

« Les bénéfices du propriétaire »
OU
« Comment évaluer une entreprise ? »

ABONNEZ-VOUS À la newsletter de Finance Académie (Dédiée à la bourse, au stock-picking) QR CODE OU https://tinyurl.com/5j7y57hy	
--	---

« Les bénéfices du propriétaire » (owner earnings) est une expression célèbre aux USA pour avoir été traitée par Warren Buffet dans sa lettre aux actionnaires de BERKSHIRE HATHAWAY en 1987.

En voici les principaux extraits.

Warren Buffett, 27/02/1987 « 1986 Letter to Shareholders »

Comment évaluer une entreprise ?

Si nous réfléchissons à cette question, on peut apporter une réponse via ce que l'on appelle les "**bénéfices du propriétaire**".

Ceux-ci représentent :

Bénéfices du propriétaire = A + B – C

- **A = Résultat net**
- **B = Tout ce qui est non cash** (dépréciations, amortissements et certaines autres charges non monétaires)
- **C = dépenses liées aux investissements de maintien et uniquement elles.** On intègre tout ce qui contribue au maintien de l'avantage compétitif durable. Si dans ce but on a besoin d'une variation de BFR, on l'intègre aussi comme une dépense de maintien. En cas de valorisation des stocks en LIFO, on n'a généralement pas besoin de variation de BFR en plus pour maintenir cet avantage compétitif.

Notre équation des bénéfices du propriétaire ne donne pas des chiffres aussi précis que ceux des normes comptables GAAP, puisque (C) doit être une estimation (parfois très difficile à faire).

Malgré ce problème, nous considérons que le chiffre des bénéfices du propriétaire, et non pas celui des normes GAAP, est vraiment l'élément pertinent pour une évaluation.

Nous sommes d'accord avec l'observation de Keynes : "Je préfère avoir vaguement raison que précisément tort".

Mais les calculs de ce type ont leurs limites.

La plupart des dirigeants reconnaîtront qu'ils doivent probablement dépenser plus que (B) dans leurs entreprises à long terme, simplement pour maintenir leur position en termes de volume et de position concurrentielle.

Lorsque cet impératif existe - c'est à dire lorsque $(C) > (B)$ - les bénéfices des normes GAAP surévaluent les bénéfices du propriétaire. Cette surestimation est souvent importante.

L'industrie pétrolière a fourni ces dernières années *(NDLR on est en 1987)* un exemple frappant de ce phénomène.

Si la plupart des grandes compagnies pétrolières n'avaient dépensé que (B) chaque année, elles seraient toutes en déclin.

Tout ceci met en évidence l'absurdité des chiffres de "flux de trésorerie" qui sont souvent présentés dans les rapports de Wall Street.

Ces chiffres comprennent systématiquement $(A) + (B)$, mais ne soustraient pas (C).

La plupart des prospectus de valorisation des banquiers d'affaires contiennent des présentations trompeuses de ce type. Elles laissent entendre que le business proposée est toujours à la pointe de la technologie, n'ayant jamais besoin d'être remplacée, améliorée ou renouvelée.

En effet, si toutes les entreprises américaines étaient simultanément mises en vente par nos principaux banquiers d'investissement ; et si les prospectus les décrivant étaient crédibles ; les projections gouvernementales sur les dépenses nationales à faire pour des usines et équipements devraient être réduites de 90%.

Le "cash flow", il est vrai, peut servir de raccourci dans la description de certaines entreprises immobilières ou d'autres entreprises qui effectuent des dépenses initiales considérables et des dépenses minimales par la suite. Une entreprise dont le seul actif est un puits ou un gisement de gaz à très longue durée de vie en serait un exemple.

Mais la notion de "flux de trésorerie" n'a pas de sens pour des entreprises telles que l'industrie manufacturière, le commerce de détail, les sociétés d'extraction et les services d'utilité publique, car, pour elles (C) est toujours important.

Certes, les entreprises de ce type peuvent, au cours d'une année donnée, être en mesure de différer leurs dépenses d'investissement. Mais sur une période de cinq ou dix ans, elles doivent réaliser l'investissement. Ou c'est le déclin assuré !

Pourquoi alors, les chiffres du "cash flow" sont-ils si populaires aujourd'hui *(NDLR on est en 1987 !!!)* ?

Pour répondre à cette question, soyons cyniques : nous pensons que ces chiffres sont fréquemment utilisés par les vendeurs d'entreprises pour tenter de justifier l'injustifiable (et donc de vendre ce qui devrait être invendable).

Lorsque (A) - les bénéfices calculés selon les normes GAAP - semble à lui seul être insuffisant pour assurer le remboursement d'une obligation de pacotille ou pour justifier le prix insensée d'une action, il devient très pratique de se concentrer uniquement sur (A) + (B).

Donc il ne faut pas ajouter (B) sans soustraire (C) : si à juste titre les dentistes affirment qu'ignorez vos dents les ferait toutes disparaître, il en va pas de même pour (C).

L'entreprise ou l'investisseur qui croit que pour assurer le paiement d'une dette, ou pour évaluer les fonds propres d'une entreprise, il suffit de faire (A) + (B) en ignorant (C), s'expose à des problèmes certains.