titre était de ce fait, sous-valorisé. J'ai donc commencé à essayer de comprendre de quoi il s'agissait, en me documentant afin de me familiariser avec ces notions de PER, Capitalisation Boursière, Valeur d'Entreprise, etc... Puis, je me suis mis à étudier progressivement leurs situations financières, essayant de comparer les sociétés entre elles, selon différents ratios et de déceler les titres les plus décotés.

Ayant vendu mon appartement, je décidais d'allouer 10 000€ à mon portefeuille devenu ridiculement bas. J'achetais la valeur que j'estimais la moins chère et j'attendais que le marché corrige la sous-valorisation que j'avais détectée, pour revendre plus haut. Avec cette méthode simple et dans un contexte économique plus serein, il est vrai, je me suis mis à surperformer régulièrement les marchés et à faire régulièrement des plus-values, chose à laquelle je n'étais pas habitué ! Je découvrais aussi en parallèle, l'Analyse Technique, le trading au SRD, les marchés financiers internationaux, la psychologie du marché, la macroéconomie, etc.

J'alterne maintenant, trades sur du fondamental et sur signaux techniques, ceci étant valable sur les small-caps, mon terrain de prédilection mais aussi sur les big-caps. Depuis 2004, je surperforms allégrement les marchés. A ce jour, mon portefeuille a été multiplié par 40 (impôts déduits).

Ce qui me passionne, hormis l'aspect pécuniaire, c'est l'effervescence qui règne sur les marchés, les cotations en perpétuels mouvements et les

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

parutions ininterrompues de communiqués financiers en tout genre. Interpréter, évaluer les conséquences de publication de news sur les cours, ont toujours été pour moi, des challenges très excitants à relever.

## Le déclic

Après avoir dévoré de nombreux ouvrages traitant de la bourse (day-trading, swing-trading, Analyse Technique, Analyse Fondamentale, Forex, ...), j'ai rapidement constaté qu'il y avait un vide autour des ouvrages traitant des small-caps à proprement dit. Cette période a aussi coïncidé avec des mails de mon entourage, toujours plus nombreux, revenant avec les mêmes questions :

*Qu'est ce qu'une Valeur d'Entreprise ? Est-ce que telle small-cap est chère ? Pourquoi ? Crois-tu que les résultats Montupet seront bons ? A combien évalues-tu les bénéfices de Modelabs ?*

... questions auxquelles je répondais avec les mêmes réponses !

J'en ai logiquement déduit qu'un ouvrage consacré essentiellement aux small-caps pourrait être grandement utile à tous les particuliers qui veulent s'essayer à la bourse ou qui s'intéressent à ce type de valeurs. Je me suis donc mis à réfléchir à la rédaction d'un ouvrage qui permettrait d'évaluer ce genre de valeurs en fonction de ratios financiers simples à calculer, de les comparer entre elles afin de trouver le titre le plus décoté, voire de mettre en évidence des anomalies de marché !

Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

# Partie 2 :

## Introduction aux small-caps

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Où se cachent les small-caps ?

Sur les marchés, les entreprises cotées sont de tailles différentes. Pour que l'on s'y retrouve, Euronext a créé plusieurs compartiments :

- Le compartiment ou Eurolist A, regroupe les grosses valeurs (celles qui composent notamment les valeurs du CAC 40), dites les big-caps, dont la capitalisation est supérieure à 1 Milliard d'euros. C'est sur ce genre de valeurs que les échanges quotidiens sont les plus importants. Pour se donner un ordre d'idée, TOTAL représente plus de 100 milliards d'euros en bourse et chaque jour, il s'échange en moyenne pour 300 M€ de titres. L'Eurolist A comprend 124 sociétés.

- Le compartiment B comprenant les valeurs moyennes dont la capitalisation est comprise entre 150 Millions d'euros et 1 Milliard d'euros. Actuellement, 148 titres sont présents sur ce segment.

- L'Eurolist C regroupe nos chères small-caps dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 Millions d'euros. Connaissez-vous *Tessi* ? Ça ne vous parle pas ? Cette société, boursièrement est pourtant non dénuée de qualité, avec une situation financière, des résultats excellents et elle ne capitalise que 140 Millions d'euros. Vous l'aurez compris, les small sont

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

moins renommées que les grosses valeurs ! Pas moins de 328 sociétés sont présentes sur ce segment.

- L'Alternext regroupe les jeunes pousses ne répondant pas encore aux critères d'admission de l'Eurolist. Les contraintes sur ce marché sont moins fortes que sur l'Eurolist, notamment en ce qui concerne les règles en matière de communication financière qui sont moins strictes. Alternext regroupe 144 sociétés.

- Il existe aussi le Marché Libre, non réglementé, que je déconseille fortement. En effet, ce compartiment ne bénéficie pas des mêmes conditions de transparence qu'Eurolist. Les sociétés ne sont pas, par exemple, obligées de publier des comptes trimestriels ou semestriels, seule une publication annuelle étant exigée. De plus, les échanges quotidiens y sont rares, ce qui rend ce marché d'autant plus risqué.

Pour ma part, je considère « small-cap », toute valeur dont la Capitalisation Boursière est inférieure à 250 Millions d'euros; c'est d'ailleurs cette catégorie de valeurs (hors Marché Libre) que je traiterai dans cet ouvrage. Une small-cap est donc tout simplement une société à petite capitalisation boursière.

## Les raisons d'investir dans les small-caps

Contrairement à ce que j'ai pu lire ou vivre, je ne trouve pas l'achat de petites valeurs plus risqué que l'achat de titres de plus grosses sociétés. Je me souviens encore de la chute vertigineuse d'*Alstom* dont le cours de bourse est passé de 30€ à 0.4 €, en l'espace de quelques années ! Et je ne parle pas des déboires des titres comme *Thomson*, *Alcatel*, des valeurs bancaires US (les épisodes *Bear Stern* ou *Lehman Brothers*), de *Saint Gobain* en 2002 (qui chutait à cause des indemnités liées à l'amiante) ou d'*Axa* suite aux attentats de septembre 2001, etc... Les exemples sont nombreux et la liste pourrait être très longue. Acheter un titre d'une big-cap n'est jamais dénué de risque. Qui aurait pu prédire il y a quelques mois, la catastrophe pétrolière dans le Golfe du Mexique et que le cours de *BP* s'effondrerait ... ? Vous trouvez les big-caps toujours aussi sûres ?!

Attention, je ne dis pas qu'une small est moins risquée, je souhaite tout simplement faire passer le message, qu'investir en bourse n'est pas dénué de risque et qu'un investissement sur une small-cap n'est pas spécialement plus risqué que sur une big. La taille importante d'une société n'est pas une garantie de sécurité, encore moins de plus-value !

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Je vois même plusieurs avantages à investir dans une small-cap :

### - La surperformance :

Depuis très longtemps, les small-caps surperforment le CAC40 et les big-caps. Les seules périodes où c'est l'inverse qui s'est produit, c'est lorsqu'il y a eu de brusques corrections provoquées, par exemple, par l'éclatement de la bulle internet ou par la crise financière de 2008. Dans ces moments particulièrement difficiles, les investisseurs quittent massivement les marchés pour récupérer des liquidités.

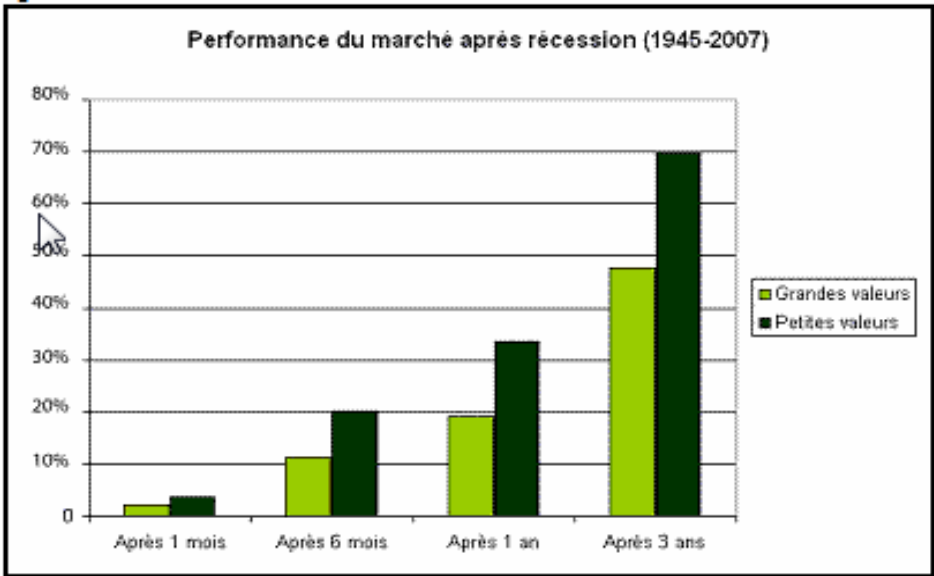
Si l'on compare les graphiques du CAC 40 et de l'indice CAC MID & SMALL 190, on constate aisément que ce dernier surperforme l'indice phare de la place parisienne depuis 8 ans.



Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Si on remonte plus loin dans l'histoire, on fait le même constat :



Source : <http://www.publications-agera.fr>

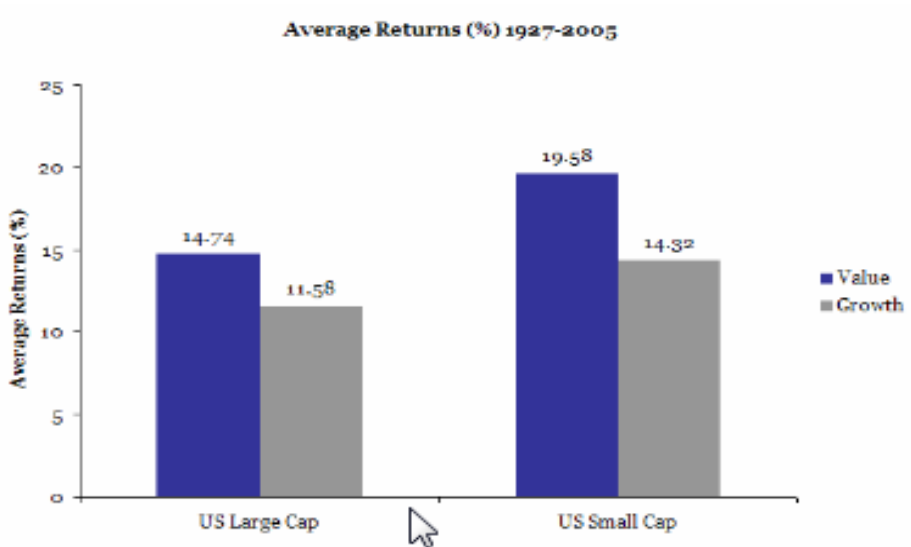
On remarque qu'après chaque récession, les small sont les plus prompts à rebondir ... rebond qui ne cesse de s'amplifier au fil des années.

Aux US, les constats sont identiques. Si l'on remonte jusqu'au krach de 1929, la croissance d'une petite société ainsi que sa performance boursière restent supérieures à une big.

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros



Source: MSCIBARRA, Standard and Poor's Index Services Group, Center for Research in Securities, Fama/French Study on Cross Section of Stock Returns 1992, Moody, Aldrich & Sullivan study on Small Cap Value 2002.

Le graphique ci-dessus montre qu'entre 1927 et 2005, les small-caps américaines ont affiché un rendement annuel moyen de plus de 14%, tandis que les big-caps se sont appréciées de 11.5 % sur la même période.

- Leur dynamisme et leur croissance au-dessus de la moyenne:

Les small-caps sont fréquemment dans des phases de développement fort qui leur permettent d'enregistrer une croissance de leur chiffre d'affaires plus soutenue.

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Cela peut se traduire par des valorisations boursières qui peuvent dépasser toutes les attentes des investisseurs. Ainsi, entre 2003 et 2007, certaines small-caps ont vu leur cours multipliés par 3 voire par 5, le genre de performance difficilement envisageable sur une valeur du CAC 40 par exemple, ou éligible au SRD.

Certaines valeurs sont positionnées sur des secteurs de niche à forte croissance. Je pense notamment à *Emailvision* par exemple. Cette société assure une croissance interne de 30% par an ! Ne cherchez pas, c'est une small-cap !

### - Leur réactivité :

Les impacts de news ont une influence sur les small-caps beaucoup plus forte que sur les big. Il ne se passe quasiment pas une journée sans qu'une valeur ne gagne plus de 10 ou 15%. Sur le CAC40, c'est plutôt rare ... et quand ça arrive, ça fait généralement la une de la rubrique bourse de BFMTV! Des hausses de plus de 30% dans la même journée, c'est assez fréquent, ça arrive généralement plusieurs fois par semaine.

### - La compréhension de leur métier :

J'ai toujours trouvé qu'il était souvent plus facile de comprendre leur cœur de métier et donc, de se forger une opinion sur un dossier. Les petites valeurs sont en général centrées sur une activité ou sur une gamme de produits spécifiques.

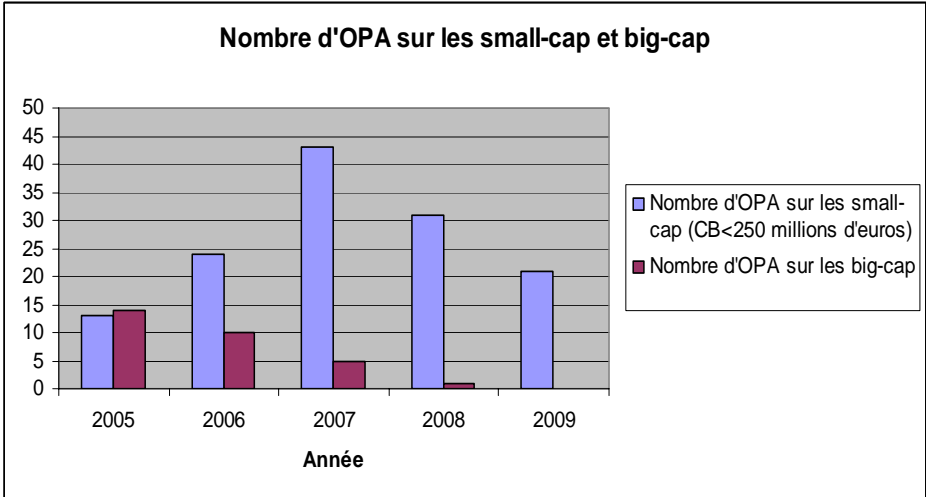
## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

### - L'aspect spéculatif :

De par leur petite taille, les small-caps sont plus facilement OPABLES. Il est quand même plus facile d'avaler une société dont la capitalisation atteint seulement 100 Millions d'euros, que de se lancer dans une grosse acquisition. Une petite société se digère en effet plus facilement qu'une méga-acquisition. Les primes offertes lors d'une OPA y sont souvent plus généreuses. Il n'est pas rare de voir des primes dépassant les 50, voire 100%, par rapport au dernier cours coté ... ! L'OPA de *Groupe Open* sur *Sylis* lancée, en juillet 2008, à un cours de 4.25 € (pour un dernier cours à 2.25 €) en est un bon exemple. L'offre a même été relevée par la suite à 4.6 € ce qui représentait une prime de plus de 100% par rapport au dernier cours !

Le graphique ci-dessous met en évidence que, durant ces dernières années, le nombre d'OPA sur les small-caps a été plus important que sur les big-caps.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros



Source : David Renan à partir des données du site [www.investir.fr](http://www.investir.fr)

### - Leur adaptabilité :

De par leur petite taille, les small s'adaptent plus vite. Une petite société sera plus prompte à lancer un nouveau produit ou pour restructurer son organisation. Pour une grosse société, ce processus sera beaucoup plus lent.

### - Une insensibilité aux variations monétaires :

Les small-caps françaises, de par leurs activités majoritairement européennes, sont insensibles aux fluctuations du dollar. C'est un avantage non négligeable en ces temps d'agitation monétaire. Que le dollar baisse ou

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

monte, une société comme *LVL Médical* dont l'activité est uniquement localisée en Europe, n'en aura rien à faire!

### - Un moindre suivi des analystes :

Les analystes ne suivent pas toujours les small-caps, du fait d'une valorisation qui peut être parfois trop faible ou tout simplement parce qu'ils ont arrêté de suivre une small-cap « loseuse » qui a trop déçu par le passé. Mais lorsque de très bonnes nouvelles concernant un titre sont publiées, il est souvent plus aisé de rentrer rapidement pour un particulier car il aura cette fois-là, une longueur d'avance sur tout le monde, y compris sur les analystes. Il peut en effet, s'écouler plusieurs jours entre la publication d'une bonne nouvelle (ou de bons résultats) et la décision de rentrer sur un titre suite aux calculs de revalorisation effectués par des analystes financiers.

C'est un gros atout pour le particulier car sa prise de décision peut être rapide voire immédiate !

Le 23/07/2009, *Plastic Omnium*, un équipementier automobile, a publié des résultats semestriels positifs alors que tous ses concurrents (*Faurecia*, *Valeo*, *Montupet*) affichaient des résultats dans le rouge vif. La qualité de ces résultats a pris de cours un peu tout le monde, y compris les analystes. Devant la sous-valorisation manifeste de cette société, il était évident que son cours n'avait rien à faire sur ces niveaux. Je décidais de passer immédiatement à l'achat sur le titre à 11.2€. Le temps que les analystes fassent leurs calculs et décident d'acheter ce titre, le cours s'était envolé ; quelques mois plus tard, le cours avait doublé. De mon côté, j'avais revendu le titre à 19€, empochant une belle plus-value.

### Leur accessibilité :

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Les dirigeants sont plus accessibles d'une façon générale, notamment lors des Assemblées Générales. J'en ai même déjà lu certains s'exprimer sur des forums boursiers réservés aux particuliers.

# Partie 3 :

Analyse fondamentale – des ratios à  
la portée de tous

Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Qu'est - ce que l'analyse fondamentale ?

J'ai commencé à gagner de l'argent à partir du moment où je me suis intéressé à l'analyse fondamentale. Elle se base sur deux éléments principaux pour valoriser une société :

- les éléments comptables tels que les bilans, les comptes de résultats, les marges, etc...
- le secteur, la qualité des produits, la concurrence, la qualité du management et les stratégies de développement, etc...

Mais l'analyse fondamentale prend véritablement son sens lorsque l'on effectue des comparaisons de sociétés entre elles, en s'appuyant sur des ratios financiers qui sont calculés à partir du bilan comptable et du compte de résultat. Grâce à cela, on va pouvoir détecter les valeurs les moins chères d'un même secteur.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Pour faire simple, si nous prenons 2 sociétés du même secteur avec des Chiffres d'Affaires (=CA) et des bénéfices identiques (c'est très rare, je vous l'accorde), on pourrait penser que ces deux sociétés sont valorisées de la même façon en bourse (c'est-à-dire avec la même Capitalisation Boursière). Si ce n'est pas le cas, cela signifie tout simplement qu'une de ces deux sociétés est mieux valorisée que l'autre, qu'elle est donc plus chère. Vous en déduirez, cher lecteur, qu'il est préférable d'acheter des titres de la société la moins chère !

Cet exemple est très simple car ce genre de situation est rare et un peu facile, car il y a bien d'autres paramètres à prendre en compte autre que l'aspect comptable. Je pense notamment à la qualité des dirigeants, l'analyse du secteur sur lequel la société est positionnée, la qualité des produits ou l'historique de la valeur

Comparer des sociétés entre elles, est uniquement pertinent quand il s'agit de sociétés du même secteur. Vous reconnaîtrez que ce serait très abscons de comparer la valorisation d'une société industrielle avec celle d'une biotechnologie par exemple !

Suivant les secteurs, je focaliserai donc mon attention sur certains ratios plutôt que d'autres.

Les ratios que j'utilise, sont donc :

- la Valeur d'Entreprise (VE)
- le rapport Valeur d'Entreprise / Chiffre d'Affaire (VE/CA)
- le rapport Valeur d'Entreprise / Résultat OPérationnel (VE/ ROP)
- le Price Earning Ratio (PER) qui représente le bénéfice par action
- l'Actif Net Réévalué (ANR) uniquement pour les holdings et les foncières

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

L'analyse fondamentale est primordiale pour effectuer des investissements sur quelques mois. Pour du très court terme, j'utilise plutôt l'analyse technique même si je jette toujours un coup d'œil sur le fondamental.

S'arrêter là serait sans doute une erreur, car les fondamentaux ne font pas tout. La manière dont ces derniers sont perçus par les investisseurs est tout aussi importante. C'est là que rentrent en compte les psychologies de masses, l'analyse technique du titre, l'analyse du secteur, mais nous reviendrons sur tous ces aspects dans un autre ouvrage.

L'analyse fondamentale est dans tous les cas, le point de départ lorsque j'étudie une société. Je n'achète jamais un titre d'une société sans avoir regardé préalablement (même de façon succincte), la structure financière et la valorisation de la société, même pour un trade de quelques heures ! J'aime bien savoir à quoi je peux m'attendre, en cours de séance ou dans les jours à venir et c'est somme toute, beaucoup plus prudent !

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Les données financières que j'utilise

Avant d'entrer davantage dans le vif du sujet, je vais vous donner des définitions simples des ratios financiers que j'utilise pour valoriser une société. Je précise que tous ces ratios sont des indicateurs statiques qui reflètent la situation d'une valeur boursière à un instant donné. L'analyse fondamentale consiste à synthétiser tous ces ratios et surtout à essayer d'apprécier l'évolution de ces ratios pour l'avenir. Ce qui est vrai aujourd'hui ne sera pas forcément vrai demain !

### 1. La capitalisation boursière ou CB :

La capitalisation boursière représente la valeur d'une société en bourse. Elle se calcule de la façon suivante :

$$CB = \text{Cours d'une action} \times \text{Nombre de titres sur le marché}$$

Je vous rassure, toutes ces informations sont facilement accessibles sur des sites boursiers qui renseignent directement la capitalisation (ou valorisation boursière) de la société.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

*Exemple pour HF Company :*

**HF COMPANY**  
FR0000038531- HF

**13.61(c) EUR**  
Nyse Euronext 1

**Cours** **Graphique** **Actualités** **Conseils** **Consensus** **Société**

► **Résumé** Profil société Info. financières Secteur Rapport Annuel

**Données boursières**

Nombre de titres : 3 755 000  
Capitalisation boursière : 51.11 MEUR  
Secteur d'activité : Équipements de télécommunication  
Indice principal : CAC AllShares  
Marché : Eurolist compartiment C  
Place de cotation : Euronext Paris (France)  
Eligibilité PEA / SRD : Oui / Non  
Dernier coupon : 0.66 EUR (le 10/07/2009)

Si on reprend la formule plus haut, on arrive à une capitalisation boursière:  
 $CB = 3\,755\,000 \times 13.61 = 51.1 \text{ M€}$  : ça colle !

## 2. La trésorerie (ou cash):

C'est la donnée la plus simple à comprendre. C'est tout simplement l'argent qu'une société possède sur son compte en banque ou investi sur des placements sûrs. Personnellement, j'affectionne les sociétés pleines de cash.

Avoir beaucoup de cash est parfois mal perçu par les investisseurs car cela peut signifier que la société manque d'ambition, de stratégie et qu'elle n'a pas beaucoup d'idées d'investissement. C'est un point de vue qui se discute mais il ne faut pas oublier que la vocation d'une société cotée en bourse est de se développer, pas de conserver son cash sur un compte en banque.

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

La trésorerie est souvent mentionnée dans les communiqués des résultats semestriels et annuels.

### 3. La dette :

C'est tout simplement l'argent qu'une société doit à ses créanciers c'est-à-dire le plus souvent, des banques.

### 4. La Trésorerie nette :

$$\boxed{\text{Trésorerie Nette} = \text{Trésorerie} - \text{Dettes}}$$

C'est un ratio qui tient compte, à la fois de la trésorerie et des dettes. Il faut donc beaucoup se méfier des communiqués financiers (sciemment rédigés...) annonçant des trésoreries nettes qui ne tiennent pas compte des dettes. Méfiance mes amis ! Il est important de bien différencier « Trésorerie » et « Trésorerie Nette ». Ce sont deux notions un peu différentes.

Une trésorerie nette peut être négative. Cela signifie que les dettes sont plus importantes que la trésorerie.

Certains communiqués peuvent parler de la notion d'endettement net. L'endettement net est en fait l'inverse de la trésorerie nette (Endettement net = Dettes – Trésorerie). Si une société possède une trésorerie nette de 5 millions d'euros, on pourrait donc aussi lire dans un autre communiqué financier que son endettement net est de -5 millions d'euros ... Je vous rassure, cela signifie exactement la même chose ! Ce n'est qu'une question de forme.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

La crise financière de 2007-2009 a laminé certains titres en bourse et a fini par créer des situations ubuesques ! Par exemple, la valorisation boursière de la société *Bull* atteignait 111 millions d'euros fin 2008 alors qu'elle possédait près de 180 millions d'euros de trésorerie nette. Oui, vous avez bien lu ! La bourse ne valorisait même pas sa trésorerie, à croire qu'une faillite ou de grosses pertes étaient anticipées et je ne parle pas de leur technologie, leur savoir faire, les reports déficitaires (crédit d'impôt obtenu après un déficit), leur immeubles, qui, aux yeux de la bourse, ne valaient plus rien du tout ! Cette anomalie de marché fut corrigée l'année suivante. Inutile de vous préciser, que je n'ai pas laissé une pareille occasion !

Cependant, dans le secteur des biotechnologies, il n'est pas rare de constater que certaines sociétés soient valorisées moins que leur situation en cash net. En effet, le marché anticipe, à juste titre d'ailleurs, une consommation de cash à venir, pour assurer le développement des molécules. Passer à l'achat sur un tel titre est donc plus discutable.

D'une façon générale, je ne reste jamais insensible à une société dont la valeur boursière est descendue en dessous du niveau de cash net. Quand c'est le cas, j'essaie d'en comprendre les raisons et de me faire mon avis sur la situation. Si j'estime que le marché (dame la Bourse) est allé trop loin dans ses excès baissiers, je passe à l'achat.

### 5. Valeur d'Entreprise (VE):

Cette donnée est tout simplement calculée en soustrayant la trésorerie nette à la capitalisation boursière :

$$\boxed{VE = CB - \text{Trésorerie nette}} \quad \text{ou} \quad \boxed{VE = CB + \text{Endettement net}}$$

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

ou 
$$\boxed{VE = CB - \text{Trésorerie} + \text{dettes}}$$

Toutes ces formules sont équivalentes. Une valeur d'entreprise basse signifie tout simplement qu'une société est faiblement valorisée en bourse. Plus la VE est basse, plus la société est faiblement valorisée.

Maintenant que nous avons vu quelques notions d'analyse fondamentale, nous allons appliquer ce que nous avons précédemment appris. Je vais donc prendre l'exemple d'un communiqué financier de la société *Micropole*, SSII (Société de Services en Ingénierie Informatique), à partir duquel je vais glaner les informations qui m'intéressent, comme la trésorerie, les dettes afin de procéder au calcul de la VE. Je m'occuperai dans les chapitres suivants, des notions de résultat opérationnel, de résultat net et de fonds propres.

Ci-dessous, un exemple de communiqué financier (résultats annuels 2009 de la SSII *Micropole*) :

A noter que les rapports financiers sont consultables et généralement plus détaillés sur les sites internet des sociétés (cf. Menu « Actionnaires » ou « Investisseurs »)

Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

## **MICROPOLE UNIVERS : Micropole-Univers - Stabilité du résultat net sur l'exercice 2009**

Bonne résistance du résultat opérationnel courant 2009 à 3,8% Reprise de la croissance du CA et des marges sur le deuxième semestre

En millions d'euros - Normes IFRS - chiffres audités	S1 2009	S2 2009	2009	2008
Chiffre d'affaires	46,8	47,4	<u>94,2</u>	92,4
Résultat opérationnel courant	1,6	2,0	3,6	4,4
en % du chiffre d'affaires	3,4%	4,2%	3,8%	4,8%
Autres produits et charges opérationnels	(0,0)	(0,6)	(0,6)	(0,4)
Résultat opérationnel	1,6	1,4	<u>3,0</u>	4,0
Impôts et charges financières	(0,3)	(0,0)	(0,3)	(1,2)
Résultat net	1,3	1,4	<u>2,7</u>	2,8
en % du chiffre d'affaires	2,8%	3,0%	2,9%	3,0%

### Chiffres consolidés

Micropole-Univers, société européenne de conseil et d'ingénierie spécialisée dans les domaines de la Business Intelligence, du Web & IT, de l'ERP et du CRM a réalisé en 2009 un résultat opérationnel courant de 3,6 millions d'euros, soit 3,8% du chiffre d'affaires. Dans un contexte économique difficile, le résultat opérationnel courant affiche un recul de 16% par rapport aux 4,3 millions d'euros réalisés en 2008.

Le chiffre d'affaires 2009, en progression de 2% par rapport à l'exercice 2008 clos le 31 décembre, conduit à un résultat opérationnel de 3 millions d'euros. Quand au résultat net, il s'est maintenu à 2,7 millions d'euros quasiment au même niveau qu'en 2008, principalement en raison de la diminution du coût de l'endettement qui a été divisé par trois sur la période.

### Second semestre 2009

Le second semestre 2009 a marqué un début de reprise des activités de l'entreprise, notamment en Business Intelligence. Le chiffre d'affaires du second semestre 2009 s'établit à 47,4 millions d'euros, soit une croissance de 3% par rapport au chiffre d'affaires du second semestre 2008 qui était de 46,2 millions d'euros. Cette évolution positive est également à rapprocher de l'amélioration significative des marges de l'entreprise. En effet, si le recul du résultat opérationnel courant par rapport à 2008 s'élève à près de 27% sur le premier semestre, celui-ci n'est plus que de 4,7% sur le second semestre, marquant ainsi le redressement des marges qui s'est opéré sur les derniers mois de l'année et qui devrait se poursuivre sur 2010.

### Une situation financière solide

A la fin de l'exercice 2009, les fonds propres du Groupe s'élèvent à 53,1 millions d'euros et son endettement net est de 1,1 millions d'euros contre 2,3 millions l'année précédente. A la fin de l'année, le Groupe disposait d'une trésorerie de 16,2 millions d'euros, son activité opérationnelle ayant généré un flux de trésorerie de près de 2,4 millions d'euros.

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Qu'est ce que nous enseigne ce communiqué du 14 avril 2009 ?

1. Le chiffre annuel (CA) s'élève à 94 Millions d'euros.
2. La trésorerie est de 16.2 millions d'Euros
3. L'endettement net est de 1.1 millions d'euros.

Vous ne trouvez pas que les points 2 et 3 ci-dessus prêtent à confusion ?

Comment une société peut avoir simultanément, de la trésorerie et des dettes ? Pour un particulier, c'est difficilement concevable, mais dans le monde de l'entreprise, c'est très courant.

Je vous avouerai que, lorsque j'ai commencé à m'intéresser à tous ces chiffres, aux fondamentaux des sociétés, je m'y perdais un peu, mais avec le temps, on s'habitue et on finit par décrypter et analyser toutes ces données.

Pour revenir à notre exemple, cela signifie tout simplement, que *Micropole* a bien une trésorerie de 16.2 millions d'euros mais aussi des dettes, et que ces dernières sont plus importantes que la trésorerie, puisque l'endettement est positif ! (la dette s'élève donc à 17.3 millions d'euros car  $16.2 + 1.1 = 17.3$  millions d'euros, cf. notions trésorerie-dette vues précédemment)

1.1 Millions d'euros d'endettement net = -1.1 millions d'euros de trésorerie nette

La Capitalisation Boursière (CB) est égale à 26 Millions d'Euros (cours de MUN : 0.94€, le 5 juillet 2010)

Si je reviens à mon calcul de Valeur d'Entreprise (VE) :

$VE = 26 + 1.1 = 27.1$  Millions d'Euros

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Et alors ? On en fait quoi de ce chiffre ? Patience ... L'objectif de cette partie était seulement de vous apprendre comment calculer une valeur d'entreprise.

Quelque soit le secteur d'activité, le calcul de la Valeur d'Entreprise s'effectue strictement de la même façon.

Comme vous pouvez le constater, calculer la VE d'une société est très facile. Les premières fois que vous vous adonnerez à cet exercice, ça vous prendra un bon quart d'heure (!), le temps de trouver les infos adéquates, et puis avec le temps et l'expérience, ça ne prendra qu'une minute. Je vous l'assure !

### **6. Le ratio Valeur d'Entreprise / Chiffre d'affaire :**

Cette notion a été l'un des premiers ratios que j'ai utilisés car son calcul est très simple et les informations dont j'ai besoin sont faciles à trouver. La VE/CA est intéressante car elle permet de comparer les valeurs d'un même secteur et d'identifier rapidement quels sont les titres les plus attrayants, c'est-à-dire les moins chers. L'inconvénient de ce ratio est qu'il ne prend pas en compte la rentabilité de la société.

Pourquoi acheter la Société X ayant une VE/CA élevée, alors que la société Y, exerçant le même métier, affiche une VE/CA plus faible ?!

La VE/CA est particulièrement adaptée pour effectuer des comparaisons entre SSII par exemple. Si l'on compare deux SSII avec des niveaux de rentabilité identiques, la comparaison de leurs VE/CA respectifs permet de mettre en évidence quelle est la SSII la plus sous-évaluée des 2 (donc la moins chère !). La SSII possédant la VE/CA le plus faible, est considérée comme la moins chère.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Pour notre calcul de la VE/CA pour Micropole, on reprend le CA 2009 du communiqué, qui est égal à 94.2 Millions d'Euros. La VE calculée plus haut était de 27.1 Millions d'Euros,

$$\text{d'où } VE/CA = 27.1 / 94.2 = 0.28$$

Pour l'anecdote, jusqu'en 2007, les transactions dans le secteur des SSII s'effectuaient sur des ratios de VE/CA compris entre 0.6 à 0.8, voire davantage pour les sociétés dégageant les plus belles marges.

Cela signifie qu'à l'heure actuelle, si une OPA était lancée sur *Micropole* et qu'on retenait une offre sur des ratios de même niveau (avec une VE/CA prudente de 0.6, par exemple), l'OPA se lancerait à un cours de 1.96 € ... soit un potentiel de 100 % (cours multiplié par 2) !

### Explication de mon calcul :

$$VE / CA = 0.6 \quad \Leftrightarrow \quad VE = 0.6 \times 94.2 \text{ Millions d'Euros} = 56.5 \text{ Millions d'euros.}$$

La VE de MUN s'élèverait à 56.5 millions d'euros en cas d'OPA sur un ratio VE/CA = 0.6

$$VE = 56.5 = CB - \text{Trésorerie nette} \quad \Leftrightarrow \quad CB = 56.5 - 1.1 = 55.4 \text{ Millions d'euros}$$

soit un cours de 1.96 €

(le capital de Micropole étant composé de 28.215 Millions d'actions, on en déduit le cours de l'action *Micropole* en cas d'OPA:  $55.4 / 28.215 = 1.96$  €).

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

A noter que les valeurs des ratios VE/CA des sociétés peuvent varier du simple au triple voire plus .... suivant les secteurs d'activité et les métiers. On s'en rendra compte plus tard dans cet ouvrage lorsqu'on étudiera différents secteurs.

### 7. Le ratio Valeur d'Entreprise / Résultat Opérationnel

Le Résultat Opérationnel (ROP) est le total des bénéfices dégagés par l'activité habituelle de la société avant paiement des impôts, avant la prise en charge des participations des salariés et sans compter les produits et les charges exceptionnelles.

En effet, si une société industrielle effectue une plus-value sur la vente d'un immeuble par exemple, cette plus-value ne sera pas comptabilisée dans le résultat opérationnel mais dans le résultat net. En effet, la vente d'un immeuble ne fait pas partie, à proprement dit, de l'activité de la société.

Grâce au ROP, on peut apprécier de façon intrinsèque la rentabilité et la performance d'une société. Un résultat opérationnel positif signifie que la société gagne de l'argent grâce à son activité. C'est plutôt bon signe. Un résultat opérationnel négatif signifie que la société perd de l'argent à cause de son activité. C'est plutôt inquiétant, surtout si les résultats opérationnels négatifs s'enchaînent de trimestre en trimestre, voire se creusent. Cela signifie tout simplement que le problème est plus grave, que le secteur traverse une passe difficile, ou que les produits de la société ou la gestion de la société elle-même laissent à désirer ... et là, il faut vraiment se méfier surtout si la direction tarde à réagir.

Si l'on reprend le communiqué de *Micropole*, le Résultat Opérationnel (appelé aussi Résultat d'Exploitation, ou REX, dans le jargon financier, c'est la même chose) est de 3 Millions d'Euros.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

### Calcul VE/ROP

La VE calculée plus haut est égale à 27.1 Millions d'Euros; le ROP indiqué dans le communiqué financier de *Micropole* est de 3 Millions d'euros.

$$VE / ROP = 12 / 3 = 4$$

Ce ratio est très pertinent car il prend en compte : le CA, la situation financière de la société, la CB et la rentabilité de la société, rien que cela !

Je ne vous cacherai pas que la VE/ROP est l'un des ratios auquel je prête le plus d'attention, car il nous permet d'effectuer des comparaisons de valorisation entre les sociétés d'un même secteur, en prenant en compte la valorisation de la société, son CA et sa rentabilité.

Plus la VE/ROP est faible, moins la société est valorisée. Plus la VE/ROP est élevée, plus la société est valorisée.

La comparaison des VE/ROP de sociétés peut être fastidieuse, je vous l'accorde, mais très intéressante car elle permet à elle seule de déterminer la société la moins bien valorisée en bourse, pour un secteur donné ... et croyez moi, c'est pas rien! Honnêtement, je préfère passer une heure à effectuer quelques calculs que de passer à l'achat, à l'aveuglette, sur la société qui s'avère être la plus chère du marché! Effectuer soi-même ces calculs peut permettre de gagner de l'argent ... ou d'en économiser! Vous pourriez vous rabattre sur les ratios figurant dans certains journaux financiers ou sur certains sites internet. Méfiez-vous ou plutôt ... repassez derrière eux, car les erreurs y sont bien trop nombreuses! On n'est jamais mieux servi que par soi-même, c'est bien connu!

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

La valeur de la VE/ROP oscille en général entre 3 et 20, selon les secteurs. En effet, certains secteurs présentent des VE/ROP faibles (Industrie, SSII), d'autres des VE/ROP plus élevées (secteur internet). Vous l'aurez compris, comparer les VE/ROP d'une société industrielle et d'une société internet n'a aucun sens !

Il existe actuellement sur le marché français des sociétés qui affichent des VE/ROP très faibles ; *Tessi*, société spécialisée dans les moyens de paiement et les traitements de documents, avec sa VE/ROP de l'ordre de 3, peut en témoigner.

Une VE/ROP égale à 20, indique que la société est chère. Cependant, si cette dernière est en situation de redressement et que la VE/ROP est amenée à s'améliorer, la problématique sera différente. Cela signifie que le marché anticipe déjà une hausse conséquente du résultat opérationnel à venir. Je déconseille fortement d'acheter une société dont les bons résultats sont déjà anticipés dans la valorisation de la société. Ce sont les titres qui me paraissent décotés qui m'intéressent, pas les titres qui anticipent déjà d'excellents résultats à travers une VE/ROP élevée.

Si le secteur étudié ne présente pas de problème structurel, qu'il est en croissance par exemple et qu'il n'y a priori aucune raison de cette décote, je ne vous dirais qu'une chose : passez à l'achat !

### 8. Résultat Net

Le résultat net est le bénéfice (ou la perte) réalisé par l'entreprise au cours de l'exercice.

$\text{Bénéfice (ou résultat net)} = \text{ROP} - \text{paiement des impôts} + \text{résultat financier (coût de l'endettement ou intérêts de la trésorerie)} - \text{participation}$
---

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

des salariés + résultat exceptionnel (lié à une plus-value sur la vente d'un terrain, par exemple)

La valeur du Résultat Net est le plus souvent inférieure à la valeur du Résultat Opérationnel. Dans le cas contraire, on peut l'expliquer :

- par un bénéfice exceptionnel qui peut être lié, par exemple, à une plus-value sur la vente d'un immeuble ou d'une filiale.

- par un crédit d'impôt dont bénéficiait la société et qu'elle a activé. C'est une opération fréquente chez les sociétés qui sont restées déficitaires durant de longues années.

Si l'on reprend une nouvelle fois le communiqué de *Micropole*, le bénéfice (ou résultat net) s'élève à 1.3 Millions d'Euros.

### 9. Le PER

Le Price Earning Ratio (PER) est le rapport entre le cours de Bourse d'une société et son bénéfice net après impôts, par action.

$PER = \text{Cours du titre} / \text{BPA (Bénéfice Par Action, appelé aussi BNPA)}$

Cours de *Micropole* au 05/07/2009 : 0.94 €

Nombre d'actions : 28.215 Millions d'actions

Soit un PER :  $PER = 0.94 / (1.3 / 28.215) = 20.4$

Plus le PER est élevé, plus la société est dite chère. Un grand PER traduit généralement des espoirs de forte rentabilité future. Plus une société connaît une forte croissance et plus son action se traitera avec un PER

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

élevé. Cela peut aboutir à des niveaux de PER exagérés, fondés sur des hypothèses de croissance aberrantes comme cela fut notamment le cas lors de l'éclatement de la bulle internet en 2000 avec des PER de 80, pour certaines valeurs technologiques.

Un PER se calcule uniquement lorsque le Résultat Net est positif ; s'il est négatif, le calcul du PER n'a pas de sens car il se base sur un bénéfice et non pas sur une perte ! De même, le PER n'est pas significatif si le bénéfice net a été gonflé ou affecté par un fait exceptionnel.

En octobre 2009, à l'issue d'un long procès, un tribunal arbitral a condamné la société *Indyco* à verser 26.5 Millions d'euros de dommages et intérêts à *Lectra*, qui est éditeur de logiciel. Il est évident que cette rentrée d'argent va booster le bénéfice net, renforcer la trésorerie de la société ou combler ses dettes. Le PER sera tiré « artificiellement » vers le bas mais il ne sera pas significatif car il prendra en compte un revenu dit « exceptionnel ». Dans ce cas, je vous conseille de calculer le PER en ne tenant pas compte de ce revenu exceptionnel, ce qui permet d'avoir un PER qui reflète davantage les bénéfices qui auraient été dégagés par la société (hormis cet événement). Je n'oublierai évidemment pas, de tenir compte de cette rentrée d'argent, dans le calcul de la VE de *Lectra*, qui sera impactée de façon très positive.

Là encore, un PER faible reste un élément insuffisant pour porter un jugement définitif sur le prix d'un quelconque titre, encore moins pour prendre la décision d'acheter la valeur. Un PER faible peut très bien signifier que le marché est pessimiste quant à l'avenir de la société. Il y a donc d'autres paramètres à prendre en compte.

### **10. Les fonds propres, le price-to-book et le gearing**

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Les Fonds Propres (FP), appelés aussi Capitaux Propres (CP), désignent ce que l'entreprise possède (machines, bâtiments, terrains, trésorerie, etc...) moins les dettes. Ces capitaux propres représentent un matelas de sécurité pour les créanciers de l'entreprise et attestent donc que la société est solvable. Plus ils sont importants, plus l'entreprise est solide et sûre de pouvoir résister à des difficultés passagères. Si la société fait des pertes, les capitaux propres sont mécaniquement diminués du montant de la perte, car ces pertes augmentent la dette. Ce qui est souvent utilisé, c'est la proportion de la dette par rapport aux capitaux propres. D'ailleurs, je n'achète jamais les sociétés dont la dette est plus importante que les capitaux propres car j'estime la situation financière fragilisée.

Dans les cas extrêmes, les pertes peuvent être parfois si importantes que les capitaux propres peuvent devenir négatifs, les créanciers n'étant plus sûrs d'être remboursés car la dette dépasse alors la valeur des actifs de l'entreprise (matériel, immeubles, etc...) mis en gage auprès des créanciers. Dans ce cas là, il y a un réel danger.

Faites-moi plaisir, cher lecteur, n'achetez jamais des titres dont la dette dépasse les fonds propres !

Si l'on revient à notre communiqué de *Micropole*, on notera que la valeur de ses fonds propres s'élève à 53.1 Millions d'euros.

Je me sers des fonds propres, uniquement pour des secteurs comme l'industrie par exemple, car les sociétés y possèdent généralement des machines, des terrains, des usines. Utiliser les fonds propres pour valoriser ou comparer, par exemple des SSII entre elles, me paraît complètement inopportun !

Lorsque que l'on compare la valeur des Fonds Propres par rapport à la Capitalisation Boursière, on parle de price-to-book (ou price book).

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

$$\text{price-to-book} = \text{Capitalisation Boursière (CB)} / \text{Fonds Propres (FP)}$$

Un price-to-book supérieur à 1 ne nous apporte aucun renseignement qui pourrait nous aider à valoriser une société et surtout à prendre position sur un titre.

Un price-to-book inférieur à 1 est plus pertinent car cela signifie que la CB est inférieure à la valeur des FP c'est-à-dire que la société est décotée par rapport à ses Capitaux Propres. Cela arrive très fréquemment, mais cela reste, d'après moi, un argument insuffisant pour affirmer que le titre est sous-valorisé même lorsque la décote paraît importante (>30%).

Je me souviens de l'épisode *Setforge*, qui est une société industrielle fabriquant des pièces forgées pour différents secteurs comme l'automobile ou l'aéronautique. En juillet 2004, sa capitalisation boursière (10,5 Millions d'euros) couvrait moins de la moitié des fonds propres (24,7 Millions d'euros), ce qui représentait une décote de plus de 50% par rapport aux fonds propres. L'achat du titre *Setforge* n'était pas pour autant justifié, étant donné que la société rencontrait de graves difficultés structurelles. En effet, cette société avait toutes les peines du monde à rester rentable, avec une dette sans cesse en augmentation. La crise financière lui fut fatale ; en 2007, *Setforge* fut placée en redressement judiciaire. La dette avait fini par atteindre deux fois le montant des Fonds Propres. La conséquence directe fut la radiation du cours et des actionnaires « rincés » ...

### 11. **ANR (Actif Net Réévalué)**

L'ANR représente la valeur réelle des actifs (participations, immeubles, ...) que la société a en sa possession, moins la dette. Cela induit qu'une diminution de la dette augmente donc implicitement l'ANR de la Société. L'ANR s'exprime en millions d'euros ou en euros par action.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

$$\text{ANR par action} = \text{ANR} / \text{Nombre d'actions du capital de la société}$$

J'utilise l'ANR pour valoriser les valeurs foncières et les holdings (sociétés de Capital Investissement).

Pour une foncière, l'ANR représente la valeur réelle des biens immobiliers que la société a en sa possession. Pour une holding, l'ANR représente la valeur des différentes participations que possède cette société.

### Exemple d'un calcul d'ANR par action :

Au 30 juin 2010, l'ANR de OFI Private Equity Capital était de 148,6 millions d'euros.

$\text{ANR par action} = 148.6 \text{ millions d'euros} / 10.545 \text{ millions de titres OFI}$   
soit 14.09 euros d'ANR / action.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Synthétiser ces ratios

Comme vous l'avez certainement compris, je focalise mon attention sur certains ratios plutôt que d'autres, selon les secteurs d'activité et les valeurs étudiées.

C'est bien beau de savoir calculer tous ces ratios, mais il faut ensuite savoir les exploiter et les interpréter dans leur totalité ce qui n'est pas la chose la plus aisée. Je prête plus d'attention à certaines données et ratios financiers, en fonction du secteur étudié. Le but reste toujours le même, détecter une valeur décotée ou celle que j'estime la moins chère du secteur. Vous avez sans doute remarqué que le rendement de dividendes ne constitue pas pour moi, un critère de sélection de valeurs, mais il représente la cerise sur le gâteau.

Ci-dessous, des fourchettes de ratios historiques des secteurs abordés dans cet ouvrage

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

	VE/CA	VE/ROP	PER
SSII	0.6 - 0.7	8 - 10	12 - 14
Editeur	2 - 5	12 - 18	15 - 25
Société internet	4 - 10	15 - 20	20 - 30
Biotechnologie	NS	NS	NS
Société de capital- investissement (holding)	NS	NS	NS
Industrie	0.3 - 0.7	3 - 8	6 - 12
Foncières	NS	NS	NS
Electronique grand public, jeux vidéos, loisirs	0.8 - 2	8 - 15	14 - 18
Prêt-à-porter	0.6 - 0.9	6 - 9	8 - 12

J'ai élaboré ce tableau en me basant sur ma propre expérience du marché.

Il faut aussi savoir qu'une prime de valorisation est souvent accordée aux leaders du secteur. Ce que j'entends par leaders, ce sont les sociétés qui réalisent les plus gros CA ou les sociétés qui tirent le secteur par leur avance et leurs innovations technologiques. Cela signifie tout simplement que ce leader verra son titre mieux valorisé, c'est-à-dire plus cher.

Quant au vilain petit canard, qui a souvent déçu ou douché les investisseurs par le passé, il sera valorisé en dessous des moyennes de son secteur. Il faut du temps avant que le marché reprenne confiance en une société, surtout quand cette dernière n'a pas tenu ses promesses de rentabilité. Ceci est vrai quel que soit le secteur.

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Une prime de valorisation peut aussi récompenser la forte croissance régulière d'une société. Une société assurant une croissance supérieure à 20% chaque année, doit valoir plus cher que son concurrent qui aurait seulement 5% de croissance. Ces primes de valorisation se traduiront par des VE/ROP et des PER plus importants.

Le passé historique de la société joue aussi un rôle prépondérant dans la valorisation en bourse de la société. Il peut arriver qu'un titre soit surcoté si la société remplit régulièrement ses objectifs (et qu'elle déçoit rarement). Cela signifie aussi que les dirigeants de la société font un travail remarquable. Malgré cela, les titres surcotés ne m'intéressent pas, même si la société présente régulièrement des résultats de haute volée. Le jour où ce type de société déçoit, le marché ne lui pardonne pas ; il est d'autant plus sévère qu'il annule la surcote de la société, entraînant une chute du cours de bourse encore plus importante. C'est précisément ce genre de mésaventure que je ne veux pas vivre. Je me tiens donc sagement à l'écart des titres survalorisés même si les résultats sont de qualité.

L'analyse fondamentale prend tout son sens et toute son importance lorsque je commence à exploiter tous les chiffres. Le but est d'évaluer les performances actuelles et à venir, du secteur ou de la société étudiée. Je scrute donc l'évolution du CA et des bénéfices et j'essaie, à partir des perspectives affichées par les dirigeants, de faire mes propres prévisions.

Ce que j'affectionne particulièrement, c'est de repérer les titres qui ont rencontré un accident de parcours à un moment donné, comme par exemple une année exceptionnellement déficitaire ou une forte baisse de la rentabilité. Ce genre d'accroc fait généralement plonger le cours de bourse, ce qui ne manque pas d'attirer mon attention. J'essaie ensuite de me faire ma propre idée sur le titre. Je regarde dans un premier temps, si ces déboires sont dus à la société elle-même ou au secteur à part entière.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Si cela semble exceptionnel ou que les raisons invoquées par la société me paraissent « légitimes », je vais m'intéresser à la structure financière de la société (trésorerie, dettes). Si cette dernière me paraît solide, je regarde les niveaux antérieurs de rentabilité et les perspectives communiquées par la société pour les semestres à venir. J'essaie aussi de faire mes propres simulations, en terme de CA et de bénéfices, afin d'estimer les futurs VE/CA, VE/ROP et PER. Si ces ratios apparaissent anormalement faibles ou inférieurs à la moyenne du secteur, il y a de grandes chances que j'achète le titre. Prendre la décision d'acheter un titre sur la seule appréciation d'un ratio comme une VE/CA basse, serait imprudent. Si ce ratio est recoupé avec le VE/ROP ou le PER, c'est déjà beaucoup mieux !

Si les problèmes rencontrés par la société sont liés à la morosité de son secteur, je ne me concentre plus sur la société mais plutôt sur le secteur. Si le secteur traverse une passe difficile, je serais très prudent. Un achat dans le secteur pourrait être cependant décidé mais uniquement sur la société que j'aurais estimée la plus décotée du secteur.

Comme vous pouvez le constater, l'analyse fondamentale consiste à faire ses propres estimations et mettre en évidence que pour l'année à venir, telle société sera décotée car vous avez prévu une progression du bénéfice, un redressement ou un retour aux bénéfices pour les semestres à venir qui entraînera une sous-valorisation manifeste.

Cet ouvrage a donc pour vocation de vous aider à valoriser des titres, sur la base des résultats connus sur le dernier exercice, mais surtout en fonction des bénéfices que l'on peut estimer sur l'année en cours et les années suivantes.

# Partie 4 :

## Comparaison de small-caps par secteur

## Les SSII

Les sociétés de services et d'ingénierie informatique (ou SSII) proposent aux entreprises des prestations intellectuelles dans deux domaines : l'informatique de gestion et l'informatique de haute technologie. Elles fonctionnent un peu comme des sociétés d'intérim spécialisées dans l'Informatique, dans la mesure où elles facturent à un client la prestation du consultant.

Le marché français est composé de nombreuses PME (de plus en plus souvent sous-traitantes des plus grandes) et de quelques grands groupes. Le secteur est très morcelé. Aucun acteur ne détient une part de marché supérieure à 10 %.

Je connais très bien le secteur des SSII car j'y ai moi-même travaillé. Je continue d'avoir beaucoup de contacts dans ce milieu, mais en tant que freelance.

Quoiqu'elles disent ou annoncent dans leurs communiqués, les SSII exercent à peu de chose près, des métiers identiques, avec des technologies assez similaires.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Le secteur des SSII est, à mon sens, le secteur le plus facile à appréhender en bourse. Les sociétés ont le plus souvent des situations financières saines, les faillites y sont exceptionnelles et surtout, elles se ressemblent toutes !

Ci-dessous, un exemple d'un tableau comparatif entre plusieurs SSII françaises, cotées sur le marché parisien (prévisions 2010) :

Société	Cours au 31/08/2010 (en euros)	CB (millions d'euros)	CA 2010 (prév. En millions d'euros)	Cash net (millions d'euros)	VE/CA	VE/RO P	PER
<i>Valtech</i> <sup>*1</sup>	0.4	35.5	75.5	5	0.4	NS	NS
<i>Osiatis</i> <sup>*2</sup>	4.45	70	240	-4	0.31	5	7.4
<i>Sqli</i> <sup>*3</sup>	1.04	38	172	-2.5	0.23	31	NS
<i>Keyrus</i> <sup>*4</sup>	1.11	19	113	-2.5	0.19	5.4	6.9

Pour compléter ce tableau, je me suis basé sur des communiqués annuels ou semestriels déjà publiés. J'ai effectué mes propres estimations des résultats annuels à venir, à partir des résultats semestriels connus :

<sup>\*1</sup> Chiffres au 01/11/2009 de *Valtech*: La VE/ROP et le PER sont NS (Non Significatif) car *Valtech* affiche une perte nette de 0.9 Millions d'euros et une perte opérationnelle de 1.3 Millions d'euros, au titre de son exercice 2009.

Le cours et la CB retenus sont ceux du niveau de l'OPA lancée par *SigCo* sur *Valtech* en octobre 2009.

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

\*2 Chiffres de l'exercice 2010 d'*Osiatis*

Mes (prudentes) estimations, en me basant sur les résultats du 1er semestre 2010 :

CA 2010 (prévisionnel) : 240 Millions d'euros

ROP 2010 (p) : 15 Millions d'euros

RN 2010 (p) : 9.5 Millions d'euros

\*3 Chiffres de l'exercice 2010 de *Sqli*

Mes (prudentes) estimations tenant compte du redressement opéré lors du 2ème semestre 2009 et qui devrait continuer en 2010 :

CA 2010 (p) : 172 Millions d'euros

ROP 2010 (p) : 1.3 Millions d'euros

RN 2010 (p) : -1 Millions d'euros (La société devrait rester d'après moi, déficitaire)

\*4 Chiffres de l'exercice 2010 de *Keyrus*

Mes (prudentes) estimations, en me basant sur les résultats du 1er semestre 2010 et de la dynamique du redressement, en cours :

CA 2010 (p) : 113 Millions d'euros

ROP 2010 (p) : 4 Millions d'euros

RN 2010 (p) : 2.8 Millions d'euros

J'ai choisi 4 sociétés représentatives du secteur, dont *Valtech* victime d'une OPA inamicale lancée par *SiegCo* fin 2008. *Valtech* est une SSII précurseur dans le domaine du web.

*Osiatis* a un profil plus généraliste avec une activité d'infogérance bien développée. L'infogérance est l'externalisation d'une partie, voire de la totalité des services informatiques d'une société cliente ; cela a pour principal avantage de produire des Chiffres d'Affaires récurrents, moins soumis aux aléas de l'économie.

*Keyrus* est positionné sur le Business Intelligence qui repose sur la collecte, la consolidation et la modélisation des données d'une entreprise.

Le métier de *Sqli* est similaire à celui de *Valtech*, auquel s'ajoute des offres dans la Business Intelligence et dans l'intégration de gros progiciels de type *SAP*.

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

### Interprétation des données de ce tableau :

Malgré des positionnements différents, je considère que ces SSII doivent être valorisées de la même façon, leurs activités restant néanmoins de l'informatique, dégagant des marges à peu près similaires. En tout cas, rien dans le passé ne me laisse penser qu'une SSII devait être mieux valorisée qu'une autre, du fait de son simple positionnement.

Pour effectuer les comparaisons de valorisation entre les sociétés de ce secteur, je me base sur les ratios financiers de VE/CA, VE/ROP et PER. L'année 2009 étant déficitaire pour *Valtech*, seul le VE/CA aura du sens pour évaluer le niveau de cours auquel s'est effectué l'OPA.

Historiquement et bien avant la crise financière, le rachat d'une SSII rentable, affichant de la croissance, s'effectuait sur le ratio moyen de VE/CA de 0.6 voire 1, pour les sociétés qui arrivaient à dégager les plus belles marges.

Comme vous pouvez le constater dans le tableau, *SiegCo* a racheté *Valtech* à un cours de 0.4 €, matérialisant une VE/CA de 0.4. C'est moins que les ratios moyens, mais il faut bien avoir à l'esprit que *Valtech* a souvent éprouvé les pires difficultés pour dégager une forte rentabilité. Les promesses de forte croissance n'ont été que rarement tenues. La crise financière n'a pas épargné *Valtech*, elle l'a même assommée ! La décroissance de son CA 2009 a même atteint 25%, soit une des plus fortes baisses du secteur ! Le niveau de VE/CA peut donc paraître sévère mais pas non plus scandaleux.

A l'heure actuelle, j'estime que le ratio de VE/CA pour une société rentable, doit être de l'ordre de 0.6 - 0.7 (contre 0.4 lors de l'OPA sur *Valtech*). Comme vous pouvez le remarquer, les trois autres sociétés, *Osiatis*, *Sqli* et *Keyrus* affichent des VE/CA inférieurs à celle de *Valtech*. *Sqli* ne sera

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

certainement pas rentable en 2010 mais finira par faire de nouveau des bénéfiques ... car c'est « le propre d'une SSII » ! Il faudra seulement s'armer d'un peu de patience.

*Keyrus* et *Osiatis* se distinguent de *Sqli* par des bénéfiques, des PER très faibles par rapport à la moyenne historique du secteur (12-14) et des niveaux de VE/ROP très bas. Ces valorisations traduisent encore le manque de visibilité générale pour le secteur et pour la bourse en général. Il n'empêche que ces valorisations sont très basses. Ces deux titres sont clairement à des cours d'achat. Pour l'anecdote, le PDG de *Keyrus* achète des titres de sa société à tour de bras ; cela prouve donc qu'il croit en sa Société et à l'avenir. C'est un signal fort. Face à une telle « valorisation à la casse » de *Keyrus*, qui s'avère encore moins chère que *Osiatis* en terme de VE/CA (les VE/ROP et PER étant quasi identiques), je suis passé à l'achat sur *Keyrus*, au début du mois de septembre 2010.

Je peux même vous faire saliver si je calcule le cours de *Keyrus*, qui tient compte du même niveau de VE/CA auquel l'OPA sur *Valtech* a été lancée :

$$\text{VE/CA} = 0.4 \Leftrightarrow \text{VE} = 0.4 \times \text{CA (de Keyrus)} \Leftrightarrow \text{VE} = 0.4 \times 113 \text{ Millions d'euros} = 45.2 \text{ Millions d'euros}$$

$\text{CB} = 45.2 - 2.5 = 42.7$  millions d'euros qui représente la CB de *Keyrus* en se basant sur un VE/CA de 0.4 comme pour *Valtech*

Le capital de *Keyrus* étant composé de 17 millions d'actions, le cours de l'OPA sur *Keyrus* serait de... 2.5€ ( $42.7 / 17 = 2.5$  €) ! Soit un potentiel haussier de 130% !

Vous me suivez encore, cher lecteur ?

Mon calcul reste même prudent car j'estime qu'une éventuelle OPA de *Keyrus* se ferait sur des ratios de VE/CA bien plus élevés que ceux de

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

*Valtech*. En effet, *Keyrus* dégage des bénéfices et réalise une croissance supérieure à la moyenne du secteur.

Pour trouver la SSII la moins chère, je me base principalement sur les ratios VE/ CA, VE/ROP et PER. Il y a d'autres éléments importants à prendre en compte, je pense notamment, à la qualité des dirigeants. Une SSII qui apparaîtrait décotée, doit avoir démontré par le passé qu'elle sait dégager des bénéfices. Si ce n'est pas le cas, je ne m'y intéresse pas.

## Les éditeurs de logiciel

Le métier des Editeurs de Logiciel présente des similitudes avec celui des SSII. Il consiste à développer des logiciels livrables clés en main, pour des clients. Les budgets alloués à la R&D (Recherche et Développement) y sont donc conséquents. Le client paie une licence, souvent annuelle, pour pouvoir utiliser le logiciel et bénéficier d'un support technique. Chaque éditeur possède une entité « *Services* », qui peut envoyer des consultants pour des missions ponctuelles, d'expertise ou de paramétrage par exemple.

Historiquement, la valorisation des éditeurs de logiciel est plus élevée que la valorisation d'une SSII car les marges dégagées y sont plus importantes.

Durant les années 2005-2007, il était fréquent de voir des rachats se négocier sur des niveaux de VE/CA de l'ordre de 4 voire plus, pour les éditeurs leaders dans leurs domaines ou positionnés sur des secteurs de niches. Actuellement, des opérations sur de tels ratios sont devenues plus rares, bien qu'il y ait encore quelques exceptions - notamment en ce qui concerne les bons élèves.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Depuis quelques années, les leaders mondiaux comme *Oracle*, *SAP* et dans une moindre mesure, *IBM*, se livrent à une véritable guerre pour dominer le monde du logiciel, qui se traduit par une multiplication des OPA. Le rachat de l'éditeur *Sybase* (1.2 Milliards d'euros de CA) par *SAP* en mai 2010, s'est effectué sur une VE/CA de 4. Ce prix élevé peut s'expliquer par des produits de qualité, des marges confortables et surtout un positionnement de leader international dans la Base de Données. Pour les éditeurs français de taille plus modeste, j'estime que des rachats pourraient se faire sur des ratios de VE/CA au moins égaux à 2 (VE/CA >= 2).

La cote française regroupe un certain nombre d'éditeurs de logiciel tels que *Cegid* - 3ème éditeur français et première small-cap du secteur (loin derrière *Dassault Systemes* et *Sopra Group-Axway*) - *Cegedim*, *Avanquest Software*, *Linedata Services*, *Sword*, *ESI Group*, *Infovista*, *Lectra*, *Cast*, *Harvest*, *DL Software*, etc ...

Ci-dessous, un exemple d'un tableau comparatif entre plusieurs éditeurs logiciels français cotés sur le marché parisien (prévisions 2010) :

Société	Cours au 31/08/2010 (en euros)	CB (millions d'euros)	CA 2010 (prévis. en millions d'euros)	Cash net (millions d'euros)	VE/CA	VE/ROP	PER
<i>Ilog</i> *1	10	210	115	57	1.33	38	430
<i>Infovista</i> *2	3.4	61	43	26	0.8	15	25
<i>Cegid</i> *3	20.24	187	245	-63	1	8.7	10.5
<i>DL Software</i> *4	15	66	43	0	1.54	9.5	27

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Pour compléter ce tableau, je me suis basé sur des communiqués annuels ou semestriels déjà publiés. J'ai effectué mes propres estimations des résultats annuels à venir, à partir des résultats semestriels connus :

\*1 Chiffres d'*Ilog* au 01/10/2008 : Le PER n'est pas significatif à cause d'une faible rentabilité en 2007-2008.

\*2 Chiffres de l'exercice 2010 d'*Infovista* (déjà publiés) :

CA 2010 : 43 Millions d'euros

ROP 2010 : 2.32 Millions d'euros

RN 2010 : 2.43 Millions d'euros

Vous remarquerez que le RN est supérieur au ROP; ceci étant dû à l'activation d'un crédit d'impôt.

Le PER tient compte du bénéfice 2010 incluant ce crédit d'impôt.

\*3 Chiffres de l'exercice 2010 de *Cegid* :

J'ai fait une estimation prudente d'après les résultats semestriels publiés en juillet 2010. J'ai considéré que malgré la progression de ces résultats semestriels, l'exercice 2010 sera identique à celui de 2009, en terme de rentabilité.

CA 2010 (prévisionnel) : 245 Millions d'euros

ROP 2010 (p) : 28.5 Millions d'euros

RN 2010 (p) : 17.9 Millions d'euros

\*4 Chiffres de l'exercice 2010 de *DL Software* :

J'ai fait une estimation prudente, suite aux résultats annuels 2009 et la tendance du premier trimestre 2010 avec une croissance de 13.53% du CA. Je prévois une augmentation du CA de 10% et une augmentation des bénéfices de l'ordre de 15%.

CA 2010 (p) : 245 Millions d'euros

ROP 2010 (p) : 7 Millions d'euros

RN 2010 (p) : 43 Millions d'euros

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

### Interprétation des données de ce tableau :

Comme vous pouvez le constater, cher lecteur, les niveaux de VE/CA, VE/ROP ou PER apparaissent beaucoup plus élevés que pour les SSII. Les valeurs des ratios de VE/CA sont proches de 1 alors que pour les SSII, leurs niveaux actuels se situent actuellement entre 0.2 et 0.4. Je peux faire le même constat pour les VE/ROP et les PER. Malgré cela, les valorisations des Editeurs de logiciel, à l'heure où je rédige, restent historiquement basses.

En effet, à titre d'exemple, le titre de la société *Cegid* avoisinait les 40€ en 2007 (avec un plus haut de 48€), cours deux fois plus élevé que des 20€ actuels. Les CA et ROP de l'année 2007 sont pourtant équivalents à mes prévisions de résultats 2010. En résumé, *Cegid* vaut actuellement, deux fois moins cher qu'en 2007 et ce, avec des résultats similaires !

J'ai inclus *Ilog* dans ce tableau car ce petit éditeur français a été racheté par *IBM* pour 210 millions d'euros, en septembre 2008. J'ai voulu vous montrer sur quel niveau de cours et de ratios financiers, cette OPA avait été effectuée. Des produits de grande qualité et une trésorerie abondante constituaient les points forts d'*Ilog*, ses points faibles étant une taille inadéquate, une rentabilité faible et très aléatoire avec des résultats annuels alternant bénéfices et pertes. Ce rachat s'est effectué en pleine crise financière, dans un climat déprimé. La rentabilité d'*Ilog* étant au plus bas, *IBM* en a profité. Sans la morosité de l'époque, *Ilog* aurait été avalée à un cours beaucoup plus élevé, notamment en terme de VE/CA.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Sur ce tableau, en tenant compte des 3 ratios (VE/CA, VE/ROP et PER), on remarque rapidement la survalorisation d'*Ilog* par rapport aux 3 autres éditeurs, *Cegid*, *Infovista* et *DL Software*.

*Cegid*, pourtant numéro trois des éditeurs français, est le moins valorisé avec des ratios très faibles pour le secteur; cerise sur le gâteau, le dividende de 1.05€ assure un rendement confortable de plus de 5% !

*Infovista* est très intéressante du fait de sa situation financière solide, dotée d'une trésorerie représentant presque la moitié de sa CB. La rentabilité, quoique encore faible, suit une tendance positive puisqu'elle ne cesse d'augmenter depuis 2 ans maintenant. De plus, avec son capital éclaté dans les mains de différents actionnaires, *Infovista* présente un caractère fortement spéculatif en étant Opéable. Si je me base sur les ratios de l'OPA effectuée sur *Ilog*, je peux estimer que le même type d'opération ne pourrait pas être lancé à un cours inférieur à 5€, soit un potentiel de hausse du cours de près de 50% - je me suis basé sur un ratio VE/CA au moins égal à 1.5 (contre 0.8 actuellement) mais qui pourrait être beaucoup plus élevé.

### Explication du calcul du cours de 5€ :

$VE / CA = 1.5 \Leftrightarrow VE = 1.5 \times 43 = 64.5$  Millions d'euros,  
soit une CB =  $64.5 + 26 = 90.5$  Millions d'euros,  
et un cours:  $90.5 / 18$  (nombre de titres) = 5.02 €.

*DL Software* est une société de qualité qui assure une croissance de son CA couplée à une rentabilité élevée. Cependant, à ces niveaux de cours, je ne la trouve pas intéressante car elle est déjà très bien valorisée. Elle se paie même assez chère en termes de VE/CA et de PER. De plus, je pense que *DL Software* devrait rencontrer des difficultés pour améliorer sa rentabilité qui plafonne déjà. Elle n'aura donc pas le droit à l'erreur lors de la publication de ses résultats car tout faux pas ne serait pas pardonné par le

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

marché. J'en conclus que *DL Software*, malgré des atouts indéniables, n'est pas à un cours d'achat, car j'estime avoir décelé des titres moins chers avec *Cegid* ou *Infovista*.

Par cette interprétation de « l'état des lieux boursiers » de ces quatre Editeurs de Logiciel, j'ai voulu vous expliquer comment je procédais pour détecter les valeurs qui me paraissaient les plus sous-valorisées et celles, qui ne me paraissaient plus à un cours d'achat.

Les critères que j'ai privilégiés, sont principalement :

- une structure financière saine (avec si possible une belle trésorerie)
- une VE/CA la plus faible possible
- un potentiel d'amélioration de marge
- un « passé financier » avec des résultats bénéficiaires.

## Les sociétés internet

Malgré le contexte économique difficile dû à la crise des subprimes, les sociétés du secteur internet ont relativement bien résisté. Avec une croissance de 25% du e-commerce et une croissance de 6% des investissements publicitaires en 2009, le secteur internet reste parmi les plus dynamiques de l'économie française. Des catalyseurs comme le nombre d'internautes en constante augmentation, l'avènement de l'internet mobile ou l'apparition de nouveaux supports comme l'Ipap devraient continuer de dynamiser le secteur dans le monde entier.

La cote française compte une quarantaine de sociétés dont les plus connues sont *Meetic*, *Leguide.com*, *Aufeminin.com*, *Seloger.com*, *Rueducommerce*. Des groupes comme *Netbooster*, *Referencement.com*, sont plutôt concentrés sur le référencement sur internet; *1000mercis* et *Email Vision*, sur l'e-marketing.

Les niveaux de valorisation des sociétés internet sont presque 3 fois inférieurs à ceux de 2007, mais restent les plus élevés de la cote. Les ratios tels que les VE/CA, VE/ROP se traitent à des niveaux bien supérieurs que ceux des éditeurs de logiciels. Il n'est pas rare de voir des transactions de ventes se faire sur des VE/CA supérieur à 7 ou de VE/ROP > 15, pour les sites les plus fréquentés et les plus prometteurs.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Les sociétés internet publient généralement leurs communiqués financiers en mettant en avant l'EBITDA, qui est en fait un ROP avant dépréciation et amortissement. Personnellement, je préfère plutôt m'appuyer directement sur le ROP.

Ci-dessous, un exemple d'un tableau comparatif entre plusieurs sociétés françaises, spécialisées dans l'internet, cotées sur le marché parisien :

Société	Cours au 13/09/2010 (en euros)	CB (millions d'euros)	CA 2010 (prévis. en millions d'euros)	Cash net (millions d'euros)	VE / CA	VE / ROP	PER
<i>Seloger.com</i> *1	37.95	631	83	-4	7.7	18.2	28.8
<i>LeGuide.com</i> *2	22.25	76	27	16	2.2	7.5	17
<i>Anfeminin.com</i> *3	17.21	154.5	40	21	3.3	9.5	16.2
<i>Rueducommerce</i> *4	6.45	71.5	360	18	0.15	26.7	48

Pour compléter ce tableau, je me suis basé sur des communiqués annuels ou semestriels déjà publiés. J'ai effectué mes propres estimations des résultats annuels à venir, à partir des résultats semestriels connus :

\*1 Chiffres de l'exercice 2010 (*Seloger.com*) :

A l'heure où j'écris, *Seloger.com* est en passe de se faire racheter par le groupe de médias, Axel Springer, qui souhaite lancer une OPA sur *Seloger.com* à 34€. Le marché s'attend à ce

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

que l'offre soit relevée, le cours plafonnant à 37.95€, au-dessus des 34€ initialement proposés.

Les estimations de *Seloger.com* pour 2010 :

CA 2010 (prévisionnel): 83 Millions d'euros

ROP 2010 (p) : 35 Millions d'euros

RN 2010 (p) : 22 Millions d'euros

\*2 Chiffres de l'exercice 2010 de *LeGuide.com* :

CA 2010 (p) : 27 Millions d'euros

ROP 2010 (p) : 8 Millions d'euros

RN 2010 (p) : 4.5 Millions d'euros

\*3 Chiffres de l'exercice 2010 d'*Aufeminin.com* :

CA 2010 (p) : 40 Millions d'euros

ROP 2010 (p) : 12 Millions d'euros

RN 2010 (p) : 8 Millions d'euros

\*4 Chiffres de l'exercice 2010 de *Rueducommerce* :

CA 2010 (p) : 360 Millions d'euros

ROP 2010 (p) : 2 Millions d'euros

RN 2010 (p) : 1.5 Millions d'euros

### Interprétation des données de ce tableau :

La croissance du CA, synonyme de dynamisme, est selon moi un des critères primordiaux avant de passer à l'achat sur une valeur internet. Cette croissance doit être forte et obligatoirement à deux chiffres. Dans le cas contraire, j'estime que le titre n'est pas très intéressant. Il est naturellement préférable que cette croissance ne se fasse pas coûte que coûte, au détriment de la rentabilité.

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

- Personnellement, je trouve que l'OPA sur *Seloger.com* s'est effectuée au prix fort, avec des ratios VE/ROP et VE/CA se situant à des niveaux stratosphériques. A ce cours, *Seloger.com* n'est clairement plus à un cours d'achat et ne l'était déjà pas, selon moi, avant le lancement de l'OPA. Le potentiel d'appréciation de son cours me paraissant faible. *Axel Springer* fait vraisemblablement le pari, via cet investissement, que l'immobilier va repartir et que la croissance du CA va repartir de plus belle. Je lui souhaite !

- une société, comme *Aufeminin.com* affichant une croissance de plus de 40% de son CA et un ratio VE/ROP < 10, me paraît bon marché.

- en s'appuyant sur les niveaux prévisionnels de VE/ROP et VE/CA, *LeGuide.com* apparaît encore plus sous-valorisé, avec un VE/ROP < 8, ce qui est rare pour une société de ce secteur. Si *Axel Springer* lançait une OPA sur *LeGuide.com*, en tenant compte du même niveau de VE/ROP, l'OPA serait lancée à un cours de ... 47.5 € !!

(Explication du calcul :  $VE/ROP = 18.2 \Leftrightarrow VE = 18.2 \times 8 = 146 \text{ M€}$   
 $\Leftrightarrow CB = 146 + 16 = 162 \text{ M€}$  soit un cours de 47.5€)

- *Rueducommerce* fait office d'exception dans ce secteur. En effet, son activité principale consiste à distribuer en ligne des produits informatiques et électroniques. Le CA est donc élevé alors que la rentabilité dégagée demeure faible. Pour l'anecdote, on remarque que la capitalisation de *Seloger.com* est neuf fois plus importante que celle de *Rueducommerce*, alors que le distributeur réalise quatre fois plus de CA !

Bien que le ratio VE/CA de *Rueducommerce* s'avère particulièrement bas, le marché préférera toujours les sociétés affichant de belles marges et cet état de fait est particulièrement vrai dans l'internet. Le réveil du titre *Rueducommerce* ne pourra se faire qu'avec une hausse significative de la rentabilité.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Pour qu'une société internet soit à un cours d'achat, j'estime qu'il faut que le taux de croissance annuel soit à 2 chiffres, qu'elle soit rentable et que le VE/ROP soit inférieur à 10. Dans le cas contraire, je suis à l'écart du titre car il ne remplit pas mes critères de sélection.

## Les biotechnologies

S'il y a un secteur qui me tenait à cœur d'aborder dans cet ouvrage, c'est bien le secteur des biotechnologies. Je l'ai découvert il y a quelques années avec *Nicox* ou *Transgène*. Ces sociétés ont souvent fait couler beaucoup d'encre, à tort ou à raison d'ailleurs.

Je vais donc vous présenter ce secteur, de façon plus détaillée, avec ses modes de fonctionnement, les règles d'investissement à respecter et les éléments qui permettent de valoriser une société de biotechnologie.

Après avoir commencé à m'intéresser et à spéculer sur les biotechs françaises, je me suis progressivement rendu compte que c'était aux US, marché beaucoup plus mature, que ces sociétés étaient les plus intéressantes et les plus florissantes. J'en expliquerai d'ailleurs les raisons plus bas dans ce chapitre.

Les biotechs sont des sociétés spécialisées dans le développement de médicaments à partir d'organismes vivants (cellules, bactéries...). Elles sont une véritable révolution au sein de la recherche médicale qui travaillait auparavant presque exclusivement à partir de procédés chimiques.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Diverses pathologies peuvent ainsi être traitées dans les domaines de l'oncologie (cancer), des maladies du métabolisme (diabète, obésité), des maladies neurodégénératives (maladie de Parkinson, sclérose en plaques) ou de la virologie (hépatite A par exemple).

### **1. Les arguments pour investir dans ce secteur ne manquent pas :**

- De plus en plus de médicaments issus de la biotechnologie figurent parmi les meilleures ventes. L'essor de ce secteur ne fait que commencer.

- A l'horizon 2012-2014, les grands groupes pharmaceutiques vont être confrontés à l'expiration des brevets de leurs blockbusters (médicaments qui rapportent plus de 1 Milliard de dollars/an), avec l'arrivée des génériques moins chers. Cela va donc amputer leurs bénéfices futurs. Ces big-pharma (comme *Sanofi* ou *Pfizer*) ne peuvent pas se permettre de passer à côté de futurs blockbusters et vont devoir trouver des relais de croissance.

Ayant de gros moyens financiers, il est très aisé pour elles de procéder à des rachats de petites biotechs, plus facile à intégrer et possédant des pipelines de molécules prometteuses. Le secteur est donc devenu très convoité. En 2008, *Jefferies* a comptabilisé 40 OPA dans le secteur. Les primes offertes y sont généralement généreuses et peuvent dépasser les 100%.

- Les big-pharma signent des partenariats de plus en plus tôt avec les biotechs. C'est une façon pour elles d'externaliser leur R&D (Recherche et Développement) et donc d'en réduire les coûts.

- Plus généralement, le vieillissement de la population à travers le monde et les populations des pays émergents qui vont accéder de plus en plus à des soins médicaux, devraient contribuer au décollage de ce secteur.

## **2. Le processus de développement :**

Le développement d'une molécule issue de la biotechnologie est un processus long et coûteux: il dure entre 12 et 15 ans. Le coût moyen de développement d'une molécule est estimé entre 400 Millions d'Euros et 1.5 Milliard d'euros. On estime qu'une seule molécule sur 10 000 arrivera à passer tous les stades jusqu'à la commercialisation.

Le développement d'un médicament comporte deux volets principaux, les études pré-cliniques et les essais cliniques.

### Etudes pré-cliniques :

Cette étape comprend l'identification de nouvelles cibles (comme une cellule cancéreuse par exemple), le développement de la molécule-candidat, son effet sur les cellules et sur l'animal et différents tests concernant son efficacité, son métabolisme et sa distribution dans l'organisme. A l'issue de tous ces tests qui durent généralement 5-6 ans, des premiers dosages sont établis mais seront utilisés plus tard lors des essais cliniques.

Si une molécule réussit à passer toutes les étapes pré-cliniques, quatre phases cliniques vont alors permettre de prouver son innocuité et son efficacité chez l'homme.

### Etudes cliniques :

Phase I : Cette étape, réalisée sur des groupes de personnes saines (20 à 100 personnes), permet de prouver la sécurité de l'emploi de cette molécule sur l'homme.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Phase II : Cette étape, réalisée sur de petits groupes de malades (de taille supérieure à 100 malades), permet de déterminer si des effets secondaires apparaissent et d'ajuster au mieux la dose à prescrire, en fonction des réponses des différents patients. Cette phase est subdivisée :

- phase IIa, réalisée sur des groupes de 100 à 200 malades, est concentrée sur l'efficacité de la molécule.
- phase IIb, réalisée sur des groupes de 100 à plus de 300 malades, concerne davantage les doses administrées aux patients.

La phase III porte sur des groupes de plus grande taille, dépassant souvent le millier de patients à qui l'on prescrit la molécule en question ou un placebo. Les résultats obtenus sont ensuite comparés aux données cliniques de traitements déjà existants. Cette phase permet de confirmer l'efficacité du médicament.

La phase IV se déroule après l'autorisation de mise sur le marché, de commercialisation (après l'approbation de la FDA pour le marché américain ou de l'EMA pour le marché européen) de la molécule. Cette étape consiste à répertorier d'éventuels effets secondaires apparus plus tard dans la prise du médicament.

La FDA (Food and Drug Administration) et l'EMA (European Medicines Agency) sont les organismes responsables de la pharmacovigilance, respectivement aux Etats-Unis et en Europe. Ce sont ces deux administrations qui étudient, contrôlent et réglementent les médicaments depuis le développement et ce, jusqu'à la commercialisation.

D'après la FDA, sur 100 molécules qui ont terminé les essais en phase préclinique (aux US) :

- environ 70 termineront la phase 1 avec succès et passeront à la phase 2.

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

- environ 33 (sur les 100 à l'origine) achèveront la phase 2 et passeront à la phase 3.
- environ 25 termineront la phase 3 et, en moyenne, 20 sur les 100 médicaments d'origine, seront finalement approuvés pour la commercialisation. La FDA, étant de plus en plus préoccupée par la sécurité, je pense qu'on peut même réduire à 15% le taux de réussite d'une molécule qui a clôturé avec succès sa phase préclinique.

### 3. Les biotechs et la bourse :

Vous l'aurez sans doute compris : plus encore que dans d'autres secteurs, l'investissement dans la biotechnologie constitue un véritable pari. Il se passe en effet plusieurs années entre le moment où elles sont créées et celui où elles réalisent un véritable chiffre d'affaires, ou celui où des données cliniques publiées sont probantes... Ceci explique que le secteur est certainement l'un des plus risqués mais où certaines valeurs recèlent d'un potentiel d'appréciation gigantesque.

En France, on compte une petite dizaine de sociétés cotées : *Transgène*, *Nicox*, *Exxonit*, *Innate Pharma* ou *AB Sciences* pour les plus connues. Au Etats-Unis, le marché est beaucoup plus mature, avec ses 370 sociétés cotées ! 18 des 20 plus grandes biotechs sont américaines. Les small-biotechs US sont généralement largement moins valorisés qu'en Europe, alors que leurs pipelines sont plus riches et diversifiés.

#### Un secteur risqué

Depuis des années, le secteur des biotechnologies fait beaucoup rêver avec des cours pouvant prendre plus de 100% en une seule séance. On parle

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

souvent de potentiel haussier, d'explosion du cours, etc.... Il ne faut surtout pas oublier que les déconvenues y sont aussi les plus nombreuses.

Les années 2007 et 2008 ont été des années difficiles pour le secteur car l'accès au financement était devenu difficile à cause de la crise. Les investisseurs, aversion au risque oblige, ont vendu tous leurs titres biotechs, sans discernement. Le secteur a donc sous performé le marché en 2007 et 2008, avant d'effectuer un rattrapage spectaculaire l'année suivante.

Cela n'a malheureusement pas empêché qu'une trentaine de sociétés de biotechnologies cotées telles que *Middlebrook Pharma*, *Biovest International*, *Vion Pharma*, etc ... fassent faillite en 2009, faute de liquidités.

### Un secteur volatil

Le secteur des biotechnologies est certainement le secteur le plus volatil de la cote.

Cette volatilité est sans commune mesure avec celle qu'on connaît sur le marché français. Elle est d'autant plus importante que des ventes à découvert sont possibles sur certaines biotechs US (contrairement à la France), accentuant davantage les mouvements irascibles ! Il n'est pas rare de voir des sociétés prendre 500 - 600% ou perdre 80% en séance.

Avec les biotechs, tout est possible, le meilleur comme le pire, la preuve avec les deux tableaux ci-dessous :

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

### Exemples de hausses spectaculaires :

Valeurs US	Performance	Période
<i>Cell Therapeutics - CTIC</i>	0.08\$ -> 2.23\$ soit une hausse de 2685 % en l'espace de 5 mois	01/2009 => 06/2009
<i>Keryx Biopharmaceuticals - KERX</i>	0.12\$ -> 6.5\$ soit une hausse de 5300% en 14 mois	03/2008 => 05/2010
<i>Dynavax - DVAX</i>	0.26\$ -> 2.5\$ soit une hausse de 860% en moins de 2 jours de cotation !	Décembre 2008

### Exemples de baisses spectaculaires :

Quand les biotechs ne font pas faillite, elles peuvent aussi fortement baisser, suite à des déconvenues concernant des résultats cliniques mauvais ou suite à l'abandon d'une molécule.

Valeurs US	Performance	Période
<i>Enteromedics Inc – ETRM</i>	10 \$ > 0.32\$ soit une baisse de 97%	01/2008 -> 07/2010

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

<i>Gemec – GNVC</i>	3 \$ > 0.4 \$ soit une baisse de 87% en 2 mois !	03/2010 → 05/2010
---------------------	--	-------------------

Avant de penser au potentiel haussier d'un titre, il ne faut pas perdre de vue que ce secteur est très risqué. Vous pourrez cependant éviter quelques déconvenues en suivant rigoureusement quelques règles d'investissement.

En effet, certains éléments sont impérativement à prendre en compte avant d'acheter une biotech, je pense notamment à :

- la capitalisation boursière
- la structure financière (notamment le cash)
- le pipeline
- les partenariats

### La capitalisation boursière

Comme l'évoque son titre, cet ouvrage ne traite que des small-caps. Plus que dans tout autre secteur, on ne doit pas acheter des biotechs qui capitalisent plus de 300 millions d'euros. En effet, il est plus facile d'évaluer une société qui possède quelques molécules dans son pipeline, qu'une société qui a déjà commercialisé plusieurs médicaments et qui possède un pipeline énorme. De plus, je trouve les bilans financiers des petites biotechs plus facilement compréhensibles que ceux des sociétés de plus grande taille.

Le pipeline (ou « pipe »):

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Le « pipe » est le portefeuille de molécules en cours de développement, que l'on peut facilement consulter sur les sites internet des sociétés.

Un beau pipeline est caractérisé par:

- une diversification de ses molécules
- des tailles des marchés visés importantes (idéalement avec un potentiel de CA supérieur à 1 Milliard d'euros).

Plus une société dispose de molécules en développement, mieux c'est. Cela permet de diminuer le risque, si la société échoue dans le développement de l'une de ses molécules ou vient à l'abandonner.

Plus le pipeline est constitué de molécules avancées (en phase II et III), plus la société est prometteuse et plus la société doit être valorisée. Cela signifie que les médicaments ont déjà franchi des étapes importantes dans leur processus de développement. Evidemment, le marché prête plus d'attention aux résultats cliniques d'une molécule en phase III qu'une molécule en phase II.

Lorsqu'une molécule a atteint le stade III, cela signifie déjà qu'elle a une certaine efficacité et qu'elle est proche de la commercialisation. Logiquement, une molécule de phase III doit être davantage valorisée que cette même molécule en phase II.

Les parts des marchés visées par les molécules-candidats sont un facteur primordial pour la valorisation d'une société :

En effet, une molécule « X » en phase III dont le potentiel de CA est évalué à 1 Milliard d'euros en 2014, aura beaucoup plus de valeur que la molécule « Y » en phase III dont le potentiel est évalué à 200 millions d'euros maximum la même année. Cette différence de chiffres d'affaires prévisionnels a forcément des répercussions sur les cours de bourse et donc sur les valorisations boursières.

Comment évaluer ces futures parts de marché, pour un petit boursicoteur lambda ? Je conçois que ce soit un exercice difficile, même pour les

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

spécialistes du secteur. Il n'est d'ailleurs pas rare que les projections de CA des sociétés, soient bien différentes de celles des analystes financiers.

Pour se faire une idée, il faut se documenter par soi-même, en consultant les sites internet des sociétés ou des sites spécialisés (comme [seekingalpha.com/sector/biotech](http://seekingalpha.com/sector/biotech) ou [www.fiercebiotech.com](http://www.fiercebiotech.com) par exemple).

Personnellement, je privilégie les sociétés qui possèdent des molécules qui sont à des stades avancés de leur développement. La taille des marchés visés par les sociétés elles-mêmes, peut nous donner un petit aperçu sur le potentiel d'un médicament, en terme de CA. Il faut cependant prendre leurs prévisions avec beaucoup de précaution et ne pas se laisser amadouer par certains excès d'optimisme. Les études des analystes ou des articles publiés dans des revues scientifiques jouent aussi un rôle important.

Plus les molécules visent des marchés importants, plus le pipeline doit être valorisé et plus le potentiel d'appréciation du cours de bourse est conséquent.

Il arrive souvent qu'une molécule soit testée pour plusieurs indications. Actuellement, *YMI Biosciences*, une biotech canadienne, teste sa molécule phare, le *Nimotuzumab*, pour 12 indications différentes (cancer du cerveau, du colon, du pancréas, du poumon, etc...), soit 3 tests cliniques de phase III et 9 tests de phase II. Ce facteur est bien évidemment à considérer dans l'évaluation d'un pipeline.

J'évite les sociétés dont le pipeline repose principalement sur une molécule, dédiée à une seule indication, même si la molécule paraît prometteuse : un échec durant les études cliniques et c'est le pipeline de la société qui est réduit à néant ! Pour limiter les risques, je préfère les sociétés qui possèdent plusieurs molécules. Cela diminue certes le risque en cas d'échec lors des tests cliniques mais sans jamais vraiment l'éclipser !

La structure financière (et notamment la situation du cash net) :

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Les données financières sont régulièrement mises à jour dans les rapports trimestriels (rapport *Form 10-q* aux US). Il est donc très facile de suivre l'évolution du cash (ou trésorerie nette), qui représente le nerf de guerre pour une biotech. Le développement de molécules nécessite de lourds investissements, donc une grosse consommation de trésorerie.

J'estime que le cash d'une biotech doit être suffisant pour assurer au moins un an de recherche. Acheter une société qui ne possède pas le cash suffisant pour assurer ces développements futurs, c'est s'exposer :

- soit à une augmentation de capital qui se fait généralement à un cours plus bas que le dernier coté et qui fait donc chuter le cours, sans parler de la dilution à venir ...
- soit à une faillite.

Restez à l'écart, cher lecteur, des sociétés qui possèdent peu de cash car la situation financière de la société pourrait devenir rapidement très préoccupante!

Aux Etats-Unis, il n'est pas rare de voir des biotechs dont la trésorerie dépasse la Capitalisation Boursière. Des titres comme *Insméd Inc.* (CB : 94 M\$; cash net : 125 M\$) ou *Myrexix* (CB : 92 M\$; cash net : 150 M\$), en sont de bons exemples et ce ne sont pas les seuls, il suffit de chercher ! Même en considérant que ce cash va être amené à diminuer, ce genre de valorisation me semble bien exagéré.

Pour l'anecdote, je suis actuellement positionné sur ces valeurs, le risque me paraissant bien faible. Lorsque cet ouvrage sera publié, vous pourrez constater ma performance (positive ou négative) sur ces 2 titres. Le jour où *Myrexix Inc.* fera l'acquisition d'une société prometteuse, grâce à son cash, le marché applaudira et le cours de bourse explosera

C'est d'ailleurs grâce à ce fameux critère de cash, que je suis passé à l'achat sur la biotech US *Coley Pharma* en juillet 2007. Le cours de cette société a complètement dévissé après que son partenaire de l'époque, *Pfizer*, ait

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

décidé d'abandonner les essais peu concluants sur une molécule prometteuse développée par *Coley*. Le cours était passé de 8\$ à moins de 3\$ en une séance, après un plus-haut, l'année précédente à ... 15\$ !

Malgré un pipeline prometteur, *Coley Pharma* ne capitalisait plus que sa trésorerie ce qui se traduisait d'après moi, comme une aberration boursière, puisque sa valorisation en bourse ne prenait plus en compte le pipeline de l'époque. Je procédais donc à un achat à un cours de 2.9\$, en me disant qu'à ce prix, je ne prenais pas beaucoup de risques. Quelques mois plus tard, à la mi-novembre, *Pfizer* faisait une offre à 8\$ sur *Coley*... soit un prix supérieur de 170% par rapport à mon cours d'achat ! Ce fut mon premier gros coup dans les biotechs US et pas le dernier ...

Le cash est un élément primordial mais la dette ne doit pas être oubliée. J'évite d'investir dans les biotechs possédant une dette trop importante. Je deviens moins exigeant, si en parallèle, le cash est abondant et qu'il permet d'assurer au minimum 2 ans de recherche.

Sur le plan financier, vous remarquerez que je ne m'intéresse qu'au cash et aux dettes, les bénéfiques (rares pour ce genre de sociétés) et les ratios comme les PER, VE/ROP n'ont aucun sens, la majorité des small-biotechs, étant déficitaires. Les biotechs les plus prometteuses sont rachetées bien avant qu'elles dégagent leurs premiers bénéfiques. Certaines parviennent cependant, à avoir des revenus mais qui restent de toute façon insuffisants face aux frais de recherche récurrents.

J'estime que la Valeur d'Entreprise d'une biotech ne doit pas excéder une année de Chiffre d'Affaires à venir pour la molécule-candidat en phase III, surtout lorsque cette dernière n'a pas encore reçu l'aval de commercialisation de la part de la FDA. Pour quelles raisons ?

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Je me suis référé aux sociétés de biotechnologies de plus grosse taille (dont la CB > 2 Milliards d'euros) et qui commercialisent des médicaments. Leurs ratios de VE / CA avoisinent en moyenne les 2 ou 3.

Je préfère m'assurer une marge de manœuvre, en considérant que la biotech que j'achète, n'a pas un ratio (VE) / (CA à venir) supérieur à 1. En effet, je considère qu'une petite biotech en devenir, doit être moins bien valorisée qu'une biotech plus mature, qui réalise un CA de 500 millions de dollars et qui commercialise déjà un ou plusieurs médicaments.

### Le partenariat :

Pour assurer leur développement, nos petites biotech ont besoin d'avoir des partenariats. Elles vendent en quelque sorte les droits de leur molécule-candidat à de grands laboratoires pharmaceutiques, en échange :

- d'un premier paiement (appelé « upfront ») lors de la signature, accompagné souvent de paiements d'étapes (appelés « milestone ») si la molécule atteint certains objectifs lors des études cliniques.
- de royalties si la molécule est commercialisée.

La signature d'un partenariat, hormis l'apport de liquidités, permet de valider l'efficacité d'une molécule et globalement la technologie de la société, ce qui est très encourageant.

Je n'investis jamais sur des sociétés qui n'ont eu aucun partenariat probant durant les deux dernières années.

### Le management :

Un management qui a déjà fait ses preuves est un sérieux atout et amène un certain gage de sécurité. Grâce à son « pipe », *Raptor Pharma*, petite biotech

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

US est sur ce point très intéressante car ses fondateurs ont brillamment fait leurs classes chez *Biomarin* (dont la CB est maintenant supérieure à 2 milliards de \$).

### Présentations de quelques biotechs françaises et américaines :

Société	CB en millions d'euros au 19/08/2010	Cash en millions d'euros au 30/07/2010	CB / Cash (% de la part de cash par rapport à la CB <sup>*1</sup> )	Nombre de mois de cash <sup>*2</sup>	Pipeline
<i>Hybrigenics</i> - <i>ALHYG</i>	22	3	7.3 (13 %)	8-10	1 molécule en phase II
<i>Nicox</i> - <i>COX</i>	190	128	1.5 (67 %)	24	1 molécule en phase III <sup>*3</sup> 1 molécule en phase II 1 molécule en phase I
<i>Genfit</i> - <i>ALGFT</i>	67	18	3.7 (27 %)	18	1 molécule en phase II 2 molécules en phase I

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

<i>Adeona - AEN</i>	Biotechs US	14	3	4.7 (21 %)	10	3 molécules en phase III
<i>Myrexis - MYRX</i>		72	118	0.6 (164 %)	> 24	1 molécule en phase II 1 molécule en phase I
<i>AEterna Zentaris - AEZS</i>		69	37	2 (54%)	24	1 produit sur le marché 2 molécules en phase III 1 molécule en phase II 2 molécules en phase I
<i>Exelixis - EXEL</i>		251	308 <sup>*4</sup>	0.85 (82 %)	24	1 molécule en phase III 3 molécules en phase II 8 molécules en phase I

\*1 : Plus le % de la part de cash par rapport à la CB est important, plus la situation financière est solide.

\*2 Nombre de mois de cash : c'est le nombre de mois d'activité que la société peut encore assurer grâce à son cash. Exemple : Si une société possède une trésorerie de 40 Millions et qu'elle dépense (ou « brûle ») 5 millions d'euros par trimestre. J'en déduis qu'elle dépense 20 Millions par an (« cash-burn » en jargon biotech). Elle possède donc 2 années de cash.

\*3 Cette molécule en phase III (le fameux *Naproximod*) a été rejetée par la FDA et sera prochainement soumise à l'EMA. Le potentiel du Chiffre d'Affaires est évalué à 200 millions d'euros en Europe.

\*4 *Exelixis* possède une belle trésorerie pouvant lui assurer 2 ans de développement mais aussi une dette obligataire de 240 Millions de dollars, ce qui fragilise son bilan.

### Interprétations des informations de ce tableau :

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Ce tableau a été réalisé grâce aux données figurant dans les communiqués financiers de chaque société, que l'on trouve facilement sur le portail finance *Google* pour les biotechs US ou tout simplement sur les sites internet des sociétés concernées. Le but de ce tableau est d'effectuer des comparaisons entre les biotechs US et françaises, et de démontrer que les biotechs françaises sont surévaluées par rapport à ses concurrentes américaines. Cela permet aussi de comprendre et de voir les conclusions que je tire de ce tableau. Mon analyse est bien évidemment subjective mais je vous avouerai, qu'à l'heure actuelle, elle m'a plutôt bien réussi.

### Comparaison *Hybrygenics* et d'*Adeona Pharmaceuticals* :

Pipeline : avantage *Adeona* avec 3 molécules en phase III alors que *Hybrygenics* possède une seule molécule en phase II. Si cette molécule échouait lors des tests cliniques, que resterait-il de cette société ?

Situation financière : équivalente

Valorisation Boursière : avantage *Adeona* ... car malgré son pipeline, sa valeur en bourse reste inférieure à celle d'*Hybrygenics* !

Je pense qu'une société comme *Hybrygenics* ne coterait que 0.7-0.8 \$ maximum aux US au lieu des 1.86 € actuels sur le marché français. Cette valorisation resterait supérieure à la trésorerie (0.32\$ / titre) et prendrait en compte la valorisation de leur seule molécule à qui il reste encore beaucoup de chemin à parcourir. J'en vois déjà qui viennent de bondir de leurs sièges mais j'ai bien peur que ce soit malheureusement la vérité. Je vous rassure, cher lecteur, *Hybrygenics* cote sur le marché français et ... heureusement pour elle !

### Comparaison *Genfit* et d'*AEterna Zentaris* :

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Pipeline : avantage incontestable à *AEterna Zentaris* avec 2 molécules en phase III, dont le *Périmfosine* qui est testé pour 2 indications et une molécule en phase II est testée pour 2 cancers différents. Ces molécules visent des marchés de plusieurs milliards de dollars ! En comparaison, le pipeline de *Genfit* est essentiellement concentré sur une seule molécule, certes très prometteuse.

Situation financière : Les deux sociétés ont devant elles plus de 18 mois de trésorerie. Avantage à *AEterna Zentaris* qui possède deux fois plus de trésorerie que *Genfit*, pour une même CB.

Valorisation Boursière : avantage *AEterna Zentaris*

*Genfit et AEterna* ont une CB identique mais pas la même richesse de pipeline. Là encore, la valorisation d'*AEterna Z.* devrait être 3-4 fois supérieure à celle de *Genfit*.

Si *Aeterna Z.* était cotée en France, elle pourrait valoir le double ou le triple, si on se réfère à la valorisation actuelle de *Genfit*.

### Comparaison *Nicox* et d'*Exelixis*:

Pipeline : avantage incontestable à *Exelixis*, et à son « pipe » beaucoup plus diversifié et avancé. Le *Naproxcinod* en phase III n'a pas été approuvé par la FDA, pour une commercialisation et a malheureusement de bonnes chances d'être refusé par l'EMA. Si cela s'avérait, il ne resterait plus grand-chose dans le pipeline de *Nicox*.

Situation financière : avantage à *Nicox*.

Le cash de *Nicox* couvre plus de la moitié de sa CB. De son côté, *Exelixis* a une trésorerie qui pourra subvenir à ses dépenses durant deux ans. Sa dette de 240 millions d'euros, sous forme d'emprunts obligataires, fragilise à moyen terme sa structure financière.

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

### Valorisation Boursière : Avantage *Exelixis*

Le pipeline d'*Exelixis* est exceptionnellement riche par rapport à la valorisation de la société. Plusieurs de ces molécules en phase II ou III présentent des potentiels de blockbusters ! La situation de *Nicox* est beaucoup moins enviable car son pipeline repose principalement sur un seul produit. Après ces derniers échecs (notamment aux Etats-Unis), je pense que sa valorisation de *Nicox* ne doit pas dépasser le niveau de son cash.

Quant à *Myrexis*, elle se distingue par une Capitalisation Boursière inférieure à sa trésorerie. Pour l'anecdote, il faudrait que le cours de *Myrexis* augmente de 64% pour que la CB couvre au moins toute sa trésorerie !

Cela signifie que les molécules de son pipeline ne valent, boursièrement parlant, rien du tout. Une telle décote par rapport à sa trésorerie me paraît complètement invraisemblable. Je trouve le marché bien sévère avec cette société.

Sur le marché des biotechs françaises, une telle situation n'est jamais arrivée. Tout au mieux, *Nicox* capitalisait en 2003 son niveau de trésorerie après sa dégringolade de 82% en séance, mais le cours a repris des couleurs les semaines qui ont suivi.

Ces comparaisons mettent clairement en évidence qu'à équivalence de Capitalisation Boursière, les biotechs US offrent des pipelines plus diversifiés, avec des molécules plus avancées dans leur développement.

On peut en conclure que les biotechs françaises sont sur-évaluées par rapport aux biotechs américaines ... à moins que ce soit les américaines qui soient sous-évaluées ! Aux Etats-Unis, une société valorisée à moins de 100 millions de dollars, avec un pipeline prometteur et diversifié, et un an de cash, ça existe ; en France, malheureusement pas.

Comment expliquer ce phénomène ? Je pense que l'effet rareté en France joue un rôle. Aux Etats-Unis, le nombre de biotechs est si important que

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

certaines finissent par être oubliées par les investisseurs. Pour éviter cela, les sociétés ne doivent pas négliger la communauté financière ou être avares de news concernant les avancées dans leurs travaux.

J'espère que cette présentation du secteur et de ses règles d'investissement vous auront éclairé. Si vous suivez ces conseils, vous mettrez tous les atouts de votre côté pour réussir dans ce secteur.

Cela peut sembler un peu compliqué car il y a un certain nombre d'éléments à prendre en compte, avant d'acheter une biotech. Mais avec un peu d'expérience, cet exercice ne vous prendra que quelques minutes.

Une des clés du succès dans les biotechs est aussi la diversification. Il est préférable, par exemple, d'avoir 5 lignes de 1 000 euros qu'une seule ligne de 5 000 euros. C'est une remarque que l'on peut évidemment appliquer à une gestion classique de portefeuille mais qui se vérifie d'autant plus quand on décide d'investir dans ce secteur. La multiplication des lignes permet de diminuer le risque.

Il ne faut jamais perdre de vue que le secteur des biotechs est un secteur spéculatif, qui peut doper les performances de votre portefeuille ou le plomber ! C'est pour cette raison, que je conseillerai de ne pas investir, plus de 10 % de son portefeuille sur se secteur.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Les Holdings (sociétés à capital d'investissement)

Les holdings sont des sociétés qui investissent dans des sociétés cotées ou non. Pour prendre des participations dans le capital de ces sociétés, elles ont recours à l'endettement via des montages financiers complexes, voire très sophistiqués. Elles soutiennent les sociétés de leur portefeuille, dans leur développement :

- en ouvrant par exemple des filiales à l'étranger
- en menant à bien des acquisitions de petite taille
- en apportant leur expérience

C'est toute cette valeur ajoutée qui va aider les sociétés du portefeuille de la holding, à prendre des parts de marché, se développer, devenir de plus en plus internationales, améliorer leur rentabilité... pour au final accroître leur valeur et donc l'ANR ... !

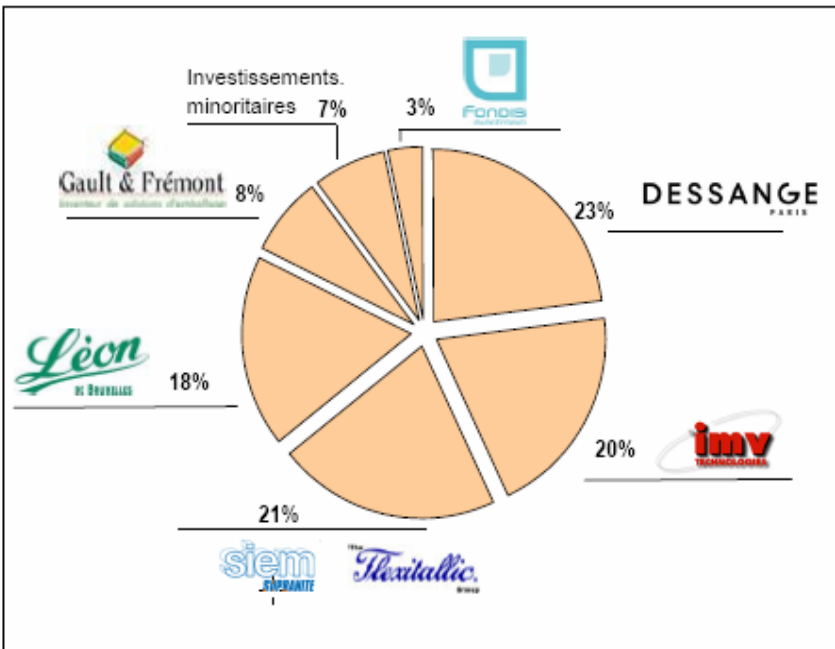
L'ANR (ou Actif Net Réévalué) est l'indicateur le plus pertinent pour mesurer la valeur des actifs d'un holding. Je ne m'occupe pas des autres ratios, hormis l'endettement par rapport aux fonds propres. Si ce dernier

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

est supérieur à 100%, je suis à l'écart de la valeur. Les RN et ROP ont, quant à eux, un impact direct sur l'évolution de l'ANR de la holding. Je les néglige donc au profit de l'ANR.

Les small-caps holding les plus connus du secteur, sont les sociétés, *Altamir Amboise, OFI Private Equity Capital, Turenne Investissement, Salvepar, Lebon, Assya Capital, Idi*, etc...

Exemple d'un portefeuille d'une Société de Capital Investissement, OFI Private Equity Capital, constitué de participations non cotées (au 31/12/2009) :



Source : rapport de la société

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Le portefeuille est diversifié, avec des participations majoritaires dans la restauration (*Léon de Bruxelles*), les salons de coiffure (*Dessange International*), la biotechnologie (*IMV Technologies*), l'emballage pour la boulangerie (*Gault & Frémont*), etc...

Vous pouvez remarquer que ce portefeuille est investi uniquement dans des sociétés non cotées, ce qui n'est évidemment pas toujours le cas. Ainsi *Altamir Amboise*, société du même secteur, possède des participations dans *Séchilienne* par exemple, mais aussi dans des sociétés non cotées.

Historiquement, le cours d'un holding doit afficher une décote de 20% par rapport à son ANR, qui s'explique par l'hétérogénéité des participations ou des métiers exercés. Cela revient à considérer que la valorisation boursière de la holding doit être inférieure à l'ensemble de ses participations.

Il peut aussi arriver parfois que des holdings cotent au-dessus de l'ANR. Cela signifie que le marché anticipe une progression des valeurs du portefeuille. Pourquoi pas ! De mon côté, je ne trouve aucun intérêt à rentrer sur un titre du secteur qui présente une surcote car j'estime que le potentiel de hausse est épuisé. Sur ces niveaux, je considère que la valeur a de plus grandes chances de baisser que de monter. Je serai donc clairement à l'écart de la valeur.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Ci-dessous, un exemple d'un tableau comparatif entre plusieurs petites holdings françaises du marché parisien (prévisions 2010):

Société	Cours (en euros au 31/08/20 10)	CB (en millions d'euros)	ANR (en euros / action au 31/08/2010 )	ANR de sécurité (en euros / action) tenant compte des « décotes de holding et de fixing »	Décote actuelle (en %) calculée par rapport à l'ANR de sécurité
<i>Altamir</i>	5.47	200	11.15	8.9	38.5
<i>OFI Private Equity Capital</i>	7.36	77.5	14.09	11.3	35
<i>Lebon</i>	80.11	97	158.2	95	15.5
<i>Turenne Investissement</i>	4.52	21	7.37	5.9	23.5

Les ANR ont été repris dans les communiqués financiers publiés par les sociétés.

J'ai introduit la notion d'ANR de sécurité, qui tient compte de la décote historique de 20% et du type de cotation. On peut imaginer que cet ANR de sécurité pourrait correspondre à un véritable objectif de cours.

### Interprétation des données de ce tableau :

Pour la société *Lebon* cotant au fixing, c'est-à-dire une ou deux fois par jour, je considère que cette décote doit être supérieure à 20% et atteindre 40%. Cela peut paraître sévère mais ce système de cotation présente de gros handicaps, notamment en terme de liquidité : nous ne pouvons pas vendre

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

ou acheter exactement au moment souhaité et surtout, il n'y a pas toujours d'acheteurs ou de vendeurs en face, dans le carnet d'ordre.

Par cette décote majorée, je m'assure une marge de sécurité par rapport à la valorisation d'une société.

Le calcul de la décote actuelle me donne d'excellentes indications sur la holding la moins valorisée du tableau. Plus la décote actuelle est importante, plus le titre est sous-valorisé et plus le potentiel haussier est important.

Avant de passer à l'achat sur une valeur, je m'assure que son potentiel d'appréciation est suffisamment élevé. Par exemple, concernant le titre *Lebon*, le calcul de la décote me donne un potentiel de hausse de 20% maximum ce qui me paraît bien insuffisant. Je serai donc à l'écart du titre.

*Altamir* et *OFI Private Equity Capital* présentent les plus fortes décotes par rapport à l'ANR de sécurité calculé, mettant en avant une sous-valorisation manifeste. Elles présentent des potentiels de hausse de plus de 60%. Elles sont clairement à des cours d'achat. *Turenne* présente un potentiel moins important.

### Remarques :

Il est important d'ajouter que la décote liée au fixing doit être effective pour tous les secteurs. A égalité de performance financière, la société cotant au fixing devra toujours présenter une décote par rapport à son concurrent cotant en continu. Dans le cas contraire, il faudra considérer que le titre cotant au fixing est tout simplement survalorisé.

Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Les Industrielles

Sous le terme d'industrielles, j'ai regroupé toutes les sociétés qui exerçaient une activité dans les secteurs :

- des équipements automobiles (*Montupet, Bélier, Plastivaloire, Gévelot, Delfingen, etc...*)
- dans l'outillage industriel (*IMS, Exel Industries, Trilogiq, Cybernetix, Signaux Girod, Sam, etc ...*)
- de la chimie (*Pcas, Encres Dubuit, Robertet*)
- de l'aéronautique (*Geci International, Aviation Latécoere, Lisi, ...*)
- de l'équipement électronique (*GEA, Precia, Lacroix, Somfy, Aures Technologie, Store Electronic, Gerard Perrier Industrie...*)
- dans les métaux (*Recyclex*)
- des biens d'équipements (*PSB Industries*)

Les valeurs industrielles sont des valeurs dites cycliques, c'est-à-dire que leurs performances et leurs résultats suivent ceux de l'économie. Les cours sont élevés quand l'économie est florissante mais baissent en période de récession.

A partir de la fin de l'année 2008, le secteur a rencontré de graves difficultés. Certaines usines ont quasiment cessé de produire pendant

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

plusieurs mois afin de résorber tous les stocks accumulés au cours des mois précédents. Les Chiffres d'Affaires se sont écroulés, les sociétés ont vu leurs bénéfices chuter et nombreuses sont les sociétés à avoir réalisé des pertes financières. Elles se sont depuis restructurées afin de se préparer à un redémarrage de l'économie.

Historiquement, les valorisations du secteur industriel sont les plus faibles de la cote française. Les PER moyens sont généralement inférieurs à 10 et les ratios de VE/ROP inférieurs à 8. Pour ce secteur, je prête plus d'attention aux capitaux propres, notamment aux éventuelles décotes par rapport à ces derniers.

Les sociétés industrielles ont souvent des dettes car leur activité demande régulièrement des investissements. Il faut veiller à ce que cette dette n'atteigne pas des niveaux insupportables pour la société. Personnellement, je ne m'intéresse pas aux sociétés dont le montant de la dette dépasse le montant des fonds propres.

Ci-dessous, un exemple d'un tableau comparatif entre plusieurs sociétés industrielles cotées sur le marché parisien (prévisions 2010)

Société	Cours au 13/09/2010 (en euros)	CB (millions d'euros)	CA 2010 (p) (millions d'euros)	Capitaux Propres	Price - book (CB/CP)	VE / ROP	PER
<i>Aures Technologies</i> *1	24.1	24.1	30	5	4.8	10.5	8.9
<i>Bélior</i> *2	6.31	41.5	190	25	1.8	8	4.8
<i>Gévelot</i> *3	33	31.5	195	126	0.25	2.5	4
<i>Haulotte</i> *4	7.57	236	240	210	1.1	NS	NS

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

<i>Heurtey Petrochem</i> *5	22.84	75	225	31	2.4	10	18.6
--------------------------------	-------	----	-----	----	-----	----	------

Pour compléter ce tableau, j'ai sélectionné des sociétés représentatives du secteur. J'ai ensuite effectué des prévisions prudentes pour l'exercice 2010, à partir des résultats semestriels. Pour le calcul de certains ratios, je me suis appuyé sur le bilan comptable (Capitaux Propres, Trésorerie, dettes) de chaque société.

\*1 Chiffres de l'exercice 2010 de *Aures* (secteur de l'Équipementier électronique) :  
CA 2010 (p) : 30 Millions d'euros  
ROP 2010 (p) : 3.6 Millions d'euros  
RN 2010 (p) : 2.7 Millions d'euros

\*2 Chiffres de l'exercice 2010 de *Belier* (secteur des pièces détachées d'automobile) :  
CA 2010 (p) : 190 Millions d'euros  
ROP 2010 (p) : 10 Millions d'euros  
RN 2010 (p) : 8.7 Millions d'euros

\*3 Chiffres de l'exercice 2010 de *Gévelot* (secteur des pièces détachées d'automobile) :  
CA 2010 (p) : 195 Millions d'euros  
ROP 2010 (p) : 14 Millions d'euros  
RN 2010 (p) : 8 Millions d'euros

\*4 Chiffres de l'exercice 2010 de *Haulotte* (secteur des nacelles élévatrices) :  
CA 2010 (p) : 240 Millions d'euros  
ROP 2010 (p) : - 28 Millions d'euros  
RN 2010 (p) : - 30 Millions d'euros  
Les RN, ROP étant négatifs, les PER et VE/ROP sont dits non significatifs (NS)

\*5 Chiffres de l'exercice 2010 de *Heurtey Petrochem* (secteur de l'équipement pétrolier)  
CA 2010 (p) : 225 Millions d'euros  
ROP 2010 (p) : 9 Millions d'euros  
RN 2010 (p) : 4 Millions d'euros

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

### Interprétation des données de ce tableau :

J'ai voulu mettre en évidence, par le choix de ces sociétés, que les valeurs industrielles affichent des bilans et des résultats assez hétérogènes.

Suite à la crise financière, certaines sociétés ont réussi leur restructuration avec succès en redressant leurs résultats, tandis que d'autres continuent de rencontrer des difficultés. Je pense notamment à *Hanlotte*, qui n'a plus été bénéficiaire depuis 2008 et qui effectuera encore de lourdes pertes en 2010. Cette société ne voit toujours pas le bout du tunnel, avec de grosses pertes à venir pour 2010 et une année 2011 incertaine. Il n'y a donc, à l'heure actuelle, aucune raison d'acheter ce genre de société.

Comme toutes les industrielles, *Gévelot* a souffert en 2009, ce qui s'est traduit par une baisse de son CA de 20% et une perte nette de 1.7 Millions d'euros. Cependant, en analysant son fondamental à l'époque, on pouvait se rendre compte que le marché était allé un peu vite en besogne, en massacrant le cours de *Gévelot*. En effet, son bilan comptable demeurait solide, avec des Capitaux Propres de plus de 126 Millions d'euros et un faible endettement ; la valorisation de *Gévelot* ne représentait plus que 20 millions d'euros. La décote par rapport aux fonds propres atteignait 85%, ce qui me paraissait bien excessif. Par excès de pessimisme, le marché était allé trop loin et avait anticipé le pire. Contrairement à l'exemple de *Setforge*, la recovery était beaucoup plus probable. En effet, *Gévelot* avait su démontrer par le passé sa bonne gestion avec des résultats toujours bénéficiaires. Durant la crise, elle a même maintenu un copieux dividende alors que les autres sociétés du même secteur n'en avaient pas les moyens.

Si je la compare à *Bélier*, *Gévelot* reste moins cher, en terme de PER et surtout de VE/ROP. Etouffée par sa dette, l'augmentation de capital a donné un peu d'air à *Bélier*. Elle est sur la belle voie du redressement.

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Les deux seuls handicaps boursiers chez *Gévelot* sont le type de cotation (au fixing) et la liquidité du titre.

Concernant la société *Heurtey Petrochem*, les ratios sont assez élevés ; le PER de 18 et le niveau de VE/ROP ne prônent pas pour un achat. *Heurtey Petrochem* possède cependant une belle visibilité pour les semestres à venir car son carnet de commandes est bien garni.

Aurès technologies est le bon élève du secteur mais elle me paraît à son prix bien qu'elle ait traversé très facilement les turbulences de ces dernières années.

Les critères que j'ai privilégiés, sont principalement:

- comme d'habitude, un bilan comptable solide (avec si possible une grosse décote par rapport aux fonds propres ou un endettement faible)
- une VE/CA et un PER les plus faibles possibles
- un potentiel de recovery
- un « passé financier » avec des résultats bénéficiaires.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Les autres secteurs

D'autres secteurs auraient pu être traités dans cet ouvrage mais je n'ai pas voulu rendre l'exercice rébarbatif. Je pense notamment aux secteurs :

- des foncières
- de l'environnement (activité de recyclage, traitement des déchets)
- des jeux vidéo et l'électronique grand public
- du prêt-à-porter

Si vous commencez à acquérir certains « réflexes de fondamental », l'étude et les comparaisons des valeurs au sein d'un secteur quel qu'il soit, ne devraient plus vous poser de problème. L'approche et les comparaisons de ratios sont souvent identiques.

Il faut privilégier les sociétés pleines de cash et éviter celles qui sont fortement endettées. D'une façon générale, je n'apprécie guère les sociétés qui n'ont jamais été rentables, malgré les promesses répétées des dirigeants. Je me méfie des secteurs liés à la production d'énergie où les niveaux de croissance sont importants mais où les bénéfices sont toujours remis aux calendes grecques.

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

Ci-dessous, un tableau présentant les critères d'autres secteurs que j'étudie en priorité, afin d'évaluer une société ou de comparer les sociétés entre elles :

Secteurs	Critères à privilégier (par ordre d'importance)
Foncières *1	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Endettement (qui ne doit pas être trop important)</li><li>2. La décote par rapport à l'ANR (plus cette décote est importante, mieux c'est)</li><li>3. Evolution de l'ANR (Il est impératif que ce dernier soit orienté à la hausse)</li></ol> -
Electronique grand public, Jeux vidéos, loisirs, jouets *2	<ol style="list-style-type: none"><li>1. La trésorerie nette</li><li>2. Les VE/ROP et PER</li><li>3. La croissance</li></ol>
Prêt-à-porter *3	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Les VE/ROP et PER</li><li>2. La Décote par rapport aux Capitaux Propres</li></ol>

\*1 Une foncière est une entreprise dont le métier est de détenir un parc immobilier dans le but de le louer. Le chiffre d'affaires (CA) est représenté par des loyers et non, par des produits vendus. Elles sont souvent endettées car leur métier est d'investir dans l'immobilier.

Durant la crise des subprimes, les valeurs du secteur se sont littéralement écroulées. Un titre comme *Tour Eiffel*, a même présenté au plus bas, en février 2009, une décote sur son ANR de plus de 80% (cours de 13€ pour un ANR de 70€ par titre) ; de plus elle offrait l'un des rendements les plus généreux de la cote parisienne (plus de 10%), du jamais vu ! Un tel niveau

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

de décote permettait assurément d'encaisser un repli sévère des prix de l'immobilier.

Pour comparer les sociétés entre elles, vous pouvez vous appuyer sur le chapitre consacré aux holdings. Vous devrez prendre garde à ce que l'endettement des foncières ne soit pas trop important.

<sup>\*2</sup> Pour le secteur des jeux vidéos et de l'électronique grand public, il est préférable de sélectionner une société avec une situation financière saine, bénéficiaire et qui affiche une croissance de son Chiffre d'Affaires. Ces deux secteurs se doivent d'être dynamiques ce qui permet de démontrer que les nouveaux produits sont demandés et de bonne qualité. Je ne serai pas séduit par une société de ce secteur dont le CA ne cesse de chuter.

<sup>\*3</sup> Pour le secteur de l'habillement, je m'appuie sur les mêmes ratios que pour le secteur industriel, PER, VE/ROP et je regarde s'il existe une forte décote par rapport aux fonds propres, ce qui est plutôt courant dans ce secteur.

## A vous de jouer !

Vous possédez à présent, cher lecteur, toutes les armes pour valoriser une small-cap, détecter la société la moins chère de son secteur afin de surperformer le marché. Grâce à cet ouvrage, vous allez certainement aborder la bourse d'une autre manière. Vous comprendrez davantage de choses, comme savoir expliquer par exemple, les comportements de certains titres suite à la publication de leurs résultats.

Il peut cependant arriver qu'une small-cap sous-évaluée le reste longtemps et qu'ensuite, en l'espace de quelques semaines, le titre comble son retard. La durée de détention des valeurs que j'achète varie donc de quelques jours à quelques mois. Tant que je crois en un titre et que je le trouve décoté, je le conserve. Depuis de nombreuses années, mon portefeuille est constitué de 100% de small-caps. Une telle pondération ne présente pas plus de risques à partir du moment où les valeurs choisies présentent une situation financière solide et que leur secteur est porteur.

Je ne vous cacherai pas que, si j'avais eu un tel ouvrage entre les mains lors de mes débuts sur les marchés, j'aurais évité bien des déconvenues et certainement gagné plusieurs années d'expérience en bourse !

# Table des matières

---

<b>Partie 1 : Les raisons de ce livre</b>	page 5
<b>Ch1 :</b> Mes débuts en bourse	page 7
<b>Ch2 :</b> Le déclic	page 11
<b>Partie 2 : Introduction aux small-caps</b>	page 13
<b>Ch1 :</b> Où se cachent les small-caps ?	page 15
<b>Ch2 :</b> Les raisons d'investir dans les small-caps	page 17
<b>Partie 3 : Analyse fondamentale – des ratios à la portée de tous</b>	page 25
<b>Ch1 :</b> Qu'est-ce que l'analyse fondamentale ?	page 27
<b>Ch2 :</b> Les données financières que j'utilise	page 31
<b>Ch3 :</b> Synthétiser tous ces ratios	page 49
<b>Partie 4 : Comparaison de small-caps par secteur</b>	page 53
<b>Ch1 :</b> Les SSII	page 55
<b>Ch2 :</b> Les éditeurs de logiciel	page 61
<b>Ch3 :</b> Les sociétés internet	page 67
<b>Ch4 :</b> Les biotechnologies	page 71
<b>Ch5 :</b> Les holdings (société à capital d'investissement)	page 91
<b>Ch6 :</b> Les industrielles	page 97
<b>Ch7 :</b> Les autres secteurs	page 103
<b>Ch8 :</b> A vous de jouer !	page 107

## **Suivez en temps réel les opérations de David RENAN**

Les petites capitalisations font sa fortune...

[www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

Sa double approche :

- 1 – Détection à l'aide de l'analyse financière des situations incohérentes, en excès...
- 2 – Utilisation de l'analyse technique et d'outils statistiques pour en profiter

David Renan n'est pas un énième journaliste, ou analyste, ou bonimenteur en chasse de pigeons qui vit de la vente d'abonnements, d'espaces publicitaires ou de la vente d'écritures d'articles.

Ses principales ressources proviennent de son activité dans l'informatique en tant que consultant et...

... de ses gains en trading sur les petites valeurs, les fameuses « Small Caps ».

Si vous mettez en œuvre ce qu'il applique sur son propre compte, vous obtiendrez les mêmes performances que les siennes !

RDV sur :

[www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)

...pour en savoir plus...

## **Global TRADING ALERTES par Claude Mathy**

Profitez des tendances court terme à horizon quelques séances

[www.claudemathy.com](http://www.claudemathy.com)

Fonctionnement des alertes trading :

- 1 – 5 à 10 allers et retours par mois
- 2 – Mise fixe non capitalisée, avec 5 positions maximales en même temps
- 3 – Emails avec cours d'entrée, stops et objectifs de profits
- 4 – Alertes basées sur des opérations réelles
- 5 – Marchés américains, trackers, indices boursiers,

## **Argent : gagnez +10% par an**

Immobilier, actions, indices, or, pétrole... La décennie 2010 – 2020 s'annonce particulièrement incertaine !

Découvrez la lettre mensuelle de Charles Dereeper, un bon moyen de profiter des différentes tendances qui ne manqueront pas de changer de sens en permanence...

**[www.charlesdereeper.com](http://www.charlesdereeper.com)**

Qu'avez-vous prévu de faire par rapport aux problématiques suivantes ?

1 - départ massif des baby-boomers à la retraite, ce qui entraîne une chute de pouvoir d'achat en moyenne de 30% et un déséquilibre financier très important pour les Etats occidentaux déjà fortement endettés

2 - la bulle du crédit qui se dégonfle

3 – la crise financière qui va mécaniquement durer jusqu'à 2012

4 – la bulle immobilière US et les saisies records provoquant toujours plus de faillites de ménages

5 – le peak oil et la problématique énergétique et climatique

6 – la course perpétuelle à la technologie

7 – L'Inde, le Brésil et la Chine

8 – La grande incertitude de la déflation ou de l'hyperinflation...

« Gagner +10% par an pour faire progresser son patrimoine va exiger de vous une stratégie élaborée, à moins que vous souhaitiez rejoindre l'immense camp des épargnants qui ne parviennent pas à faire travailler pour eux leur argent »

Abonnez vous à la lettre mensuelle de Charles Dereeper !

# JOUEZ SUR LE CAC 40

## Sans aucun frais de courtage !

Découvrez les CFD indices boursiers !

- *Accessible pour les comptes à partir de 1500 euros*
- *Des contrats CAC 40 jouables avec des mises de 100 euros*
- *Effet de levier de 20*

[www.bestcfd.com](http://www.bestcfd.com)

Testez vous avec la plateforme mondialement connue MetaTrader 4 : elle vous permet d'**automatiser** selon vos stratégies personnelles **l'exécution de vos ordres**. Plus besoin de suivi des marchés !

**MetaTrader 4 tourne sur votre téléphone portable** : une panne d'ADSL et vous coupez sur votre mobile ! En déplacement ou sans connexion internet à cause de votre travail : aucun problème, Metatrader 4 est disponible 24h/24.

Devenez client VIP sur [www.bestcfd.com](http://www.bestcfd.com) et recevez **GRATUITEMENT** trois stratégies de trading

## **Le portefeuille 100% permanent de Claude Mathy**

Gagner quelles que soient les tendances des marchés, en étant investi en permanence à 100%. Retrouver Claude Mathy tous les mois dans sa lettre.

**[www.claudemathy.com](http://www.claudemathy.com)**

Les 3 objectifs :

- 1 – Battre la performance moyenne des marchés
- 2 – Etre positif tous les 12 mois
- 3 – Vivre de ses opérations boursières

A l'aide d'une quinzaine d'outils, il est possible d'obtenir ce que de très nombreux épargnants rêvent d'avoir.

Voici une devinette : 205% de gains avec un risque mesuré, contrôlé et relativement faible sur 20 ans ! Quelle est cette stratégie ?



La réponse est sur le site :

[www.claudemathy.com](http://www.claudemathy.com)

Attention, la solution va vous surprendre...

## Investir sur les Small Caps : ce qu'il faut savoir pour gagner gros

---

Suivez en temps réel toutes mes opérations sur [www.davidrenan.com](http://www.davidrenan.com)