

**LA VALORISATION DE L'ACTION APPLE EN 2011 :
LE MARCHE AVAIT-IL TORT ?**

LES ETUDES DU CLUB

N° 103

DECEMBRE 2013

LA VALORISATION DE L'ACTION APPLE EN 2011 : LE MARCHE AVAIT-IL TORT ?

LES ETUDES DU CLUB

N° 103

DECEMBRE 2013

Etude réalisée par Monsieur Marc Vuillemeys (HEC 2013)
sous la direction de Monsieur Pascal Quiry Professeur à HEC PARIS



Mémoire de recherche

Sous la direction de M. Pascal Quiry

La valorisation de l'action Apple en 2011 : le marché avait-il tort ?

VUILLEMEY MARC

Résumé : Dans cette étude, nous avançons des éléments d'explication à la différence de perception de la société Apple en 2011 entre les analystes *sell-side*, qui recommandent massivement l'achat de l'action Apple, et le marché qui semble de son côté beaucoup plus modéré dans son appétit pour le titre, comme en témoignent les faibles multiples de valorisation qu'il lui accorde. Nous nous concentrons principalement sur quatre questions clés (faisant alors débat parmi les acteurs du marché) que nous analysons, le cas échéant, à la lumière de la littérature académique existante. Tout d'abord, nous nous intéressons à la perception par le marché du risque d'une entreprise technologique en croissance rapide telle qu'Apple et à son impact sur la valorisation. Nous nous demandons ensuite si le marché attribue une décote aux colossales réserves de cash de la société, ce que les analystes *sell-side* ne font pas forcément. Nous analysons dans un troisième temps la structure actionnariale d'Apple afin de savoir si le titre est sous-détenu par les grands *mutual funds* et *hedge funds* américains relativement à sa capitalisation boursière. Enfin, nous nous intéressons à la valeur des recommandations des analystes dans le cadre de la théorie des marchés efficients.

Introduction

En juin 2011, Apple, dont la capitalisation boursière dépasse les 300 milliards de dollars, est l'une des valeurs préférées des analystes *sell-side*. Une écrasante majorité d'entre eux est à l'achat sur le titre et leur objectif de cours moyen de 472 dollars indique un potentiel d'appréciation de plus de 40% par rapport au cours de clôture du 30 juin 2011¹.

Néanmoins, l'action Apple est valorisée par le marché à des multiples faibles au regard des perspectives de croissance importantes de la société. Au 30 juin 2011, le multiple EV/EBIT CY12E est de 6,3x et le PE CY12E de 10,6x, contre un PE CY12E de 13x pour le S&P500². Si l'on soustrait les revenus des placements financiers du BPA 2012E et que l'on ajoute les 70 dollars par action de trésorerie nette qu'Apple possède à son bilan, le PE CY12E « ex-cash » tombe même à 8,5x.

Un an plus tard, le 21 septembre 2012, l'action Apple atteint son plus haut niveau historique à 705 dollars.

Comment expliquer la divergence de vues, en juin 2011, entre les analystes qui recommandent l'achat fort d'Apple et le marché qui semble lui plus modéré dans son appétit pour le titre ? La capacité du marché à valoriser correctement une entreprise technologique aux rythmes de croissance et d'innovation extrêmement rapides, mais présentant d'importants risques, telle qu'Apple, peut-elle être mise en cause ? Ou bien est-ce la taille atteinte par la société qui limiterait la valorisation que le marché est prêt à lui accorder ?

Pour répondre à ces questions, nous étudierons dans une première partie la valorisation de l'action Apple par le marché et par les analystes à la fin du mois de juin 2011, en nous focalisant principalement sur l'étude des multiples. Nous analyserons les multiples de valorisation historiques d'Apple, ainsi que ceux de ses comparables. Cette étude nous permettra d'affirmer qu'Apple se négocie alors à des niveaux de valorisation faibles compte tenu de ses perspectives de croissance.

Dans une seconde partie, nous tenterons de comprendre pourquoi le marché applique des multiples aussi faibles aux résultats d'Apple, en nous focalisant principalement sur quatre questions clés. Premièrement, comment le marché évalue le risque d'une société technologique pesant plus de 300 milliards de dollars en bourse et dont le chiffre d'affaires et les profits sont

¹ Nous décidons, de façon arbitraire, d'effectuer toute notre étude (notamment de la valorisation de l'action Apple) à la date du 30 juin 2011

² Apple clôture son exercice comptable à la fin du mois de septembre. Nous utiliserons les abréviations FY pour « Fiscal year » et CY pour « Calendar year »

principalement réalisés par un seul produit, l'iPhone ? Deuxièmement, quelle valeur le marché attribue-t-il aux énormes réserves de cash d'Apple (65,8 milliards de dollars de trésorerie nette) et quelles critiques émet-il concernant sa politique d'allocation du capital ? Troisièmement, nous nous demanderons si l'action Apple est sous-détenue dans les portefeuilles des grands *mutual funds* et *hedge funds* américains, notamment au regard de sa capitalisation boursière. Nous analyserons également la question, qui voit le jour à partir du début de l'année 2011, de la substitution d'investisseurs « *growth* » aux profits de fonds « *value* » au sein de la structure actionnariale d'Apple. Enfin, nous nous intéresserons à la question de la valeur des recommandations des analystes *sell-side*, dans le cadre de la théorie des marchés efficients.

Table des matières

I. La valorisation de l'action Apple en juin 2011 : les analystes et le marché	4
1) Rappels historiques et contexte.....	4
a) Rappels historiques sur la société.....	4
b) Eléments d'analyse financière.....	11
2) La valorisation de l'action Apple par les analystes <i>sell-side</i>	15
a) Le consensus des analystes.....	15
b) Les méthodes de valorisation utilisées par les analystes	17
3) La valorisation de l'action Apple par le marché	19
a) Les multiples d'Apple et de ses comparables	19
b) Les multiples historiques d'Apple.....	22
4) Autres questions sur la valorisation.....	24
a) Le PE « ex cash », intérêt et critiques	24
b) Quel WACC pour une société en net cash structurel ?.....	27
c) DCF indicatif.....	31
5) Conclusion sur la valorisation	33
II. La recherche d'éléments explicatifs.....	34
1) La perception du risque par le marché et son impact sur la valorisation	34
a) Les déterminants d'un multiple faible et la construction d'un « <i>bear case</i> »	34
2) Le marché attribue-t-il une décote aux réserves de cash d'Apple ?	37
a) La politique d'allocation du capital et son impact sur la valorisation	37
b) Initiation d'une politique de dividendes et richesse des actionnaires	44
3) La structure actionnariale d'Apple.....	46
a) L'action Apple est-elle sous-détenue par les gérants institutionnels ?.....	46
b) « Growth » versus « value » : une « rotation » de la base actionnariale ?.....	52
c) Des facteurs techniques : le poids dans les indices et la gestion « <i>benchmarkée</i> ».....	56
4) Le marché n'écoute-t-il pas les analystes ?	58
a) Rappels sur la théorie des marchés efficients	58
b) La capacité prédictive des analystes.....	60
III. Conclusion et épilogue	62
Bibliographie	64
Annexes.....	65

I. La valorisation de l'action Apple en juin 2011 : les analystes et le marché

1) Rappels historiques et contexte

a) Rappels historiques sur la société

Afin de mieux comprendre et de mieux cerner le sujet qui nous intéresse dans cette première partie – la valorisation d'Apple à l'été 2011 –, un bref retour sur le passé de la société s'impose. Car l'histoire d'Apple, extrêmement mouvementée, est celle d'une entreprise qui, en l'espace de quinze ans, est passée d'un état proche de la faillite (Steve Jobs a reconnu qu'Apple est passé à « trois mois de la faillite » en 1997) au titre de première capitalisation boursière au monde, en août 2011.

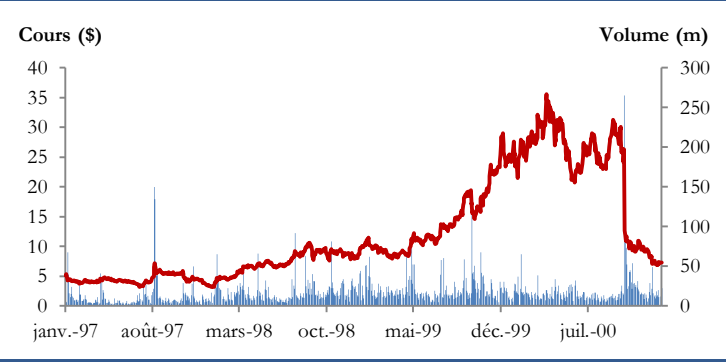
- 1997-2000 : Le retour de Steve Jobs et la renaissance

Données financières clés (1997-2000)

(\$m)	1997	1998	1999	2000	4Y CAGR
Chiffre d'affaires	7 081	5 941	6 134	7 983	4,1%
% croissance		-16,1%	3,2%	30,1%	
Marge brute	1 368	1 479	1 696	2 166	16,6%
% marge	19,3%	24,9%	27,6%	27,1%	
ROC	(403)	268	386	620	n.a.
% marge	n.a.	4,5%	6,3%	7,8%	
BPA	-4,15	1,05	1,81	2,18	n.a.
% croissance		n.a.	72,4%	20,4%	

Source: Apple

Cours de bourse (1997-2000)



Source: Yahoo Finance

Lorsque Steve Jobs, cofondateur d'Apple avec Steve Wozniak en 1976, effectue son retour dans la société en 1997 en tant que conseiller à mi-temps, Apple se trouve dans une situation catastrophique, proche du dépôt de bilan. La société, dirigée par Gil Amelio, enregistre une perte de plus d'un milliard de dollars pour l'exercice 1997, pour un chiffre d'affaires de sept milliards de dollars. L'action cote alors treize dollars (soit un peu plus de trois dollars si l'on ajuste le cours pour tenir compte des fractionnements d'actions qui auront lieu par la suite). La capitalisation boursière dépasse tout juste les 1,6 milliards de dollars. Brent Schlender, journaliste du magazine Fortune spécialisé dans la technologie, écrit dans un article daté de mars 1997 : « *Apple Computer, Silicon Valley's paragon of dysfunctional management and fumbled techno-dreams, is back in*

crisis mode, scrambling lugubriously in slow motion to deal with imploding sales, a floundering technology strategy, and a hemorrhaging brand name »³.

Après s'être fait nommer PDG par intérim en septembre 1997, la première priorité de Steve Jobs est de refondre et de simplifier radicalement la gamme de produits de la société. Dorénavant, Apple se concentrera sur quatre produits : un ordinateur pour les particuliers et un pour les professionnels, chacun étant décliné en deux versions, ordinateur de bureau et ordinateur portable. Steve Jobs met également un terme à la vente de la licence du Mac OS, le système d'exploitation d'Apple, à d'autres fabricants d'ordinateurs. Ainsi, Jobs met en œuvre la stratégie qu'il défendra toute sa vie : la construction d'un système fermé, contrôlé de bout en bout par Apple, associant de façon intime matériel et logiciel, afin d'assurer une expérience utilisateur optimale. Enfin, Jobs, en association avec Jonathan Ive, chef de l'équipe design d'Apple, redonne toute son importance au design. Le premier grand succès commercial du tandem Jobs-Ive est l'iMac, un ordinateur de bureau destiné aux particuliers, au design révolutionnaire, qui se vendra à huit cent mille unités au cours des cinq premiers mois de commercialisation. Enfin, Tim Cook, alors responsable logistique chez Compaq Computer, est recruté afin de restructurer les circuits d'approvisionnement et les systèmes de gestion des stocks d'Apple. Au cours de sa première année de retour aux commandes d'Apple, Jobs licencie plus de trois mille personnes. Pour l'année 1998, Apple enregistre un résultat net de 309 millions de dollars.

A partir de 1999, Apple souhaite développer sa propre chaîne de magasins, afin de pouvoir interagir de façon plus grande avec ses clients, d'avoir un meilleur contrôle de l'expérience utilisateur depuis l'achat du produit jusqu'à son utilisation, et de diffuser une image de marque moderne et branchée. Steve Jobs recruta alors Ron Johnson, un ancien de Target, afin de développer le réseau d'Apple Stores, et le premier magasin ouvrit à Tysons Corner, en Virginie, en mai 2001. Dix ans après l'inauguration du premier Apple Store, le nombre moyen de visiteurs par magasin et par semaine est de dix-sept mille six cent et le chiffre d'affaires moyen par magasin dépasse les trente-quatre millions de dollars. Même s'ils ne réalisent qu'environ 15% du chiffre d'affaires d'Apple, les Apple Stores contribuent à véhiculer de façon puissante l'image de marque de la société.

Au début de l'année 2000, en pleine bulle internet, l'action Apple atteint les 100 dollars (25 dollars après ajustement pour tenir compte des fractionnements d'actions). La capitalisation boursière d'Apple dépasse les dix-sept milliards de dollars.

³ "Something's rotten in Cupertino", Fortune Magazine, Brent Schlender, 3 mars 1997.

Exemples de produits Apple et dates de commercialisation (période 1998-1999)



Source: Apple

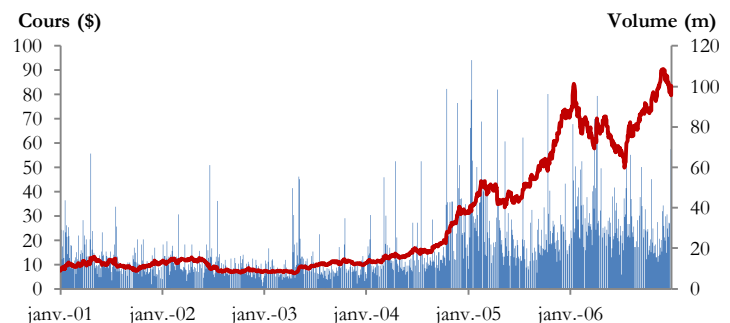
- 2001-2006 : La révolution iPod

Données financières clés (2001-2006)

(\$m)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	6Y CAGR
Chiffre d'affaires	5 363	5 742	6 207	8 279	13 931	19 315	29,2%
% croissance		7,1%	8,1%	33,4%	68,3%	38,6%	
Marge brute	1 235	1 603	1 708	2 259	4 043	5 598	35,3%
% marge	23,0%	27,9%	27,5%	27,3%	29,0%	29,0%	
ROC	(333)	46	25	349	1 650	2 453	n.a.
% marge	n.a.	0,8%	0,4%	4,2%	11,8%	12,7%	
BPA	-0,04	0,09	0,10	0,36	1,56	2,27	n.a.
% croissance		n.a.	6%	274%	339%	46%	

Source: Apple

Cours de bourse (2001-2006)



Source: Yahoo Finance

La véritable transformation d'Apple va s'effectuer à partir de 2001. En janvier, à l'occasion de la traditionnelle Macworld Conference & Expo, Steve Jobs expose sa vision de l'avenir de l'ordinateur personnel : « Le Mac peut devenir le foyer numérique de notre mode de vie numérique naissant ». Jobs a alors l'intuition que l'ordinateur personnel allait devenir le « foyer numérique » de tout un chacun, c'est-à-dire l'intermédiaire qui coordonnerait entre eux tous les appareils (lecteur de musique, appareil photo numérique, caméra et lecteur de DVD) et synchroniserait les contenus. Dès lors, Jobs considère qu'Apple ne doit plus se cantonner à la fabrication de micro-ordinateurs mais créer des produits innovants dans le secteur bien plus vaste de l'électronique grand public. Devenant la station d'accueil d'une vaste gamme de nouveaux

appareils (dont l'iPod, l'iPhone et l'iPad), les ordinateurs iMac allaient voir leurs ventes dopées pendant de nombreuses années.

Cette révolution stratégique fut initiée par le lancement d'iTunes en janvier 2001, un logiciel permettant aux utilisateurs de Mac de lire et de gérer leurs contenus musicaux. Apple comprit rapidement que l'étape suivante allait consister à créer un baladeur numérique fonctionnant avec iTunes, d'autant plus que l'offre de baladeurs alors disponible sur le marché était relativement pauvre. L'utilisateur se servirait d'iTunes pour gérer ses contenus musicaux, créer des listes de lecture et les transférer sur le baladeur numérique. Ainsi naquit l'iPod, un baladeur numérique extrêmement simple d'utilisation capable de stocker mille chansons.

Le premier iPod fut dévoilé en octobre 2001. Par la suite, Apple ne cessera d'enrichir sa gamme de baladeurs numériques avec le lancement régulier de nouveaux produits. Parallèlement à l'iPod, Apple fournit à ses utilisateurs, avec l'iTunes Store (lancé en avril 2003), un moyen simple, légal et sécurisé de télécharger de la musique. Un million de morceaux furent vendus dans les six jours qui suivirent le lancement de l'iTunes Store, et en février 2010, la barre des dix milliards de morceaux vendus fut atteinte.

Les ventes d'iPods et de contenus musicaux constituaient alors une part de plus en plus prépondérante de l'activité d'Apple, jusqu'à représenter 50% des revenus de la société pour l'année 2006 (contre 38% pour les ventes d'ordinateurs). Apple n'était plus uniquement un fabricant de micro-ordinateurs mais un créateur innovant de produits électroniques grand public.

Exemples de produits iPod et dates de lancement



iPod Classic (oct. 2001)



iPod Mini (janv. 2004)



iPod Nano (sept. 2005)



iPod Shuffle (janv. 2005)



iPod Touch (sept. 2007)

Source: Apple

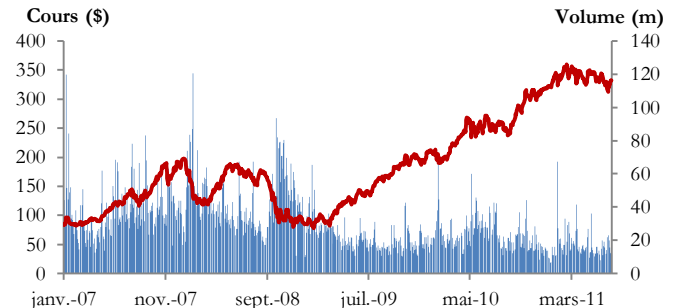
- 2007-2011 : La transformation : iPhone et iPad

Données financières clés (2007-2011E)

(\$m)	2007	2008	2009	2010	2011E	5Y CAGR
Chiffre d'affaires	24 006	32 479	42 905	65 225	103 672	44,2%
% croissance		35,3%	32,1%	52,0%	58,9%	
Marge brute	8 154	11 145	17 222	25 684	40 822	49,6%
% marge	34,0%	34,3%	40,1%	39,4%	39,4%	
ROC	4 409	6 275	11 740	18 385	30 668	62,4%
% marge	18,4%	19,3%	27,4%	28,2%	29,6%	
BPA	3,93	5,36	9,08	15,15	24,85	58,6%
% croissance		36,3%	69,4%	66,9%	64,0%	

Source: Apple

Cours de bourse (1997-2000)



Source: Yahoo Finance

Bien que le succès de l'iPod fût éblouissant, les dirigeants d'Apple commencèrent à s'inquiéter à partir de 2005 de l'essor des téléphones portables et de la menace qu'ils pourraient représenter pour l'iPod. L'appareil photo numérique était alors fortement concurrencé par les téléphones mobiles équipés d'appareils photo. La même chose pouvait arriver à l'iPod si les fabricants de téléphone commençaient à les équiper de lecteurs de musique. Apple décida donc de créer un téléphone portable révolutionnaire. D'autant que le marché était gigantesque : 825 millions de téléphones portables furent vendus dans le monde en 2005.

Les équipes d'ingénieurs et de designers d'Apple conçurent un téléphone incorporant de nombreuses innovations dont les principales étaient l'écran tactile « multi-touch », l'interface graphique et l'absence de clavier physique. L'iPhone fut présenté en janvier 2007 et mis sur le marché cinq mois plus tard, en juin, au prix alors jugé extrêmement élevé de 500 dollars.

Le succès du premier iPhone fut phénoménal, tout comme celui des versions ultérieures. Pour l'année 2010, Apple vendit près de 40 millions d'iPhone, représentant 39% du chiffre d'affaires de l'entreprise (soit 25,2 milliards de dollars).

Lors de sa sortie en juin 2007, les utilisateurs de l'iPhone ne pouvaient pas acheter d'applications à des développeurs externes à Apple. Steve Jobs s'y opposait fermement, lui qui avait toujours milité pour la construction d'un système fermé, contrôlé de bout en bout par Apple. Toutefois, celui-ci s'y résigna sous la pression des autres dirigeants d'Apple qui voyaient dans l'écosystème des applications un potentiel gigantesque. Finalement, l'App Store fut lancé sur iTunes en juillet 2008. Neuf mois plus tard, un milliard d'applications avaient été téléchargées.

Enfin, en avril 2010, Apple mit en vente sa tablette numérique, l'iPad, au design et aux fonctionnalités directement inspirés de l'iPhone. Une fois encore, le succès est exceptionnel. En moins d'un mois, un million d'iPads sont vendus et en mars 2011, neuf mois après son lancement, quinze millions d'unités ont été écoulées. Cela fait de l'iPad le produit au lancement le plus réussi de l'histoire d'Apple. De plus, en moins de cinq mois, les développeurs avaient écrit vingt-cinq mille applications spécialement optimisées pour le grand écran de l'iPad. En juin 2011, quatre cent vingt-cinq mille applications étaient disponibles aux utilisateurs de l'iPhone et de l'iPad, et la barre des quatorze milliards de téléchargements d'applications avaient été franchie sur l'App Store.

iPhone et iPad

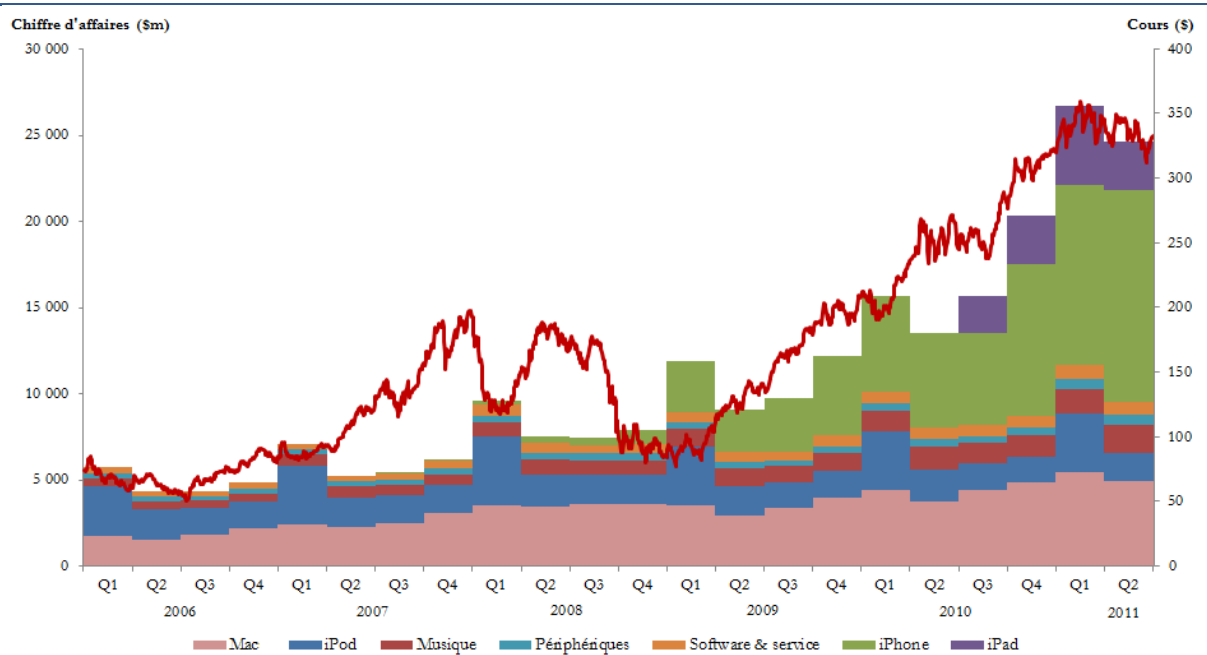


Source: *Apple*

En l'espace de dix ans, Apple s'est donc profondément transformé en allant bien au-delà de son activité historique de fabrication d'ordinateurs, devenue minoritaire en termes de pourcentage du chiffre d'affaires total. Le chiffre d'affaires d'Apple est passé de cinq milliards de dollars en 2001 à plus de cent-trois milliards de dollars en 2011 (consensus des analystes), soit un taux de croissance annuel moyen époustouflant de 34%.

Nous présentons, dans le graphe ci-dessous, l'évolution du cours de bourse de l'action Apple et du chiffre d'affaires de l'entreprise, par segments. Ce graphe illustre, en particulier, l'importance prise par les ventes d'iPhones dans le chiffre d'affaires total de l'entreprise.

Evolution du chiffre d'affaires et cours de bourse (2006 - Q2 2011)



Source: Apple, Yahoo Finance

b) Eléments d'analyse financière

Afin d'introduire l'analyse de la valorisation de l'entreprise Apple et de mieux comprendre les risques auxquels celle-ci est confrontée, nous allons dans ce paragraphe en esquisser une brève analyse financière. Cela nous permettra de mettre en lumière certains éléments de son *business model* qui nous semblent primordiaux afin de bien appréhender la société.

- **La création de richesse...**

Un bref regard rétrospectif sur les performances financières passées (nous présentons ici sept années d'historique de résultats afin de nous replacer dans une perspective de long-terme) d'Apple appelle instantanément plusieurs constats.

Données financières clés (2004 – 2011E)

(\$m)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	7Y CAGR
Chiffre d'affaires	8 279	13 931	19 315	24 006	32 479	42 905	65 225	103 672	43,5%
<i>% croissance</i>		68,3%	38,6%	24,3%	35,3%	32,1%	52,0%	58,9%	
Marge brute	2 257	4 042	5 598	8 154	11 145	17 222	25 684	40 822	51,2%
<i>% marge</i>	27,3%	29,0%	29,0%	34,0%	34,3%	40,1%	39,4%	39,4%	
EBITDA	463	1 822	2 678	4 726	6 748	12 474	19 412	32 342	83,4%
<i>% marge</i>	5,6%	13,1%	13,9%	19,7%	20,8%	29,1%	29,8%	31,2%	
ROC	313	1 643	2 453	4 409	6 275	11 740	18 385	30 668	92,5%
<i>% marge</i>	3,8%	11,8%	12,7%	18,4%	19,3%	27,4%	28,2%	29,6%	

Source: Apple, Consensus des analystes

Tout d'abord, le chiffre d'affaires d'Apple a connu des taux de croissance phénoménaux sur la période 2004 – 2011E, atteignant un taux de croissance annuel moyen astronomique de +43,5%. Cette croissance des ventes, rythmée par les lancements de nouveaux produits et de nouvelles versions, est avant tout le résultat d'une croissance des volumes de produits vendus. En effet, les prix moyens de ventes pour les principales catégories de produits Apple (Macs, iPod, iPhone, iPad) sont globalement stables après leur introduction (Voir annexe 1). Cela explique d'une part la nécessité qu'a Apple de continuer à innover sans cesse afin d'être en mesure d'introduire de façon régulière de nouveaux produits et d'autre part l'accélération de la fréquence de lancement de nouvelles versions (exemple : l'iPhone).

Le deuxième constat évident est la très forte concentration du chiffre d'affaires d'Apple autour de ses quelques produits phares, et notamment de l'iPhone, qui représente sur les six

premiers mois de 2011 plus de 44% du chiffre d'affaires total de la société, alors qu'il n'existait pas en 2006.

Composition du chiffre d'affaires par produit (2004 – H1 2011)

% du chiffre d'affaires total	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	H1 2011
Ordinateurs de bureau	29%	25%	17%	17%	17%	10%	10%	6%
Ordinateurs portables	31%	20%	21%	26%	27%	22%	17%	14%
= Total Mac	59%	45%	38%	43%	44%	32%	27%	20%
iPod	16%	33%	40%	35%	28%	19%	13%	10%
iPhone	n.a.	n.a.	n.a.	1%	6%	30%	39%	44%
iPad	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8%	14%
Musique	3%	6%	10%	10%	10%	9%	8%	6%
Périphériques	11%	8%	6%	5%	5%	3%	3%	2%
Software & service	10%	8%	7%	6%	7%	6%	4%	3%

Source: Apple

Bien entendu, cette très forte concentration du chiffre d'affaires d'Apple sur quatre produits (pour simplifier) crée un facteur de risque important, d'autant plus que la concentration des profits par produit est encore plus grande (Apple ne communique par ses profits par ligne de produits mais les analystes estiment que l'iPhone réalise plus de la moitié des profits d'Apple, contre c. 45% du chiffre d'affaires).

Enfin, cette croissance impressionnante du chiffre d'affaires a été extrêmement bien maîtrisée par Apple (progression très contenue des frais généraux et des dépenses de R&D) et l'évolution de ses marges en témoigne. La marge de résultat opérationnel courant (ROC) a atteint le niveau record de 28% pour l'année 2010, contre seulement 12% en 2005. Cela est permis par le positionnement d'Apple sur le haut de gamme des catégories de produits dans lesquelles la société opère, et par le faible niveau de concurrence au moment du lancement de produits extrêmement innovants. Bien entendu, un des principaux risques auxquels la société est confrontée est celui de la baisse des marges au fur et à mesure que la concurrence se développe.

- **...Nécessite des investissements...**

Les besoins en Capex d'Apple sont relativement limités et concernent principalement l'ouverture ou la rénovation d'Apple Stores et l'achat d'outils et de machines de production. Sur la période 2004-2010, ils s'élèvent en moyenne à 3,1% du chiffre d'affaires. De plus, Apple réalise de façon sporadique de petites acquisitions de sociétés technologiques et de portefeuilles de brevets.

Par ailleurs, Apple opère avec un besoin en fonds de roulement négatif, grâce notamment à une excellente gestion de ses stocks, qui ne représentent en moyenne sur la période

2004-2010 que 5 jours de chiffre d'affaires. De plus, les clients payent en moyenne à 30 jours, alors que les fournisseurs sont payés à 60 jours. Bien entendu, ce besoin en fonds de roulement négatif est un atout important favorisant une politique de croissance autofinancée.

- **...Qui doivent être financés...**

La combinaison de marges élevées et de faibles besoins d'investissements a pour conséquence une très forte génération de flux de trésorerie disponible.

Tableau de flux de trésorerie simplifié (2004 – H1 2011)

(\$m)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	H1 2011
Résultat net	266	1 328	1 989	3 496	4 834	8 235	14 013	11 991
D&A	150	179	225	317	473	734	1 027	790
Autres éléments sans incidence sur la trésorerie	150	536	231	332	170	1 776	2 319	2 149
Variation du BFR	368	492	(225)	1 325	4 119	(586)	1 236	1 062
Flux de trésorerie d'exploitation	934	2 535	2 220	5 470	9 596	10 159	18 595	15 992
Capex	(176)	(260)	(685)	(986)	(1 199)	(1 213)	(2 121)	(1 919)
Autres	17	(21)	(4)	427	444	81	271	189
Free cash flow	775	2 254	1 531	4 911	8 841	9 027	16 745	14 262
Acquisitions	0	0	0	0	(220)	0	(638)	0
Dividendes	0	0	0	0	0	0	0	0
Share buyback	0	0	0	0	0	0	0	0
Augmentation du capital	427	543	318	365	483	475	912	494
Augmentation de la trésorerie nette	1 202	2 797	1 849	5 276	9 104	9 502	17 019	14 756
Trésorerie nette	5 464	8 261	10 110	15 386	24 490	33 992	51 011	65 767
Dette nette/EBITDA	-11,8	-4,5	-3,8	-3,3	-3,6	-2,7	-2,6	-2,5

Source: *Apple*

Comme on le voit dans le tableau ci-dessus, la très forte génération de *free cash flows* contribue, année après année, en l'absence de versement de dividendes et de rachats d'actions, à l'accroissement de la trésorerie nette d'Apple qui atteint 65,8 milliards de dollars à la fin du T2 2011. La structure financière d'Apple est donc extrêmement inhabituelle avec l'absence de dette financière ou bancaire au bilan et des réserves de cash représentant 21% de la capitalisation boursière au 30 juin 2011.

- **...Et être suffisamment rentables**

En raison d'une part de la rentabilité élevée de la société, et d'autre part de la faiblesse des actifs immobilisés et du besoin en fonds de roulement négatif, Apple génère des ROCE astronomiques (qui perdent néanmoins de leur signification en raison de la faiblesse de l'actif économique) qui dépassent de très loin le coût du capital de la société.

De plus, le ROE est également très élevé (26% en 2010), bien au-dessus du coût des capitaux propres. Son niveau moindre par rapport au ROCE s'explique par l'importance de la trésorerie nette d'Apple qui rapporte des intérêts très faibles (0,75% avant impôts en 2010).

ROCE et ROE (2004 – 2010)

(\$m)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Actif immobilisé	995	1 216	2 696	3 391	4 882	5 418	8 114
+ Besoin en fonds de roulement	(1 060)	(1 448)	(2 044)	(2 710)	(6 921)	(4 268)	(5 803)
= Actif économique	(65)	(232)	652	681	(2 039)	1 150	2 311
ROC après impôt à 40%	188	986	1 472	2 645	3 765	7 044	11 031
ROCE	n.s.	n.s.	226%	388%	n.s.	613%	477%
Capitaux propres	5 399	8 029	10 762	16 067	22 451	35 142	53 322
Résultat net	266	1 328	1 989	3 496	4 834	8 235	14 013
ROE	5%	17%	18%	22%	22%	23%	26%

Source: Apple

En conclusion, on peut affirmer qu'en juin 2011, Apple est une entreprise en très forte croissance (+83% au T2 2011 par rapport à l'année précédente⁴, après +71% au T1, et +52% pour l'année 2010), à la rentabilité élevée, et aux besoins d'investissements limités. L'entreprise est donc très fortement génératrice de *free cash flows*, qui contribuent, trimestre après trimestre, à l'accroissement de la trésorerie nette au bilan.

⁴ Voir l'annexe 2 pour un aperçu des performances financières trimestrielles d'Apple sur les six derniers trimestres

2) La valorisation de l'action Apple par les analystes *sell-side*

a) Le consensus des analystes

Ce qui frappe immédiatement lorsque l'on se penche sur le consensus des analystes *sell-side* sur Apple à la fin du mois de juin 2011, c'est l'extraordinaire unanimité des analystes qui recommandent presque sans exception l'achat du titre. Sur les 51 analystes qui suivent la valeur, 49 sont à l'achat, 1 recommande de conserver, et un seulement recommande de vendre le titre⁵.

Nous présentons ci-dessous un tableau des recommandations et des objectifs de cours de quinze analystes *sell-side* publiées au cours du mois de juin 2011 (donc très récentes par rapport à notre date d'étude fixée au 30 juin 2011). Ces quinze recommandations, qui ne forment qu'un échantillon parmi l'ensemble des notes d'analystes publiées sur Apple, sont toutes des recommandations à l'achat. Ce n'est bien entendu que le reflet du consensus plus vaste – très positif – de tous les analystes suivant la valeur, comme nous l'avons indiqué précédemment.

Consensus des analystes sur Apple à la fin de juin 2011

Broker	Date	Recommandation	Target Price	Potentiel
Morgan Stanley	26/06/2011	Overweight	428,00	29%
Jefferies	01/06/2011	Buy	500,00	50%
Gleacher & Company	07/06/2011	Buy	450,00	35%
FBN Securities	21/06/2011	Outperform	500,00	50%
Barclays	24/06/2011	Overweight	465,00	40%
BMO Capital Markets	27/06/2011	Outperform	420,00	26%
Morgan Keegan	28/06/2011	Outperform	480,00	44%
Sterne Agee	27/06/2011	Buy	460,00	38%
Piper Jaffray	23/06/2011	Overweight	554,00	67%
Credit Suisse	21/06/2011	Outperform	500,00	50%
Oppenheimer	20/06/2011	Outperform	420,00	26%
JP Morgan	16/06/2011	Overweight	450,00	35%
Caris & Company	07/06/2011	Buy	500,00	50%
Canaccord Genuity	06/06/2011	Buy	485,00	46%
Susquehanna	07/06/2011	Positive	465,00	40%
Cours au 30/06/2011 :			332,72	
Moyenne			471,80	42%
Médiane			465,00	40%

Source: Notes d'analystes

⁵ Source FactSet Research Systems

L'objectif de cours moyen des analystes est donc de 472 dollars, correspondant à un potentiel d'appréciation de 42% par rapport au cours de clôture du 30 juin 2011. Un tel consensus parmi les analystes, avec de plus un tel potentiel estimé d'appréciation du titre, est extrêmement inhabituel pour une société de cette taille. On peut affirmer sans prendre trop de risques qu'un tel enthousiasme des analystes ne se constate mi-2011 à l'égard d'aucune autre *large cap*.

b) Les méthodes de valorisation utilisées par les analystes

Penchons-nous maintenant sur les méthodes de valorisation de l'action Apple utilisées par les analystes *sell-side*. C'est ce que nous présentons dans le tableau ci-dessous.

Méthodes de valorisation d'Apple utilisées par les analystes *sell-side* (juin 2011)

Broker	Date	Target	Méthode	Détails
Morgan Stanley	26/06/2011	428,00	PE	18x CY11 EPS of \$23.76
Gleacher & Company	07/06/2011	450,00	PE ex-cash	13x CY12 EPS of \$30.00 plus 70% of the \$70 in net cash per share
FBN Securities	21/06/2011	500,00	DCF	WACC of 12%, perpetual growth rate of 3%
Barclays	24/06/2011	465,00	PE ex-cash	14x FY12 EPS of \$28.00 excluding interest income (\$0.34) and adding back cash (\$70)
BMO Capital Markets	27/06/2011	420,00	PE	14.5x FY12 EPS of \$28.71
Morgan Keegan	28/06/2011	480,00	PE	18x CY11 EPS of \$26.67
Sterne Agee	27/06/2011	460,00	PE ex-cash	12.5x CY12 EPS of \$31.10 plus net cash
Piper Jaffray	23/06/2011	554,00	PE	18x CY12 EPS of \$30.78
Oppenheimer	20/06/2011	420,00	PE	13x CY12 EPS of \$32.34
JP Morgan	16/06/2011	450,00	PE & EV/EBITDA	Weighted blend of EV/EBITDA (50%) and P/E (50%) scenarios
Caris & Company	07/06/2011	500,00	PE ex-cash	15x CY11 EPS plus net cash
Canaccord Genuity	06/06/2011	485,00	PE	18x FY12 EPS of \$26.97
Susquehanna	07/06/2011	465,00	PE ex-cash	16x CY11 EPS excluding interest income plus net cash

Nombre de recommandations 13

Méthodes utilisées

PE	7	54%
PE ex-cash	5	38%
DCF	1	8%

Source: Notes d'analystes

Ce que l'on remarque tout d'abord, c'est que les analystes utilisent très majoritairement (92% d'entre eux sur l'échantillon étudié) la méthode des multiples, et notamment du PE (*Price/Earnings*). En effet, seul un analyste valorise l'action Apple avec la méthode DCF. C'est le reflet, selon-nous, de la difficulté qu'il y a de prévoir les flux de trésorerie qui seront générés dans l'avenir (même relativement proche) par l'entreprise. En effet, Apple opère dans un secteur où l'innovation est permanente, où les goûts des consommateurs changent très rapidement, et où les tendances peuvent se retourner de façon brutale.

Par ailleurs, il est intéressant de noter qu'un pourcentage élevé (38%) d'analystes utilise la méthode dite du « PE ex-cash ». Cette méthode est utilisée par les analystes en raison de la très importante trésorerie excédentaire, et structurelle, d'Apple. Nous expliquerons cette méthode dans le détail dans le paragraphe I.4) a) et en discuterons les principaux avantages et inconvénients.

Enfin, nous notons que si certains analystes expliquent de façon précise le choix du multiple qu'ils accordent au bénéfice par action d'Apple (moyenne historique, prime ou décote par rapport au multiple du S&P500, etc), un grand nombre d'entre eux assignent un multiple de façon relativement arbitraire. Il sera donc intéressant, et instructif, de regarder de façon plus précise les multiples de valorisation historiques de l'action Apple ainsi que les multiples de valorisation des entreprises comparables.

3) La valorisation de l'action Apple par le marché

a) Les multiples d'Apple et de ses comparables

Dans ce paragraphe, nous effectuons une comparaison entre les principaux multiples de valorisation (EV/Sales, EV/EBITDA, EV/EBIT et PE) d'Apple et de ses comparables. Nous calculons les multiples au 30 juin 2011, c'est-à-dire en utilisant les capitalisations boursières des entreprises à cette date et les dettes nettes figurant aux derniers bilans publiés avant cette date. Nous présentons ici les multiples pour les années calendaires 2010, 2011 et 2012. Pour cela, nous avons calendarisé au 31 décembre de chaque année les données financières des sociétés étudiées, afin de neutraliser l'impact sur les multiples du fonctionnement en exercice décalé de certaines d'entre elles.

En ce qui concerne le choix des entreprises comparables, nous avons retenu 12 sociétés, qui présentent des caractéristiques communes avec Apple. Sony, HP, Dell, Lenovo et Acer produisent des ordinateurs personnels, à la fois portables et de bureaux, une activité comparable au segment Mac d'Apple. RIM (à travers sa marque Blackberry), LG, Nokia, HTC et Samsung produisent des téléphones portables et des *smartphones*, là encore comparables à l'activité iPhone d'Apple. Enfin, Google (à travers son système d'exploitation pour *smartphones* Android) et Microsoft sont des concurrents d'Apple sur la partie logicielle (système d'exploitation) des *smartphones*.

Nous présentons dans le tableau ci-dessous les résultats obtenus⁶.

⁶ A noter que nous avons exclu du calcul de la moyenne et de la médiane les multiples EV/EBIT supérieurs à 20 de LG, afin de ne pas fausser le calcul.

Multiples d'Apple et de ses comparables au 30 juin 2011

Société	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			PE		
	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
Google	4,4	3,5	3,0	11,2	10,0	8,0	12,4	11,1	8,9	19,2	17,1	13,8
RIM	0,7	0,6	0,5	2,4	2,6	2,6	2,9	3,4	3,3	4,6	5,3	5,3
Sony	0,2	0,2	0,2	2,9	2,6	2,2	9,1	6,8	4,5	n.a.	n.a.	14,1
Microsoft	2,7	2,5	2,4	6,4	5,8	5,4	7,1	6,5	6,1	10,8	9,8	9,2
HP	0,7	0,7	0,6	4,4	4,4	4,2	5,9	5,9	5,7	6,9	6,9	6,6
Dell	0,4	0,4	0,4	4,9	4,3	4,1	6,1	5,1	4,9	10,4	8,7	8,5
Lenovo	0,1	0,1	0,1	5,6	4,5	3,8	8,5	6,2	4,9	24,1	16,9	13,3
LG	0,3	0,3	0,3	11,8	8,1	6,1	>20	>20	11,3	9,8	22,8	8,8
Nokia	0,2	0,3	0,3	2,6	4,3	4,4	3,3	6,2	6,3	7,2	18,3	18,7
HTC	2,4	1,3	0,9	15,0	8,4	6,5	15,3	8,6	6,7	19,0	10,9	8,5
Acer	0,1	0,2	0,2	4,5	10,6	6,4	5,1	13,5	7,3	8,9	>35	13,1
Samsung	0,7	0,6	0,6	3,8	3,6	3,2	6,4	6,4	5,7	7,5	7,7	6,9
Moyenne	1,1	0,9	0,8	6,3	5,8	4,8	7,5	7,2	6,3	11,7	11,3	10,5
Médiane	0,5	0,5	0,5	4,7	4,4	4,3	6,4	6,4	5,9	9,8	9,8	9,0
Apple	3,3	2,2	1,9	10,8	7,2	6,0	11,4	7,6	6,3	19,1	12,7	10,6

Source: Sociétés, Notes d'analystes, Yahoo Finance

Nous constatons donc ici deux choses principales. Tout d'abord, les multiples des sociétés de l'échantillon sont faibles. Le PE11E moyen des 12 sociétés étudiées est seulement de 11,3x, contre environ 13x pour le S&P 500 à la même date. Cela est à nos yeux la conséquence de deux facteurs principaux : le contexte boursier spécifique d'aversion au risque en 2011 (et donc de multiples bas par rapports à leurs moyennes historiques) et le risque représenté par ces sociétés technologiques. Nous reviendront plus amplement sur ce dernier point dans la deuxième partie de notre travail.

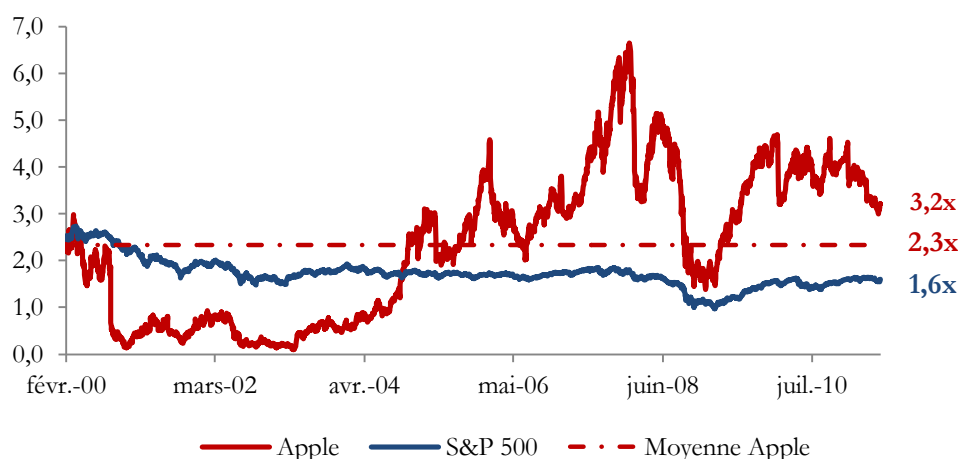
Le deuxième constat que nous faisons est que l'action Apple s'échange au 30 juin 2011 à des multiples légèrement supérieurs (pour les années 2011 et 2012, c'est-à-dire les plus intéressantes) à ceux de l'échantillon. Si le niveau absolu des multiples d'Apple nous étonne par sa faiblesse (un PE11E de 12,7x pour une société dont le chiffre d'affaires sur les douze derniers mois a cru de 70% par rapport à la même période de l'année précédente, et dont les analystes anticipent une progression de 59% du chiffre d'affaires annuel 2011), nous ne sommes en revanche pas surpris par la légère prime de valorisation de l'action Apple par rapport à ses comparables. Cela est en effet aisément justifiable par les importantes perspectives de croissance de la société, beaucoup plus prometteuses par exemple que celles des fabricants d'ordinateurs personnels.

Arrêtons-nous maintenant un instant sur les multiples historiques d'Apple, en remontant sur une période longue, afin de voir si l'action Apple s'est toujours échangée à ces multiples, ou si au contraire il s'agit d'un phénomène récent.

b) Les multiples historiques d'Apple

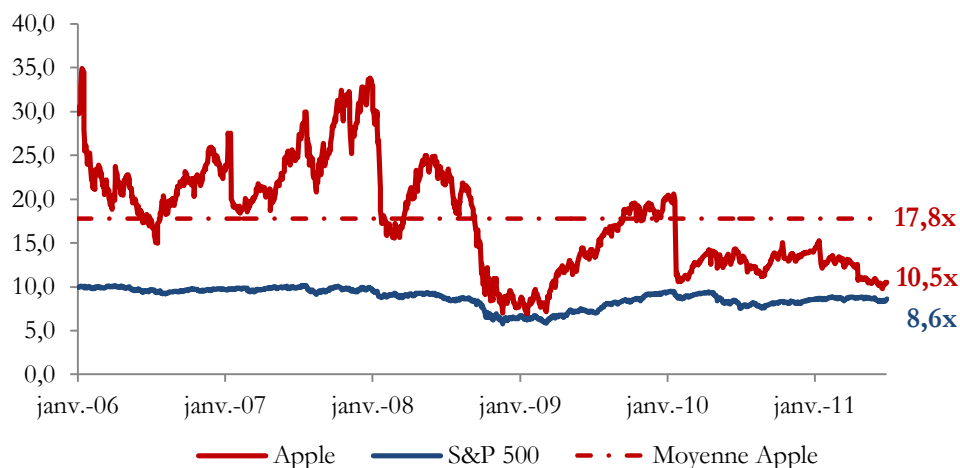
Nous présentons dans les graphes ci-dessous les multiples EV/Sales, EV/EBITDA, EV/EBIT et PE LTM (« last twelve months ») d'Apple et du S&P 500 pour la période allant de janvier 2006 au 30 juin 2011 (sauf pour les multiples EV/Sales pour lesquels nous remontons à l'année 2000)⁷.

Multiple historique EV/Sales LTM d'Apple (février 2000 - juin 2011)



Source: S&P Capital IQ

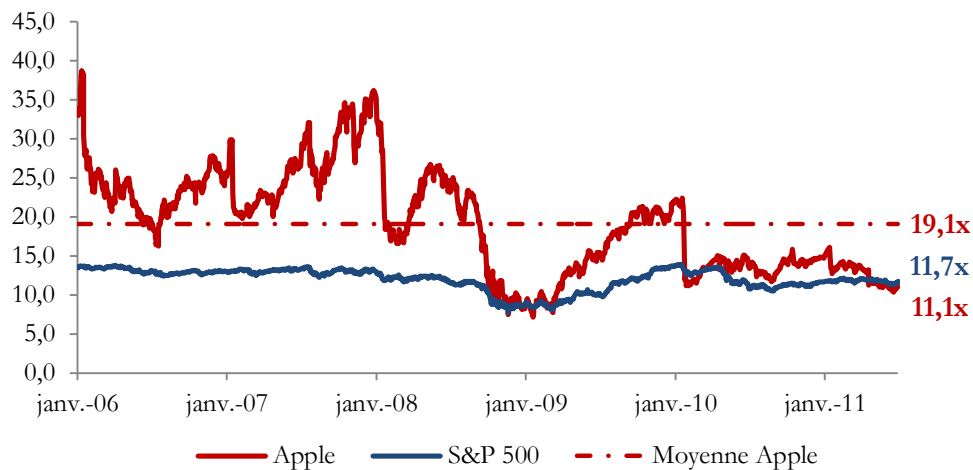
Multiple historique EV/EBITDA LTM d'Apple (janvier 2006 - juin 2011)



Source: S&P Capital IQ

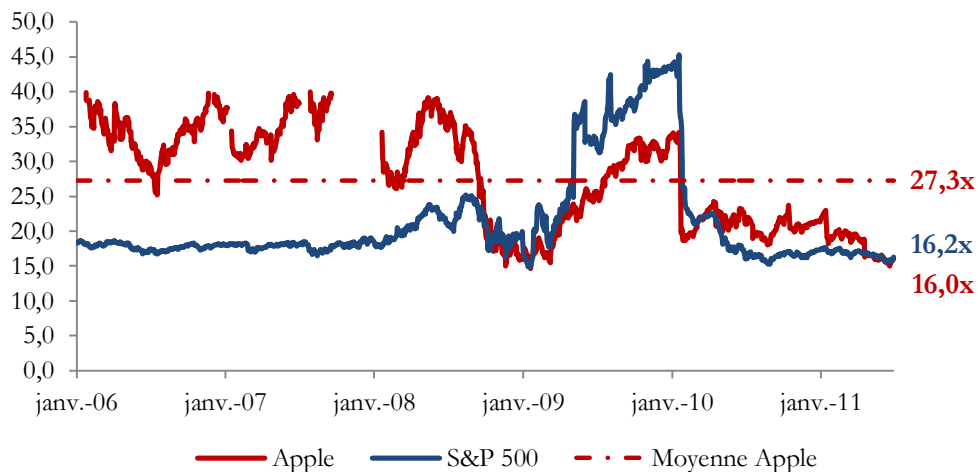
⁷ Pour les PE LTM, nous avons enlevé les multiples supérieurs à 40, afin de ne pas fausser le calcul de la moyenne.

Multiple historique EV/EBIT LTM d'Apple (janvier 2006 - juin 2011)



Source: S&P Capital IQ

Multiple historique PE LTM d'Apple (janvier 2006 - juin 2011)



Source: S&P Capital IQ

Ces graphes nous permettent de constater qu'à la fin juin 2011, l'action Apple s'échange à des multiples proches des plus bas historiques. Le multiple EV/EBIT LTM au 30 juin (11,1x) est certes supérieur au niveau de mars 2009 (8,0x) quand les marchés étaient à leurs plus bas, mais le PE LTM est à la fin juin 2011 à un plus bas historique sur la période 2006-2011. Il est également inférieur au multiple du S&P 500 (16,2x). Nous en concluons que les multiples de valorisation de l'action Apple au 30 juin 2011 sont historiquement faibles, ayant été égalés seulement lors de la période septembre 2008 – mars 2009, lorsque les marchés étaient en chute libre (point bas de 667 sur le S&P 500 touché début mars 2009).

4) Autres questions sur la valorisation

a) Le PE « ex cash », intérêt et critiques

Comme nous l'avons vu précédemment, un grand nombre d'analystes valorisent l'action Apple non pas sur la base du ratio Price/Earnings (PE) traditionnel mais en appliquant un PE « ex-cash », c'est-à-dire « excluding cash ». Plus précisément, le PE « ex-cash » est calculé en déduisant le montant de trésorerie nette par action du cours de bourse au numérateur du ratio PE traditionnel et en déduisant les revenus générés par la trésorerie nette du bénéfice par action au dénominateur⁸. Dans l'exemple d'Apple, on obtient :

Calcul du PE ex-cash d'Apple

Cours de l'action - 30/06/2011 (\$)	332,72
Consensus résultat net FY12E (\$m)	27 773
Nombre d'actions (*) (m)	934,5
Consensus EPS FY12E (\$)	29,7
Trésorerie nette (\$m)	65 767
Trésorerie nette par action (\$)	70,4
Consensus interest income pre tax FY12E (\$m)	381
Tax rate on interest income (**)	30%
Consensus interest income post tax FY12E (\$m)	267
Consensus interest income post tax par action FY12E (\$)	0,3
PE FY12E	11,2
PE FY12E ex-cash	8,9
% différence	26%

Source: Apple, Yahoo Finance, Consensus des analystes

(*) Nombre d'actions dilué à la fin du Q2 2011, supposé constant dans l'avenir

(**) Hypothèse de taux d'imposition des revenus des placements financiers de 30%

Les analystes utilisent le PE ex-cash pour valoriser Apple (mais aussi de nombreuses autres sociétés disposant de larges excédents de trésorerie, comme Microsoft ou Cisco Systems) en raison de l'importance de la trésorerie nette structurelle de l'entreprise. La trésorerie nette d'Apple représente en effet 21% de sa capitalisation boursière à fin juin 2011. En théorie, Apple pourrait donc distribuer cette trésorerie aux actionnaires (sous forme de dividendes ou de rachat

⁸ A noter que certains analystes *sell-side* ne déduisent par les revenus générés par la trésorerie du bénéfice par action. Il s'agit à nos yeux d'une erreur, même si les conséquences sur la valorisation sont marginales.

d'actions) à défaut de l'investir dans des projets rapportant au moins le coût du capital. Par prudence, on devrait néanmoins considérer qu'Apple doit conserver à son bilan pour financer son activité opérationnelle quotidienne un niveau minimum de trésorerie, estimé par les analystes à moins de 10 milliards de dollars. En prenant cela en compte, on obtient un PE ex-cash très légèrement plus élevé.

Le PE ex-cash reflète donc de façon plus fidèle la valorisation de l'activité opérationnelle de la société, son cœur de métier. En effet, dans le cas d'Apple, utiliser le ratio PE traditionnel revient à appliquer le même multiple de 11,2x à la fois à l'EPS « opérationnel » (c'est-à-dire hors revenus des placements financiers) et aux revenus après impôts des placements financiers par action. Cela est évidemment contestable, car comment justifier d'appliquer le même multiple à une activité opérationnelle de production d'appareils technologiques et à des revenus générés par une montagne de trésorerie placée dans des instruments générant du 0,75% annuel ?

Néanmoins, l'utilisation du PE ex-cash pose problème, et ce pour deux raisons principales. D'une part, le multiple devant être appliqué à l'EPS « opérationnel » doit tenir compte du risque plus important lié à la structure financière (car comme on l'a indiqué précédemment, utiliser le PE ex-cash revient à considérer, en quelque sorte, que les excédents de trésorerie peuvent être distribués dans leur totalité aux actionnaires). Ce multiple est donc nécessairement plus faible qu'un multiple qui serait appliqué à une entreprise qui aurait la même activité opérationnelle mais une structure financière moins risquée.

Mais de façon plus importante, utiliser le PE ex-cash revient à valoriser 1 dollar détenu par Apple exactement 1 dollar. Nous pensons que valoriser la trésorerie au bilan de sociétés en position de trésorerie nette structurelle massive à sa valeur faciale peut être trompeur. Cela n'est légitime selon nous que lorsque la société indique de façon claire aux investisseurs les utilisations qu'elle entend faire de ce cash, en particulier lorsqu'elle exprime sans ambiguïté sa volonté de distribuer ses excédents de trésorerie aux actionnaires.

Aussi, nous pensons qu'il est parfois légitime (et les investisseurs le font dans le cas d'Apple, comme nous le verrons dans le paragraphe II.2) d'attribuer une décote aux réserves de cash des entreprises présentant une trésorerie nette structurelle. Dans le tableau ci-dessous, nous effectuons le calcul du PE ex-cash d'Apple en appliquant une décote (arbitraire) de 30% aux réserves de cash.

PE ex-cash d'Apple avec décote appliquée aux excédents de trésorerie

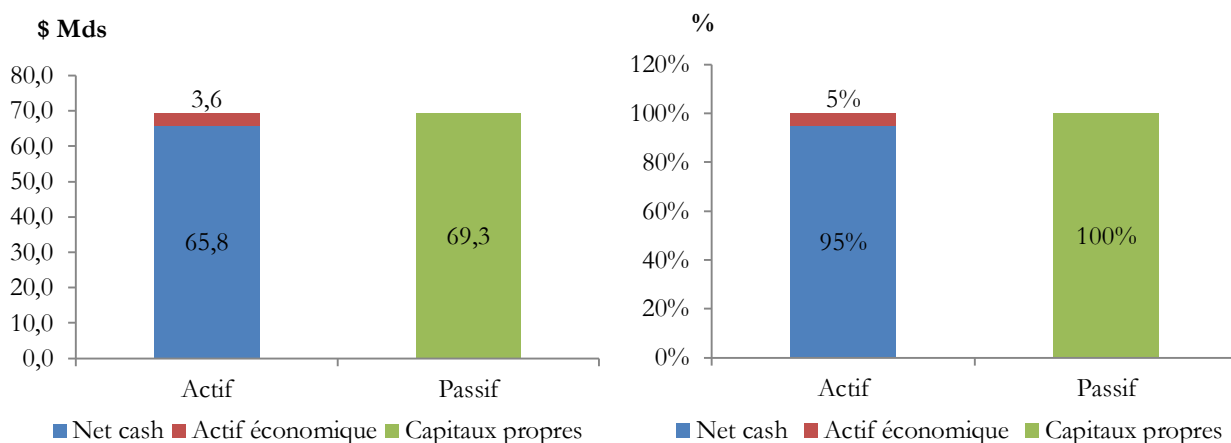
Trésorerie nette (\$m)	65 767
Décote (%)	30%
Trésorerie nette après décote (\$m)	46 037
Trésorerie nette après décote par action (\$)	49,3
Cours de l'action - 30/06/2011 (\$)	332,72
Consensus EPS FY12E (\$)	29,7
Consensus interest income post tax par action FY12E (\$)	0,3
PE FY12E ex-cash	9,6

Source: Apple, Yahoo Finance, Consensus des analystes

b) Quel WACC pour une société en net cash structurel ?

Apple ayant une très large – et structurelle – trésorerie excédentaire, comment calculer son coût du capital ? Tout d'abord, rappelons la structure du bilan de la société. C'est ce que nous présentons dans les deux graphes ci-dessous.

Structure du bilan d'Apple à la fin du Q2 2011



Source: Apple

Comme nous l'avons déjà indiqué précédemment, Apple possède une structure financière extrêmement inhabituelle avec une trésorerie nette égale à 95% de ses capitaux propres comptables et un actif économique ne représentant que 5% de ceux-ci⁹.

En valeurs de marché, on obtient les chiffres suivants :

Structure financière d'Apple en valeurs de marché

Nombre d'actions (m)	924,8
Cours au 30/06/2011 (\$)	332,7
Capitalisation boursière (\$m)	307 684
Trésorerie nette (\$m)	65 767
Trésorerie nette/capitalisation boursière	21%

Source : Apple, Yahoo Finance

Note : on considère que la valeur de marché de la trésorerie nette est égale à sa valeur comptable

⁹ Apple porte à son bilan un niveau élevé d'impôts différés passifs (7,9Mds\$ à la fin du Q2 2011). Nous classifions ces impôts différés passifs (structurels chez Apple) en capitaux propres car nous pensons qu'il est peu probable que ceux-ci donnent lieu à des flux de trésorerie sortants dans un avenir proche.

Le premier raisonnement qui nous vient alors à l'esprit lorsque l'on souhaite calculer le coût du capital serait de considérer que la société doit gagner un taux de rentabilité sur ses capitaux investis (c'est-à-dire à la fois sa trésorerie nette et son actif économique) égal au WACC (pour l'exemple, disons 14%). Or, ce raisonnement implique de façon évidente que le taux de rentabilité de l'actif économique soit nettement supérieur à 14%. En effet, la trésorerie nette d'Apple ne rapporte qu'un taux de rentabilité extrêmement faible (de l'ordre de 0,75% avant impôts), proche des taux du marché monétaire. Dès lors, afin d'obtenir un taux de rentabilité global égal à 14%, il faudrait que l'actif économique génère une rentabilité de 18%¹⁰. Ce raisonnement est à notre avis fallacieux, car il conduit à exiger un taux de rentabilité sur l'actif économique trop élevé compte tenu de son risque.

Le deuxième raisonnement qui nous vient à l'esprit consiste à considérer que l'actionnaire qui investit dans Apple sait que la trésorerie nette ne pourra générer qu'un taux de rentabilité de 0,75%. L'actionnaire exigera donc un taux de rentabilité de 14% sur l'actif économique et un taux de rentabilité de 0,75% sur la trésorerie nette. Ce faisant, l'actionnaire exigera un taux de rentabilité (coût des capitaux propres) de 11%¹¹. Ce raisonnement nous paraît légitime car il est cohérent que l'actionnaire demande un taux de rentabilité plus faible que le WACC étant donné le risque plus faible de la société, du fait de la présence de la trésorerie nette.

A présent que nous avons établi le lien entre WACC et coût des capitaux propres dans une société en trésorerie nette structurelle, effectuons maintenant le calcul du WACC d'Apple. Nous en déduisons alors le coût des capitaux propres.

Nous calculons tout d'abord la prime de risque (*equity risk premium*, ERP) d'Apple, en utilisant les primes de risque par zones géographiques données par Damodaran¹², pondérées par le chiffre d'affaires qu'Apple réalise dans chacune de ces zones¹³. Nous obtenons une prime de risque pour la société de 6,08%.

¹⁰ $21\% \times 0,75\% + 79\% \times 18\% = 14\%$

¹¹ $21\% \times 0,75\% + 79\% \times 14\% = 11\%$

¹² <http://people.stern.nyu.edu/adamodar> (données à fin janvier 2011)

¹³ Nous répartissons le chiffre d'affaires réalisé par le segment Retail (Apple Stores) au prorata du chiffre d'affaires par zones géographiques

Calcul de la prime de risque d'Apple

Géographie	CA TTM	ERP	Poids	ERP pondéré
Amérique du Nord	37 639	5,00%	43%	2,15%
Europe occidentale	26 993	5,94%	31%	1,83%
Asie (hors Japon)	16 769	8,84%	19%	1,70%
Japon	6 050	5,75%	7%	0,40%
Total	87 451		100,00%	6,08%

Source : Apple, Damodaran

Nous calculons ensuite le beta *déleveragé* d'Apple en utilisant là encore des moyennes par secteur données par Damodaran, en les pondérant par l'EV estimée de chaque secteur dans l'EV totale d'Apple (nous utilisons pour cela des multiples EV/Sales par secteur données par Damodaran). On obtient un beta *déleveragé* égal à 1,51.

Calcul du beta déleveragé d'Apple

Secteur	CA TTM	EV/Sales	EV estimée	Beta déleveragé
Computers/peripherals	24 558	1,49	36 563	1,33
Entertainment Tech	57 371	2,74	157 052	1,56
Entertainment	5 522	2,02	11 174	1,45
Total	87 451		204 789	1,51

Source : Apple, Damodaran

Nous pouvons désormais calculer le WACC d'Apple, en utilisant comme taux sans risque le taux des obligations d'Etat américaines à 10 ans au 30 juin 2011, soit 3,18%. On obtient un WACC de 12,4%.

Calcul du WACC d'Apple

Beta déleveragé	1,51
Taux sans risque	3,2%
Prime de risque (ERP)	6,1%
WACC	12,4%

Source : Apple, Damodaran, Yahoo Finance

On peut donc utiliser ce WACC de 12,4% pour déduire le taux de rentabilité exigé par les actionnaires d'Apple (coût des capitaux propres). Une simple application numérique¹⁴ donne le chiffre de 9,9%.

¹⁴ $21\% \times 0,75\% + 79\% \times 12,4\% = 9,9\%$

c) DCF indicatif

Nous présentons ci-dessous, à titre indicatif, une valorisation de l'action Apple par la méthode DCF. Les principales hypothèses que nous prenons sont les suivantes :

- Les données financières des années 2011, 2012 et 2013 sont issues du consensus des analystes
- La croissance du chiffre d'affaires décroît rapidement vers sa valeur à l'infini de 3%
- La marge d'EBITDA atteint un pic de 32% en 2013 avant de refluer vers 27% en année terminale
- Les charges de D&A convergent vers 2% du chiffre d'affaires en année terminale
- Le taux d'impôt sur l'EBIT converge rapidement vers 25%
- Le pourcentage capex/chiffre d'affaires décroît de 3% en 2011 à 2% en année terminale
- La variation du BFR converge vers 0,1% du chiffre d'affaires en année terminale
- Nous prenons le WACC calculé précédemment de 12,4%

Valorisation d'Apple par la méthode DCF

(\$m)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	Année terminale
Chiffre d'affaires	65 225	103 672	126 596	147 193	161 912	174 865	185 357	192 771	198 554
% croissance		58,9%	22,1%	16,3%	10,0%	8,0%	6,0%	4,0%	3,0%
EBITDA	19 412	32 342	38 774	47 060	50 193	52 459	53 753	53 976	53 610
% marge	29,8%	31,2%	30,6%	32,0%	31,0%	30,0%	29,0%	28,0%	27,0%
D&A	(1 027)	(1 674)	(1 991)	(2 616)	(2 914)	(3 148)	(3 522)	(3 663)	(3 971)
% du CA	1,6%	1,6%	1,6%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	2,0%
EBIT	18 385	30 668	36 783	44 444	47 278	49 312	50 232	50 313	49 639
% marge	28,2%	29,6%	29,1%	30,2%	29,2%	28,2%	27,1%	26,1%	25,0%
Impôts	(4 486)	(7 575)	(9 196)	(11 111)	(11 820)	(12 328)	(12 558)	(12 578)	(12 410)
Tax rate on EBIT	24,4%	24,7%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
D&A add-back	1 027	1 674	1 991	2 616	2 914	3 148	3 522	3 663	3 971
Gross cash flow	14 926	24 767	29 578	35 949	38 373	40 131	41 196	41 398	41 200
% du CA	22,9%	23,9%	23,4%	24,4%	23,7%	23,0%	22,2%	21,5%	20,8%
Net capex	(2 121)	(3 110)	(2 912)	(3 238)	(3 562)	(3 847)	(3 892)	(4 048)	(3 971)
% du CA	3,3%	3,0%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%
Variation du BFR	1 535	1 555	886	736	486	525	371	386	199
% du CA	2,4%	1,5%	0,7%	0,5%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%
Operating FCF	14 340	23 212	27 553	33 447	35 297	36 809	37 674	37 735	37 427
% du CA	22,0%	22,4%	21,8%	22,7%	21,8%	21,1%	20,3%	19,6%	18,9%
Valeur actuelle	14 340	22 545	23 813	25 723	24 156	22 416	20 416	18 197	171 259
Valeur actuelle cumulée		22 545	46 358	72 081	96 237	118 653	139 069	157 265	328 524
(Dette nette)/cash net									65 767
Autres									0
Equity Value									394 291
Nombre d'actions									935 944
Valeur par action									421,3
Upside vs cours au 30/06/2011									26,6%

Source : Apple, Notes d'analystes, Yahoo Finance

Nous obtenons ainsi une valeur par action de 421 dollars, soit une prime (importante) de 27% par rapport au cours de clôture du 30 juin 2011. Ce chiffre est en particulier inférieur au consensus moyen des analystes *sell-side*, ce qui signifie que ceux-ci ont, en moyenne, des hypothèses plus optimistes que celles que nous avons utilisé.

5) Conclusion sur la valorisation

Notre étude de la valorisation de l'action Apple par les analystes *sell-side* d'un côté, et par le marché de l'autre, met en évidence deux éléments principaux.

D'une part, l'action Apple se négocie en juin 2011 à des multiples faibles compte tenu de ses perspectives de croissance. La valorisation par la méthode DCF indique également une sous-valorisation de l'action.

D'autre part, les analystes *sell-side* confirment, dans leurs notes de recherche, que l'action Apple est à leur yeux sous-évaluée. Ils la recommandent en effet massivement à l'achat et fixent des objectifs de cours élevés.

Dans la deuxième partie de notre travail, nous nous penchons sur les raisons qui peuvent expliquer, selon nous, cette différence de perception, et d'appréciation, de l'action Apple entre le marché et les analystes.

II. La recherche d'éléments explicatifs

1) La perception du risque par le marché et son impact sur la valorisation

a) Les déterminants d'un multiple faible et la construction d'un « *bear case* »

Les deux principaux déterminants du multiple de valorisation que le marché applique aux bénéficiaires d'une entreprise sont d'une part ses perspectives de croissance future, et d'autre part son risque. Plus les perspectives de croissance des résultats d'une société sont importantes, plus son multiple est élevé. Inversement, plus le risque de la société est élevé, plus son multiple est faible.

Notre objet n'est pas ici d'analyser ou d'argumenter sur les prévisions de chiffre d'affaires, de volumes vendus ou de marges des analystes, même si ces prévisions ne sont que la quantification des perspectives de croissance et des risques auxquels la société fait face. On affirmera donc seulement que l'écart entre le multiple accordé par le marché à l'action Apple et celui (plus élevé) que les analystes considèrent comme légitime, traduit des perceptions différentes du potentiel de croissance et du risque de l'entreprise.

On soulignera en particulier, comme on l'a déjà vu dans la première partie de notre travail, que les multiples de valorisation en juin 2011 des grandes entreprises technologiques sont relativement faibles, y compris par rapport au marché dans son ensemble, compte tenu de leurs perspectives de croissance. Ce n'est que la conséquence du fait que le marché considère que ces entreprises présentent un risque élevé. En particulier, contrairement à d'autres entreprises industrielles matures, il est très difficile, voire impossible, de savoir à quoi ressembleront ces entreprises technologiques dans un avenir plus ou moins lointain. C'est ce qu'expriment Warren Buffett et Bill Gates dans une conversation organisée devant des étudiants de l'Université de Washington en 1998 : « *This is an area where I agree strongly with Warren. I think the multiples of technology stocks should be quite a bit lower than the multiples of stocks like Coke and Gillette, because we are subject to complete changes in the rules. I know very well that in the next ten years, if Microsoft is still a leader, we will have had to weather at least three crises* »¹⁵

Dans ce paragraphe, afin d'illustrer concrètement les principaux risques auxquels fait face la société Apple en 2011, et l'extrême sensibilité de la valorisation de l'action à quelques paramètres clés, nous construisons un « *bear case* » sur Apple (une pratique courante des analystes et gérants *buy-side*, qui nous permet également de mieux appréhender leur façon de prendre des

¹⁵ Brent Schlender, « The Bill & Warren Show », Fortune Magazine, 1998.

décisions d'investissements) que nous comparons à un « *base case* » basé sur les prévisions des analystes *sell-side*.

Notre « *bear case* » est le suivant. Apple, au cours des dix années précédentes, a créé et introduit trois produits révolutionnaires (l'iPod, l'iPhone et l'iPad) qui expliquent la croissance phénoménale de son chiffre d'affaires sur la période. Apple ne dispose plus en 2011 de relais de croissance significatifs (notamment comparés à sa taille actuelle) liés à l'introduction de nouveaux produits. La croissance de son chiffre d'affaires est donc amenée à ralentir très fortement : 40% en 2011, 15% en 2012 et 5% en 2013. De plus, les *smartphones* et les tablettes d'Apple, qui assurent l'essentiel du chiffre d'affaires et des profits de la société, souffrent d'une concurrence croissante de la part d'acteurs asiatiques (notamment Samsung), qui pèse fortement sur les marges. Toute tentative de la part d'Apple d'élargir sa base de clients (par exemple en introduisant un iPhone « *low cost* ») se fait au dépend de ses marges. La marge brute de la société passe donc de 39% en 2010 à 30% en 2013, et la marge opérationnelle passe de 28% en 2010 à 20% en 2013. Le tableau ci-dessous résume nos hypothèses « *bear* », et les compare avec les données du « *base case* », construit en utilisant le consensus des analystes *sell-side* présenté précédemment.

Apple : *Bear case* et *base case*

	Bear case				Base case (consensus des analystes)			
	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
Chiffre d'affaires	65 225	91 315	105 012	110 263	65 225	103 672	126 596	147 193
% croissance		40%	15%	5%		59%	22%	16%
Marge brute	25 684	31 960	33 604	33 079	25 684	40 822	49 305	58 483
% marge	39,4%	35,0%	32,0%	30,0%	39,4%	39,4%	38,9%	39,7%
EBIT	18 385	22 829	24 153	22 053	18 385	30 668	36 783	44 444
% marge	28,2%	25,0%	23,0%	20,0%	28,2%	29,6%	29,1%	30,2%
Résultat net	14 013	17 461	18 560	17 088	14 013	23 359	28 100	34 028
EPS	15,1	18,7	19,8	18,3	15,1	25,0	30,0	36,4
% croissance		24%	6%	-8%		65%	20%	21%

Source : Apple, Analystes

A partir de ces hypothèses sur les croissances du chiffre d'affaires et sur les marges dans les deux scénarios, nous construisons deux modèles liant comptes de résultats, bilans, et tableaux de flux de trésorerie. Nous reproduisons ces deux modèles, et nous précisons les quelques hypothèses supplémentaires que nous avons prises, en annexe 3.

Nous construisons maintenant notre valorisation en utilisant la méthode du PE ex-cash appliquée aux résultats 2013. Nous appliquons un PE ex-cash « conservateur » de 8,0x dans les deux cas.

Valorisation de l'action Apple : *bear case* et *base case*

	Bear case	Base case (consensus des analystes)
EPS 2013 (\$)	18,2	36,3
Revenus financiers après-impôts 2013, par action (\$)	0,5	0,7
EPS "opérationnel" 2013 (\$)	17,7	35,7
Trésorerie nette par action (\$)	111,6	146,7
Multiple ex-cash	8,0	8,0
Valeur par action	253,2	432,0
<i>Potentiel versus cours au 30/06/2011</i>	-24%	29%

Source : Apple, Analystes

On obtient donc une valeur de 432 dollars par action dans le *base case*, un chiffre légèrement inférieur à l'objectif de cours des analystes *sell-side* que nous avons détaillé dans la première partie de ce travail, mais seulement 253 dollars dans notre *bear case*, soit 24% de moins que le cours au 30 juin 2011.

Cet exemple de construction d'un *bear case*, bien qu'exagérément simpliste, illustre selon nous de façon pertinente la sensibilité de la valeur de l'action Apple à quelques hypothèses clés sur les croissances du chiffre d'affaires et les marges. Cela nous permet également d'appréhender de façon plus intime le mode de pensée de nombreux gérants de fonds et leur façon de valoriser l'action. Nous pensons notamment que la faiblesse des multiples de valorisation de l'action Apple en juin 2011 est liée en partie au fait que les analystes et gérants *buy-side* accordent sans doute une importance plus grande à leurs *bear cases* que ne le font les analystes *sell-side*.

2) Le marché attribue-t-il une décote aux réserves de cash d'Apple ?

a) La politique d'allocation du capital et son impact sur la valorisation

La politique d'allocation du capital d'Apple, et notamment sa gestion de ses colossales réserves de cash, contribue-t-elle à expliquer la faiblesse des multiples de valorisation de la société ? En effet, un nombre de plus en plus grand d'actionnaires mais aussi d'analystes ont émis des critiques fortes à l'encontre de la politique de redistribution (alors inexistante) de la trésorerie excédentaire de la société, à mesure que celle-ci s'accroissait¹⁶. Autrement dit, le marché attribue-t-il en juin 2011 une décote à la trésorerie nette de la société lorsqu'il valorise le titre Apple ?

Rappelons pour commencer quelques chiffres sur les réserves de cash d'Apple ainsi que sur sa gestion par l'entreprise.

- A la fin du T2 2011 (clôturé le 26 mars), Apple possède à son bilan une trésorerie nette (Apple ne possède aucune dette financière ou bancaire à son bilan) de 65,8 milliards de dollars, soit 70,3 dollars par action. Ces réserves de cash représentant 21% de la capitalisation boursière au 30 juin 2011.
- Environ 31% de ce montant est investi dans des titres d'état américain, et 35% dans des titres d'entreprise. Le taux d'intérêt perçu par Apple sur sa trésorerie est très faible : 0,76% au Q2 2011, 0,75% au Q1 2011 et 0,75% pour l'année fiscale 2010, soit des taux proches de ceux du marché monétaire.
- De plus, la très solide génération de *free cash flows* d'Apple contribue à accroître, trimestre après trimestre, les réserves de cash de l'entreprise, en l'absence d'acquisitions importantes, de versement de dividendes ou de rachats d'actions. Sur les quatre derniers trimestres clôturés (T3 2010 à T2 2011), Apple a accru en moyenne sa trésorerie nette de 6 milliards de dollars par trimestre.
- Enfin, sur les 65,8 milliards de trésorerie nette d'Apple, 40,2 milliards de dollars sont détenus par des filiales étrangères (soit 61%), le reste étant détenu aux Etats-Unis (25,6 milliards de dollars). Si Apple choisissait de rapatrier aux Etats-Unis la trésorerie détenue dans des filiales étrangères, il s'exposerait à une taxe de l'ordre de 35% sur les sommes rapatriées.

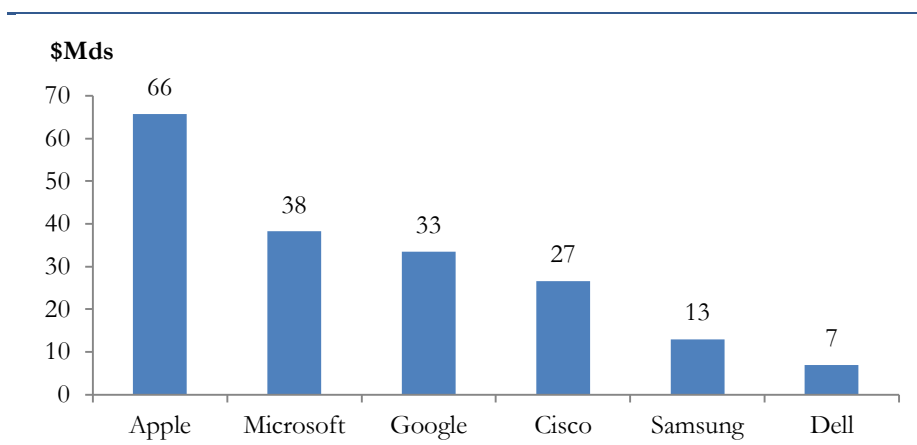
¹⁶ Par exemple : « An open letter to CEO Steve Jobs and Apple's Board – Time to return cash to shareholders », T. Sacconaghi, BernsteinResearch, 12 août 2010

Que penser alors d'une part du niveau absolu de trésorerie qu'Apple conserve à son bilan, et d'autre part de sa politique d'allocation du capital ?

La première remarque que nous pouvons faire est que les entreprises (notamment américaines) ont, dans le contexte de crise financière et économique auxquelles elles ont fait face depuis 2007, renforcé de façon significative leurs réserves de cash (perçues à juste titre comme une protection contre les aléas de conjoncture). Cela se mesure par exemple par le ratio trésorerie/capitalisation boursière. Selon UBS, ce ratio passe en moyenne dans le monde de moins de 5% à plus de 10% entre 2005 et 2011¹⁷.

En particulier, un certain nombre de sociétés technologiques de premier plan présentent à leurs bilans de massives réserves de cash, comme le montrent les deux graphes ci-dessous.

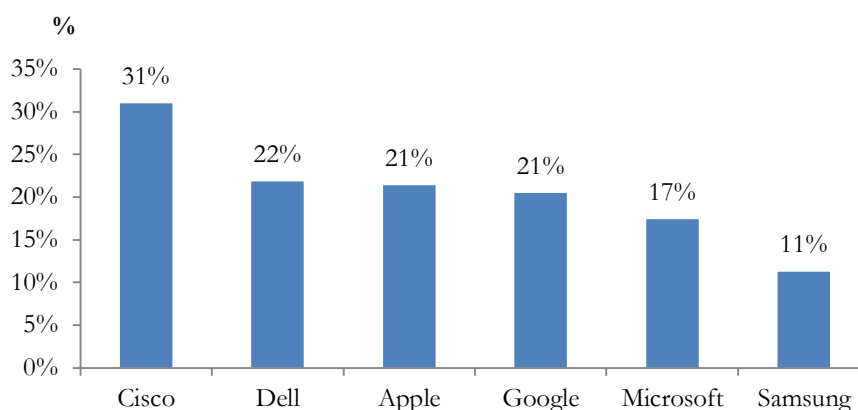
Trésoreries nettes au bilan de certaines sociétés technologiques



Source : Sociétés

¹⁷ UBS, Stéphane Deo, Ramin Nakisa, Rob Mellor. Cité dans <http://ftalphaville.ft.com/2012/08/10/1114401/the-opportunity-cost-of-hoarding-cash-is-lower-than-you-think/>

Trésoreries nettes en pourcentage de la capitalisation boursière



Source : Sociétés, Yahoo Finance

La situation d'Apple n'est donc pas unique. Le montant absolu de ses réserves de cash n'en reste pas moins extraordinaire. Il s'agit en effet de la plus grande position *net cash* de toutes les entreprises américaines cotées. Pourquoi Apple, ainsi que d'autres sociétés, notamment du secteur technologique, décident-elles alors de conserver de telles réserves de cash dans leurs bilans ? Selon nous, pour deux raisons principales.

Tout d'abord, dans un secteur où les mutations technologiques sont fréquentes et où les attentes des consommateurs rapidement changeantes, les retournements de tendance sont très rapides et les entreprises du secteur peuvent se trouver confrontées brutalement à des situations extrêmement compliquées. Les exemples historiques sont multiples : pensons par exemple aux difficultés de Nokia dans les *smartphones* ou à celles de RIM plus récemment. Maintenir un niveau élevé de réserves de cash (un « trésor de guerre ») permet à ces entreprises de garder une plus grande marge de manœuvre en cas de difficultés financières, d'autant plus qu'une augmentation de capital ne peut alors pas toujours être réalisée à des conditions acceptables.

La deuxième raison possible trouve son explication dans la théorie du signal. Le management d'Apple pourrait penser que redistribuer le cash aux actionnaires (sous la forme de dividendes ou de rachats d'actions) pourrait envoyer un signal négatif au marché. En effet, verser un dividende pour une entreprise de croissance peut être perçu comme l'aveu que les perspectives de croissance de la société sont amoindries. Dès lors, la société ne trouvant plus de projets suffisant pour investir sa trésorerie, elle préfère la distribuer aux actionnaires. Le management d'Apple pourrait donc craindre que la perception de la société par le marché change : Apple ne serait plus vue comme une entreprise de croissance forte, mais comme une

entreprise mature. De nombreuses autres sociétés technologiques connaissant un grand succès (comme Google ou Amazon) ne payent pas de dividendes.

Pourquoi le marché attribuerait-il alors une décote à la trésorerie nette d'Apple ? Une des raisons principales (invoquées notamment par de nombreux actionnaires d'Apple) réside dans le coût d'opportunité du cash inactif. Ces excédents de trésorerie sont en effet placés dans des instruments financiers très sûrs mais rapportant des taux d'intérêts faibles, en général inférieurs à l'inflation. Cette trésorerie est donc très loin de rapporter le coût des capitaux propres. De plus, en l'absence d'une volonté clairement affichée par l'entreprise de redistribuer aux actionnaires ces excédents de trésorerie (ou bien de les utiliser pour d'autres projets, ou encore pour financer des acquisitions), les investisseurs savent que les profits futurs seront réinvestis à un rendement faible. Le marché applique donc une décote à la trésorerie nette excédentaire qui se trouve au bilan, mais a tendance également à abaisser le multiple qu'il accorde aux résultats de l'entreprise car ses profits futurs seront réinvestis de façon sous optimale.

Essayons maintenant de quantifier la décote que le marché attribue aux réserves de cash d'Apple à la fin juin 2011. Pour cela, nous calculons dans un premier temps l'EPS CY12E « opérationnel » d'Apple (c'est-à-dire hors impact des produits de la trésorerie nette) en nous fondant sur le consensus des analystes¹⁸. Nous en déduisons alors le PE CY12E ex-cash d'Apple qui est de 8,5x. Ce PE ex-cash, tel qu'il est calculé ici, suppose bien entendu qu'aucune décote n'est appliquée à la trésorerie nette.

Calcul du PE ex-cash CY12E d'Apple

Consensus EPS CY12E (\$)	31,4
Consensus interest income post tax par action CY12E (\$)	0,4
Consensus "operating" EPS CY12E (\$)	31,0
Trésorerie nette par action (\$)	70,4
Cours de l'action - 30/06/2011 (\$)	332,7
PE CY12E ex-cash	8,5

Source : Apple, Notes d'analystes, Yahoo Finance

¹⁸ Nous calculons dans cette partie des EPS et des multiples pour l'année calendaire 2012, et non pour l'année fiscale d'Apple qui se termine en septembre. C'est pour cela que l'EPS et le PE ex cash ne sont pas égaux à ceux calculés au paragraphe I.4) a)

Afin de quantifier la décote que le marché attribue aux réserves de cash d'Apple, nous procédons de la façon suivante. Nous sélectionnons les trois comparables d'Apple qui nous paraissent les plus pertinents (Microsoft, Google et Samsung). Ces trois entreprises ont de plus, tout comme Apple, de très importantes positions de trésorerie nette à leur bilan, comme nous l'avons vu plus haut. Nous calculons ensuite leurs PE CY12E ex-cash, sur la base de leur cours de bourse au 30 juin 2011 et du consensus des analystes pour les données financières. Enfin, nous calculons la moyenne de ces trois chiffres. Le tableau ci-dessous présente les résultats obtenus.

Ratios PE ex-cash CY12E de trois comparables d'Apple

	Microsoft	Google	Samsung	Moyenne
PE CY12E ex-cash	7,8	11,7	7,1	8,9

Source : Sociétés, Notes d'analystes, Yahoo Finance

Nous considérons ensuite qu'Apple mérite (au moins, pourrions-nous sans doute justifier) ce multiple de 8,9x. Autrement dit, nous considérons que le marché applique ce multiple « juste » de 8,9x aux résultats d'Apple, mais que parallèlement, il attribue une décote à sa trésorerie nette, que nous pouvons alors aisément calculer.

Décote implicite attribuée par le marché à la trésorerie nette d'Apple

Consensus "operating" EPS CY12E (\$)	31,0
PE CY12E ex-cash attribué par le marché	8,9
Valeur de l'activité "opérationnelle" par action (\$)	274,8
Cours de l'action - 30/06/2011 (\$)	332,7
Valeur implicite des réserves de cash par action (\$)	58,0
Trésorerie nette par action (\$)	70,4
Décote implicite sur la trésorerie nette (%)	18%

Source : Apple, Notes d'analystes, Yahoo Finance

Ainsi, en attribuant un multiple de 8,9x aux résultats d'Apple, le marché valorise implicitement la trésorerie nette d'Apple avec une décote de 18%. Il s'agit d'une décote importante, qui correspond d'ailleurs à peu près au montant de la trésorerie nette qu'Apple pourrait distribuer s'il rapatriait la trésorerie détenue dans les filiales étrangères et s'acquittait de la taxe de 35%¹⁹.

Dans le tableau ci-dessous, nous présentons une table de sensibilité donnant la décote implicite sur la trésorerie nette en fonction du PE CY12E ex-cash d'Apple.

Décote implicite attribuée par le marché à la trésorerie nette d'Apple

	PE ex-cash								
	8,5	8,6	8,7	8,8	8,9	9,0	9,1	9,2	9,3
Décote	0%	4%	9%	13%	18%	22%	26%	31%	35%

Source : Apple, Notes d'analystes, Yahoo Finance

Selon nous, le marché attribue un multiple plus haut aux résultats d'Apple que ne l'affirment les analystes *sell-side*, mais attribue également une décote importante à ses réserves de cash. On le voit, on peut donc affirmer avec une certaine force que le marché attribue une décote non négligeable aux réserves de cash d'Apple. Cela peut expliquer, selon nous, une part de la sous-valorisation d'Apple par le marché.

Comment Apple pourrait-il alors diminuer voir annuler cette décote ? Selon nous, en annonçant au marché de façon claire l'usage qu'il entend faire de ses excédents de trésorerie. En particulier, annoncer au marché un plan précis de distribution de la trésorerie excédentaire (en l'absence d'acquisitions majeures), via l'initiation d'une politique de versement de dividendes ou de rachats d'actions, réduirait de façon significative la décote que le marché attribue aux réserves de cash d'Apple.

L'initiation d'une politique de versement de dividendes pourrait attirer une nouvelle classe d'investisseurs, notamment des fonds *value*. De nombreux fonds ne peuvent en effet investir que dans des sociétés versant des dividendes, de par leurs statuts.

¹⁹ Sur les 70,4 dollars de cash par action détenus par Apple, 42,9 sont détenus par des filiales étrangères. Si Apple rapatrie ce cash et s'acquitte de la taxe de 35%, il devrait payer 15,0 dollars de taxes par action. Cela correspondrait à une valeur de cash par action de 55,3 dollars (équivalent à une décote de 21%).

Nous présentons, en Annexe 4, une simulation de l'impact d'une offre de rachat d'actions sur l'EPS d'Apple et la valeur pour les actionnaires. Dans le paragraphe suivant, nous précisons, en nous appuyant sur la littérature académique existant sur le sujet, l'impact de l'initiation d'une politique de versement de dividendes sur la richesse des actionnaires.

b) Initiation d'une politique de dividendes et richesse des actionnaires

Comme nous allons le voir dans ce paragraphe, de nombreux articles de recherche montrent, à partir d'études empiriques, l'impact positif de l'initiation d'une politique de versement de dividendes sur la richesse des actionnaires.

Ces études vont à rebours de la démonstration de Miller et Modigliani (1961) qui montrent qu'en l'absence d'imperfections, la politique de dividende d'une firme n'a pas d'impact sur la richesse des actionnaires. L'étude empirique réalisée par Black et Scholes (1974) tend à confirmer l'absence de relation entre le rendement d'une action et sa performance boursière.

Les chercheurs ayant mis en cause cette théorie affirmant l'absence de pertinence du versement de dividendes se sont donc focalisés sur les imperfections, en particulier le régime d'imposition différencié entre dividendes et plus-values. Les dividendes étant, dans de nombreuses juridictions, et notamment aux Etats-Unis, imposés à des taux plus élevés que les plus-values, le versement de dividendes aurait un impact négatif sur la richesse des actionnaires.

A l'inverse, de nombreux chercheurs, comme Gordon et Bradford (1979), affirment l'existence d'un impact positif du versement de dividendes sur la valeur de la firme, dû à la présence de contraintes institutionnelles (de nombreux fonds sont contraints par leurs statuts de n'investir que dans des sociétés versant des dividendes). Une autre école de pensée défend l'existence d'un impact positif de la distribution de dividendes, celle-ci étant une source d'information précieuse et pertinente (comme le montre Pettit (1972)) pour les investisseurs, à la fois sur la santé actuelle de l'entreprise mais également sur ses perspectives futures.

L'étude empirique que nous présentons ici, réalisée par Asquith et Mullins (1983), étudie l'impact de l'initiation d'une politique de versement de dividendes sur la richesse des actionnaires, en évitant les trois écueils, qui, selon les auteurs, expliquent les désaccords entre les études citées ci-dessus. Tout d'abord, les deux chercheurs contrôlent et « isolent » les sources d'informations « polluantes », comme les annonces de résultat, qui parfois sont concomitantes avec l'annonce du versement d'un dividende. Deuxièmement, ils tiennent compte des prévisions et des anticipations des investisseurs quant au versement et au montant des dividendes versés. Enfin, les chercheurs étudient aussi la relation entre le montant absolu du dividende distribué et la performance de l'action.

Les deux chercheurs analysent un échantillon de 168 entreprises ayant décidé de verser pour la première fois un dividende, sur la période 1963-1980, et analysent les rendements excédentaires (« *excess returns* ») moyens des actions en question.

Les conclusions de l'étude sont significatives : initier une politique de distribution de dividendes accroît la richesse des actionnaires. L'« *excess return* » cumulé sur les 10 jours suivant l'annonce du versement de dividendes atteint +5,1% pour l'échantillon considéré. De plus, les augmentations ultérieures du niveau du dividende génèrent des rendements excédentaires aussi larges, voire plus larges, que lorsque l'entreprise annonce son intention de distribuer un dividende pour la première fois. Les deux chercheurs concluent que ces résultats sont cohérents avec l'hypothèse que les dividendes constituent une source d'information privilégiée pour les investisseurs.

3) La structure actionnariale d'Apple

a) L'action Apple est-elle sous-détenue par les gérants institutionnels ?

L'action Apple est-elle sous-valorisée car sous-détenue par les gérants institutionnels ? Dans ce paragraphe, nous tenterons de répondre à cette question en analysant, sur une durée longue, les tendances de possession de l'action Apple par les plus grands gérants américains de fonds actions.

Précisons tout d'abord que la structure actionnariale d'Apple est extrêmement atomisée. Nous présentons en Annexe 5, la composition de l'actionnariat d'Apple au 30 juin 2011.

Afin d'étudier les tendances de possession de l'action Apple par les grands gérants américains, nous utilisons les données publiées chaque trimestre par le *Chief US Equity Strategist* de Citi, Tobias Levkovich²⁰. Ce dernier compile en effet à la fin de chaque trimestre les 10 plus grosses positions des 50 plus gros fonds actions américains en termes d'actifs sous gestion, gérés de façon active (i.e. excluant les fonds passifs). Il présente ensuite dans ses notes trimestrielles les 30 valeurs qui reviennent le plus souvent parmi les 10 premières positions de chacun des 50 plus gros fonds, classées par nombre d'occurrences. Les 50 plus gros fonds, identifiés par Citi chaque trimestre, représentent selon la période considérée entre 1 et 2 trillions de dollars d'actifs gérés, soit 30% à 40% du total des actifs gérés par les fonds actions américains. L'échantillon est donc particulièrement significatif. Nous présentons dans l'annexe 6 des statistiques plus précises sur les échantillons de fonds analysés trimestriellement. Pour appuyer la démonstration que nous faisons dans ce paragraphe, nous analyserons les données publiées par T. Levkovich de 2005 à la fin de l'année 2012.

De plus, T. Levkovich publie à partir du deuxième trimestre 2011 les mêmes données, avec la même méthodologie, pour les 50 plus gros *hedge funds* américains. Ces données nous permettront d'apporter un éclairage supplémentaire à la question posée dans ce paragraphe.

Nous présentons ci-dessous les données pour Apple et deux de ses comparables, Microsoft et Google. La colonne « nombre de fonds » indique, comme nous l'avons expliqué plus haut, le nombre de fonds (parmi les 50 analysés) qui possèdent l'action en question parmi leurs 10 plus grosses positions à la fin du trimestre considéré. Par exemple, à la fin du deuxième trimestre 2011, 16 des 50 plus gros fonds actions américains possèdent Apple parmi leurs 10 premières

²⁰ Tobias M. Levkovich, Citi Investment Research & Analysis, « The Top Tens », notes trimestrielles.

positions²¹. Nous indiquons également les capitalisations boursières pour chacune des sociétés, à la fin de chaque trimestre.

Détention des actions Apple, Microsoft et Google par les gérants actions américains

	Apple		Microsoft		Google	
	# de fonds	Capitalisation boursière	# de fonds	Capitalisation boursière	# de fonds	Capitalisation boursière
4Q05	2	60,587	17	278,358	6	122,611
1Q06	3	53,250	15	281,378	7	115,922
2Q06	3	47,187	14	237,688	8	127,093
3Q06	4	75,575	12	293,814	10	155,066
4Q06	5	81,093	13	278,645	12	145,544
1Q07	4	106,357	11	282,278	11	162,952
2Q07	3	105,558	11	281,934	11	162,846
3Q07	5	133,876	12	275,598	13	176,963
4Q07	9	174,039	19	332,112	13	216,376
1Q08	6	126,485	19	264,218	11	138,186
2Q08	10	148,310	12	251,744	13	165,429
3Q08	8	100,967	16	239,596	9	125,998
4Q08	7	75,871	14	172,930	8	96,834
1Q09	10	93,758	14	163,456	11	109,904
2Q09	10	127,063	17	211,546	10	133,197
3Q09	10	166,779	17	228,908	10	157,152
4Q09	11	190,983	19	268,559	12	196,493
1Q10	12	213,765	20	256,617	12	180,500
2Q10	13	229,768	18	199,451	12	141,767
3Q10	13	259,907	17	209,683	14	167,850
4Q10	14	297,089	16	234,528	14	190,843
1Q11	14	322,256	11	214,063	13	189,011
2Q11	16	311,134	13	217,776	14	163,393
3Q11	17	354,352	15	209,325	15	166,748
4Q11	18	377,547	17	217,597	15	209,850
1Q12	20	560,568	21	270,942	11	208,984
2Q12	22	547,363	20	256,375	15	189,650
3Q12	17	626,550	12	250,639	15	247,893
4Q12	14	499,696	12	223,667	19	233,421

Source : Citi, Sociétés, Yahoo Finance

²¹ Ces données nous permettent donc seulement de nous intéresser à la présence, ou non, parmi les dix premières positions des fonds, mais non à la place précise parmi les dix premières positions (Il n'y a pas de pondération en fonction de la place parmi les dix premières positions).

Cette première analyse nous permet de dresser plusieurs constats. A la fin de l'année 2005, l'action Apple ne figure pas dans les principales positions des grands fonds actions américains, contrairement à Microsoft, qui est très présent, et même à Google, dans une moindre mesure. En revanche, l'action Apple va, jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2011 (c'est-à-dire à la date qui nous intéresse du 30 juin 2011), entrer dans un nombre de plus en plus grands de portefeuilles institutionnels, parmi les principales positions, jusqu'à devenir plus représentée que Microsoft et Google. Cela, bien entendu, est l'un des principaux facteurs de la hausse spectaculaire de l'action Apple sur la période.

Nous cherchons maintenant à déterminer si l'action Apple est sur-détenue, ou sous-détenue, par rapport à sa capitalisation boursière. En effet, la capitalisation boursière d'Apple augmentant, il est tout à fait logique que de plus en plus de fonds actions détiennent le titre Apple (ne serait-ce que parce que le poids d'Apple dans les indices augmente). Dès lors, pour obtenir une mesure de la surreprésentation, ou de la sous-représentation, d'Apple, relativement à sa capitalisation boursière, dans les portefeuilles des gérants institutionnels, nous calculons pour chaque trimestre le ratio Nombre de fonds / Capitalisation boursière (nous l'appelons R-ratio). Nous faisons de même pour Microsoft et Google. Enfin, nous cherchons à obtenir le même ratio pour un panel plus large de *large caps*, afin d'obtenir un ratio « moyen » de détention des *large caps* par les gérants institutionnels. Ainsi, en comparant les ratios obtenus pour Apple et pour l'échantillon plus large de *large caps*, on pourra déterminer si l'action Apple est sur-détenue, ou sous-détenue, relativement à sa capitalisation boursière. Afin de calculer ce ratio moyen de détention des *large caps*, nous faisons une moyenne, pour chaque trimestre, des R-ratios des 20 actions les plus représentées parmi les 10 premières positions des fonds étudiés. Nous présentons les résultats obtenus dans le tableau ci-dessous.

Nous pouvons maintenant représenter graphiquement les résultats obtenus. C'est ce que nous faisons dans le graphe qui suit le tableau de données.

Le résultat obtenu est tout à fait parlant. L'action Apple est clairement sous-détenue par les gérants de fonds actions, relativement à sa capitalisation boursière, à partir de la fin de l'année 2009. En revanche, ce n'est pas le cas pour les actions Microsoft et Google, qui sont plutôt sur-détenues au cours de la période. La détention de l'action Apple n'augmente donc pas proportionnellement à sa capitalisation boursière, qui passe de moins de 200 milliards de dollars fin 2009 à plus de 560 milliards de dollars début 2012. Il s'agit selon nous d'un facteur clé

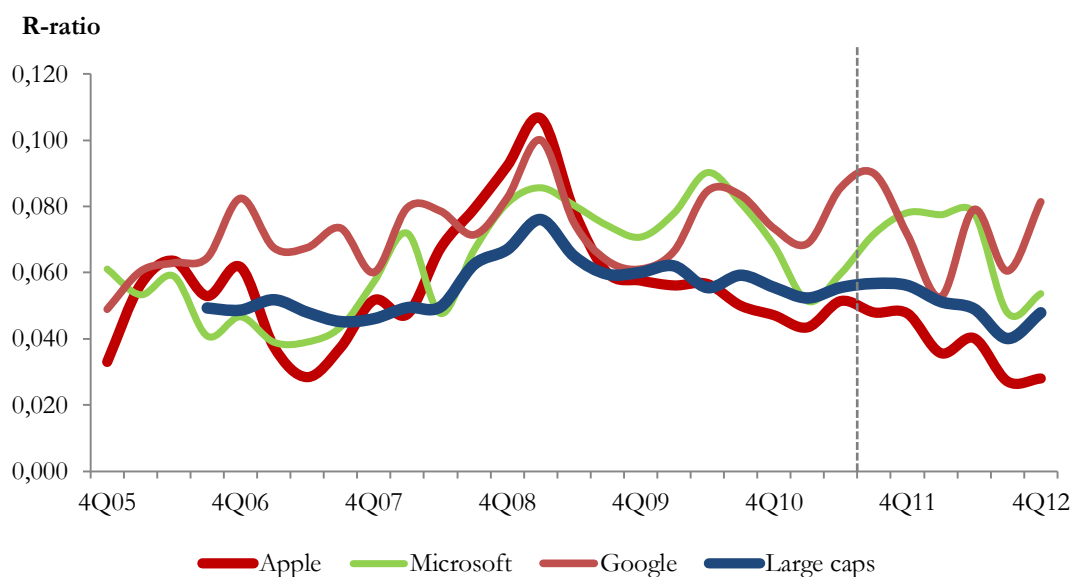
pouvant contribuer à expliquer la sous-valorisation d'Apple par le marché à la fin du mois de juin 2011.

Statistiques de détention des actions Apple, Microsoft et Google par les gérants actions américains

	Apple			Microsoft			Google			Large caps
	# de fonds	Capitalisation boursière	R ratio	# de fonds	Capitalisation boursière	R ratio	# de fonds	Capitalisation boursière	R ratio	R ratio
4Q05	2	60,587	0,033	17	278,358	0,061	6	122,611	0,049	
1Q06	3	53,250	0,056	15	281,378	0,053	7	115,922	0,060	
2Q06	3	47,187	0,064	14	237,688	0,059	8	127,093	0,063	
3Q06	4	75,575	0,053	12	293,814	0,041	10	155,066	0,064	0,049
4Q06	5	81,093	0,062	13	278,645	0,047	12	145,544	0,082	0,049
1Q07	4	106,357	0,038	11	282,278	0,039	11	162,952	0,068	0,052
2Q07	3	105,558	0,028	11	281,934	0,039	11	162,846	0,068	0,048
3Q07	5	133,876	0,037	12	275,598	0,044	13	176,963	0,073	0,045
4Q07	9	174,039	0,052	19	332,112	0,057	13	216,376	0,060	0,046
1Q08	6	126,485	0,047	19	264,218	0,072	11	138,186	0,080	0,049
2Q08	10	148,310	0,067	12	251,744	0,048	13	165,429	0,079	0,050
3Q08	8	100,967	0,079	16	239,596	0,067	9	125,998	0,071	0,062
4Q08	7	75,871	0,092	14	172,930	0,081	8	96,834	0,083	0,067
1Q09	10	93,758	0,107	14	163,456	0,086	11	109,904	0,100	0,076
2Q09	10	127,063	0,079	17	211,546	0,080	10	133,197	0,075	0,065
3Q09	10	166,779	0,060	17	228,908	0,074	10	157,152	0,064	0,060
4Q09	11	190,983	0,058	19	268,559	0,071	12	196,493	0,061	0,060
1Q10	12	213,765	0,056	20	256,617	0,078	12	180,500	0,066	0,062
2Q10	13	229,768	0,057	18	199,451	0,090	12	141,767	0,085	0,055
3Q10	13	259,907	0,050	17	209,683	0,081	14	167,850	0,083	0,059
4Q10	14	297,089	0,047	16	234,528	0,068	14	190,843	0,073	0,056
1Q11	14	322,256	0,043	11	214,063	0,051	13	189,011	0,069	0,052
2Q11	16	311,134	0,051	13	217,776	0,060	14	163,393	0,086	0,056
3Q11	17	354,352	0,048	15	209,325	0,072	15	166,748	0,090	0,057
4Q11	18	377,547	0,048	17	217,597	0,078	15	209,850	0,071	0,056
1Q12	20	560,568	0,036	21	270,942	0,078	11	208,984	0,053	0,051
2Q12	22	547,363	0,040	20	256,375	0,078	15	189,650	0,079	0,049
3Q12	17	626,550	0,027	12	250,639	0,048	15	247,893	0,061	0,040
4Q12	14	499,696	0,028	12	223,667	0,054	19	233,421	0,081	0,048

Source : Citi, Sociétés, Yahoo Finance

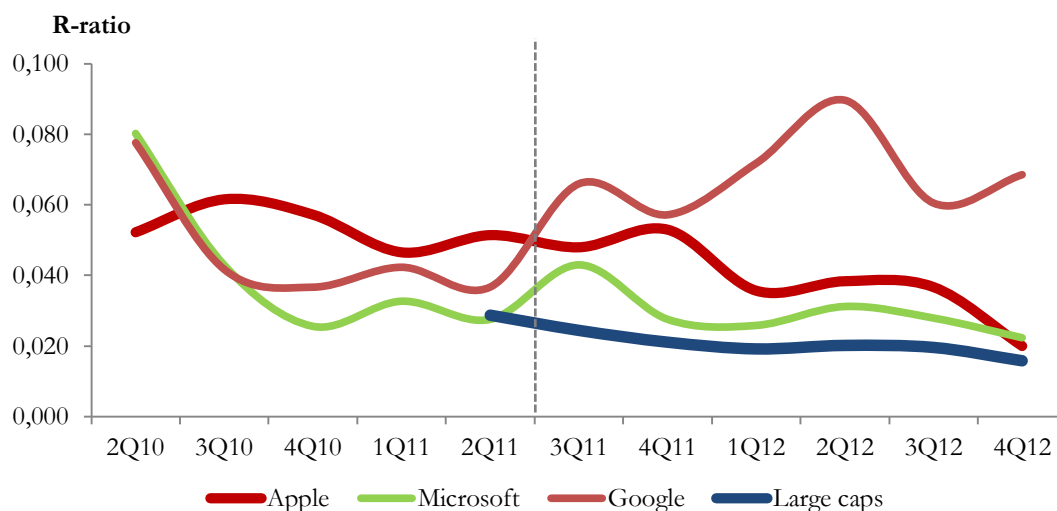
**R-ratios d'Apple, Microsoft et Google et d'un échantillon plus large de large caps –
Mutual funds**



Source : Citi, Sociétés, Yahoo Finance

Nous présentons dans le graphe ci-dessous les mêmes données pour les 50 plus grands *hedge funds* américains. Comme nous l'avons indiqué précédemment, les données ne remontent ici qu'au deuxième trimestre 2010. Ces données concernant les positions des plus gros *hedge funds* américains sont intéressantes car ceux-ci représentent sans conteste le plus grand contingent d'acheteurs (et de vendeurs) d'actions en dehors des fonds actions traditionnels.

**R-ratios d'Apple, Microsoft et Google et d'un échantillon plus large de large caps –
Hedge funds**



Source : Citi, Sociétés, Yahoo Finance

Ainsi, contrairement à ce que l'on observe chez les fonds actions traditionnels, l'action Apple est surreprésentée dans les principales positions des *hedge funds* américains à la fin du deuxième trimestre 2011. On notera que le R-ratio moyen des *large caps* chez les *hedge funds* (calculé de la même manière que pour les *mutual funds*), est sensiblement inférieur à celui des *mutual funds*. C'est le signe selon nous d'une gestion plus concentrée, moins « *benchmarkée* » et sans doute davantage tournée vers les *mid caps*.

b) « Growth » versus « value » : une « rotation » de la base actionnariale ?

Dès le début de l'année 2011, journalistes économiques et analystes financiers ont commencé à évoquer l'existence d'une modification profonde de la base actionnariale d'Apple²². Traditionnellement, les fonds d'investissements sont qualifiés soit « *growth* » soit « *value* », en référence à leur stratégie d'investissement. Les fonds *growth* investissent dans des sociétés en croissance rapide, en payant des multiples élevés en contrepartie d'une espérance de bénéfices futurs plus grands. A l'inverse, les fonds *value* cherchent à investir dans des sociétés davantage matures, versant des dividendes, en payant des prix modérés voire faibles.

Ainsi, dès 2011, face à la fatale baisse des taux de croissance attendus d'Apple, journalistes et analystes commencent à suggérer que les fonds *growth*, lesquels ont longtemps surpondéré l'action Apple, commenceraient à vendre leurs titres, alors que les fonds *value* commenceraient eux à acheter, séduits par la qualité du bilan (21% de la capitalisation boursière en cash, aucune dette au bilan) de la société et par ses faibles multiples de valorisation.

Dans ce paragraphe, nous analysons les statistiques de détention de l'action Apple par les plus gros *mutual funds* et *hedge funds* américains, en distinguant cette fois entre fonds *growth* et fonds *value*. Nous utilisons de nouveau les études de T. Levkovich (Citi), qui fournissent trimestriellement la liste des valeurs qui apparaissent le plus souvent parmi les 10 plus grosses positions des 50 plus grands *mutual funds* et *hedge funds* américains, classés entre fonds *growth* et fonds *value*. En raison d'un changement de méthodologie dans le choix de l'échantillon des 50 *mutual funds* au deuxième trimestre 2011, nous arrêtons l'analyse à la fin du premier trimestre 2011 pour cette catégorie de fonds.

Nous présentons les données obtenues pour Apple et ses deux comparables, Microsoft et Google, dans le tableau ci-dessous, pour les fonds actions américains traditionnels. Par exemple, au premier trimestre 2011, sur les 50 plus gros fonds actions analysés, 13 sont classés dans la catégorie *value* et 13 dans la catégorie *growth*, les 24 fonds restants étant hybrides. A la fin de ce trimestre, l'action Apple figure parmi les dix premières positions de 9 fonds *growth*, soit dans 69% des fonds *growth* (9/13). Nous représentons les résultats obtenus dans le graphe qui suit le tableau de données.

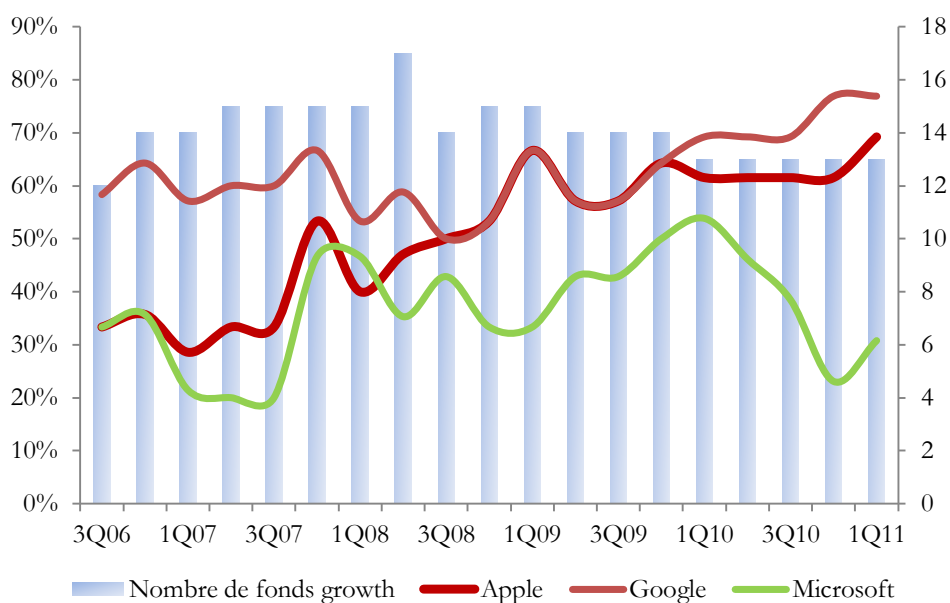
²² Par exemple, « Finer Lines Between Growth and Value », The New York Times, Robert D. Hershey, 8 janvier 2011

Présence d'Apple, Microsoft et Google dans les plus gros fonds *growth* et *value* américains – *Mutual funds*

	Apple				Microsoft				Google				# de fonds hybrides	Total		
	# de fonds growth	%	# de fonds value	%	# de fonds growth	%	# de fonds value	%	# de fonds growth	%	# de fonds value	%				
3Q06	4	33%	-	-	4	33%	5	33%	7	58%	-	-	15	12	23	50
4Q06	5	36%	-	-	5	36%	4	31%	9	64%	-	-	13	14	23	50
1Q07	4	29%	-	-	3	21%	4	31%	8	57%	-	-	13	14	23	50
2Q07	5	33%	-	-	3	20%	5	38%	9	60%	-	-	13	15	22	50
3Q07	5	33%	-	-	3	20%	5	38%	9	60%	-	-	13	15	22	50
4Q07	8	53%	-	-	7	47%	6	46%	10	67%	-	-	13	15	22	50
1Q08	6	40%	-	-	7	47%	5	42%	8	53%	-	-	12	15	23	50
2Q08	8	47%	-	-	6	35%	4	33%	10	59%	-	-	12	17	21	50
3Q08	7	50%	-	-	6	43%	3	21%	7	50%	-	-	14	14	22	50
4Q08	8	53%	-	-	5	33%	4	29%	8	53%	-	-	14	15	21	50
1Q09	10	67%	-	-	5	33%	4	31%	10	67%	-	-	13	15	22	50
2Q09	8	57%	-	-	6	43%	5	38%	8	57%	-	-	13	14	23	50
3Q09	8	57%	-	-	6	43%	5	38%	8	57%	-	-	13	14	23	50
4Q09	9	64%	-	-	7	50%	5	42%	9	64%	-	-	12	14	24	50
1Q10	8	62%	-	-	7	54%	4	33%	9	69%	-	-	12	13	25	50
2Q10	8	62%	-	-	6	46%	4	33%	9	69%	-	-	12	13	25	50
3Q10	8	62%	-	-	5	38%	4	31%	9	69%	-	-	13	13	24	50
4Q10	8	62%	-	-	3	23%	4	31%	10	77%	-	-	13	13	24	50
1Q11	9	69%	-	-	4	31%	3	23%	10	77%	-	-	13	13	24	50

Source : Citi

Pourcentages de détention des actions Apple, Microsoft et Google dans les plus gros *mutual funds* « *growth* » américains

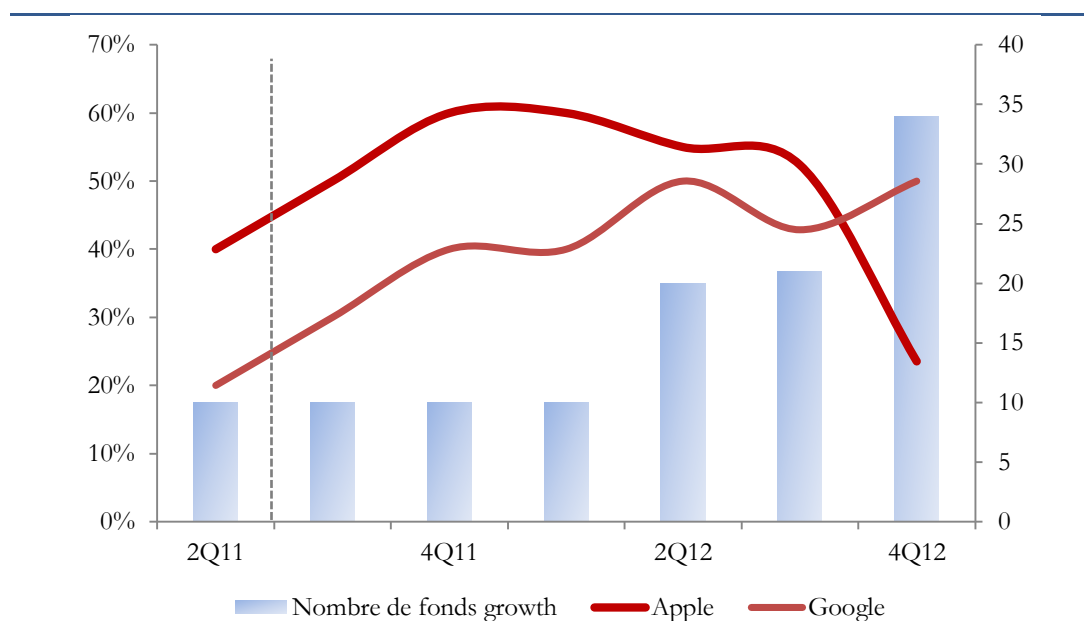


Source : Citi

Nous constatons ainsi que sur la période 2006-2011, l'action Apple a fait de plus en plus souvent partie des principales positions des plus grands fonds *growth* américains, jusqu'à être présente dans les 10 premières positions de 69% des 13 plus grands fonds *growth*. En revanche, le titre Apple n'est pas présent parmi les principales positions des plus grands fonds *value*. Ce n'est qu'au deuxième trimestre 2012 que l'action Apple y fera son entrée (elle est alors présente parmi les 10 plus grosses positions de 2 fonds, sur 18 fonds *value* analysés). Ce n'est pas le cas de Microsoft, qui, comme on le voit dans le tableau ci-dessous, fait partie depuis longtemps des principales positions des grands fonds *value* américains, notamment en raison de son dividende.

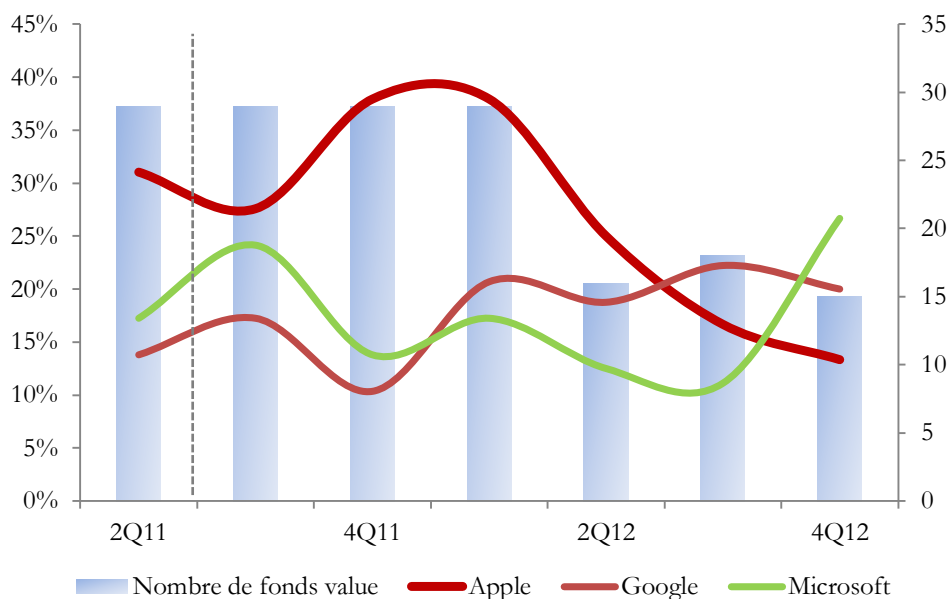
On peut donc affirmer clairement que la grande « rotation » de la base actionnariale d'Apple n'est pas encore d'actualité au début de l'année 2011, du moins en ce qui concerne les fonds actions traditionnels. Car pour les *hedge funds*, la réalité est très différente, comme nous pouvons le voir dans les deux graphes ci-dessous.

Pourcentages de détention des actions Apple, Microsoft et Google par les plus gros *hedge funds* « *growth* » américains



Source : Citi

Pourcentages de détention des actions Apple, Microsoft et Google par les plus gros *hedge funds* « *value* » américains



Source : Citi

Comme on le constate dans ces graphiques, Apple est une des positions principales, à la fin juin 2011, d'une proportion significative de *hedge funds growth* (40%) mais également *value* (31%). La présence d'Apple à la mi-juin 2011 dans des portefeuilles *value* est donc avant tout le fait de *hedge funds*, et non de fonds actions traditionnels.

c) Des facteurs techniques : le poids dans les indices et la gestion « *benchmarkée* »

Nous souhaitons souligner, dans ce paragraphe, un facteur « technique » pouvant expliquer que les grands fonds actions américains (à la fois actifs et passifs) sous-pondèrent Apple, sans pour autant être négatifs sur la valeur.

Les fonds passifs (*index funds*) ont pour objectif de répliquer la performance d'un indice (Nasdaq 100 ou S&P 500 par exemple), ou de très légèrement le « battre », dans le cas de l'« *enhanced indexing* ». Pour ce faire, un fonds passif réplique la composition de l'indice (soit en achetant les sous-jacents, soit par des méthodes utilisant des dérivés), en ajustant éventuellement à la marge les pondérations afin d'essayer de battre l'indice. Ces fonds passifs ont connu un développement spectaculaire au cours des années passées en termes d'actifs sous gestion. C'est notamment le cas des ETFs (« *Exchange Traded Funds* ») aux Etats-Unis. Le plus important ETF répliquant le Nasdaq 100 est le PowerShares QQQ, géré par Invesco PowerShares. A la fin du mois de septembre 2010, ses actifs sous gestion sont supérieurs à 22 milliards de dollars²³.

Or, le 4 avril 2011, l'entreprise en charge de la gestion de l'indice Nasdaq 100, Nasdaq OMX Group, a annoncé une modification des pondérations des entreprises composant cet indice. La pondération de l'action Apple dans l'indice est presque divisée par deux, passant de 20,5% à 12,3%. A l'inverse, les actions Microsoft, Cisco Systems ou Oracle voient leurs pondérations dans l'indice augmenter.

En effet, en avril 2011, Apple a atteint une telle capitalisation boursière (314 milliards de dollars) que l'opérateur de l'indice a décidé d'abaisser volontairement la pondération de la société, afin de diminuer son influence sur les variations de l'indice. Calculer l'indice en pondérant les entreprises par leurs capitalisations boursières donne trop d'importance, selon l'opérateur Nasdaq OMX Group, à une seule valeur : Apple.

Dès lors, en raison de ce changement, des fonds passifs représentant plus de 330 milliards de dollars, et des ETFs représentant plus de 40 milliards de dollars, *benchmarkés* sur le Nasdaq 100, doivent ajuster leurs portefeuilles²⁴ (c'est-à-dire vendre Apple, et acheter les titres donc les pondérations dans l'indice ont augmenté). L'action Apple a perdu 3% suite à cette annonce.

²³ <http://alistairmilne.com/2011/02/18/largest-etfs/>

²⁴ <http://articles.latimes.com/2011/apr/05/business/la-fi-nasdaq-apple-20110405>

Cette question de la pondération d'Apple dans les principaux indices (Apple fait notamment partie du Nasdaq 100 et du S&P 500) a donc, nous le voyons, un impact significatif sur les flux d'achats et de ventes de l'action Apple, en raison de l'importance prise par les fonds indexés.

Par ailleurs, on imagine aisément que de nombreux fonds gérés de façon active, *benchmarkés* par exemple sur le Nasdaq 100, soient contraints de sous-pondérer Apple simplement en raison des limites imposées par leurs statuts à la concentration de leur portefeuille. Ainsi, avant le changement de pondération d'Apple décidé sur le Nasdaq 100, de nombreux *mutual funds growth* américains possédaient certainement Apple parmi leurs principales positions, sans forcément atteindre un pourcentage de 20,5% comme c'était le cas pour l'indice.

4) Le marché n'écoute-t-il pas les analystes ?

Pourquoi le cours de bourse d'Apple ne s'ajuste-t-il pas plus rapidement à l'objectif de cours des analystes *sell-side* ? Si le cours de bourse d'une action reflète toute l'information publique disponible sur l'entreprise, comme l'indique la théorie des marchés efficients, comment expliquer une telle divergence entre le cours d'Apple au 30 juin 2011 (333 dollars) et l'objectif de cours des analystes (472 dollars) ? Dans ce chapitre, nous nous interrogeons sur la capacité prédictive des analystes *sell-side*, dans le cadre de la théorie des marchés efficients.

a) Rappels sur la théorie des marchés efficients

La théorie des marchés efficients trouve son origine dans les travaux d'Eugène Fama (1965). Celui-ci donne en effet une première définition de l'efficience : « *an efficient market is a market where, given the available information, actual prices at every point in time represent very good estimates of intrinsic values* ». Toutefois, de nombreuses études empiriques tendent à remettre en cause l'hypothèse de l'efficience des marchés financiers, tels que définis par Fama, par exemple en s'intéressant aux phénomènes de bulles.

La définition de l'efficience a donc évolué vers des formes moins strictes, où l'efficience signifie l'impossibilité d'obtenir un gain substantiel²⁵, et les recherches actuelles sur l'efficience des marchés ne visent pas tant à savoir si les marchés sont efficients ou non dans leur ensemble, mais cherchent plutôt à mesurer leur degré d'efficience.

La notion d'information financière est donc centrale dans la théorie des marchés efficients. Les informations que reçoivent et analysent les acteurs du marché afin de prendre des décisions d'investissement proviennent de plusieurs sources : communiqués de presse et *conference calls* des sociétés cotées, rapports annuels mais également articles de presse et notes d'analystes. Bien évidemment, la question de la fiabilité de l'information comptable donnée par les entreprises est primordiale, comme en témoignent les nombreux scandales financiers de ces quinze dernières années (Enron, Worldcom, Ahold, etc).

Une autre source d'information de premier plan pour les acteurs de marché est constituée par la recherche *sell-side*. De façon régulière, les analystes suivent des valeurs cotées

²⁵ La définition de Jensen (1978) est la suivante : « A market is efficient if prices reflect information to the point where the marginal benefit of acting on information (the profit to be made) does not exceed the marginal costs »

publient des notes de recherche incluant des recommandations à l'achat ou à la vente, ainsi que des objectifs de cours.

De nombreux articles de recherche académique étudient ces notes d'analystes. L'intérêt en est double : si les analystes parviennent à anticiper correctement les résultats des firmes, le marché peut à son tour, en les lisant, valoriser les entreprises cotées de façon plus juste. Le degré d'efficience des marchés est donc plus grand. D'autre part, ces articles de recherche permettent de mesurer les capacités prédictives des analystes. C'est sur cette question que nous allons réfléchir maintenant, en présentant les résultats de plusieurs articles de recherche académique.

b) La capacité prédictive des analystes

Les analystes parviennent-ils à identifier les actions qui surperformeront dans l'avenir ? En cas de réponse négative, on comprend aisément que le marché, par exemple en ce qui concerne le titre Apple, soit relativement sceptique face aux recommandations à l'achat des analystes.

Si la presse économique moque souvent certaines recommandations d'analystes qui se sont révélées, a posteriori, catastrophiques²⁶, la recherche académique apporte à cette question une réponse plus contrastée.

Soulignons tout d'abord qu'il est particulièrement difficile d'effectuer des tests pertinents sur la justesse des prévisions des analystes en raison d'un biais insurmontable. En effet, lorsque les analystes publient leurs prévisions de résultats financiers (le « consensus des analystes »), ils fixent, dans la pratique, un objectif de résultats à la société suivie. Si la société fait mieux que ce que les analystes attendent, le cours de bourse est susceptible de monter. Dans le cas contraire, le cours de bourse risque fort de chuter. Dès lors, les sociétés cotées sont fortement incitées à « ajuster » leurs résultats (notamment par des opérations de *window dressing*) afin de « battre le consensus ».

Plusieurs articles de recherche, écrits avant l'éclatement de la bulle internet en 2000-2001, concluent à l'existence d'une capacité des analystes *sell-side* à identifier les titres qui surperforment. Barber, Lehavy, McNichols et Trueman (2001) montrent, en analysant un échantillon large de recommandations sur la période 1986-1996, que les actions les plus recommandées à l'achat surperforment les actions recommandées à la vente. Un portefeuille composé des actions préférées des analystes génère un rendement excédentaire (« *excess return* ») de 3,97% par an. A l'inverse, un portefeuille constitué des actions que les analystes aiment le moins génère un rendement négatif de -9,06%.

Les mêmes auteurs (Barber, Lehavy, McNichols et Trueman (2003)) effectuent la même étude, selon la même méthodologie, sur la période 2000-2001. Les résultats obtenus sont tout à fait différents. En 2000, le portefeuille contenant les actions préférées des analystes génère un rendement (*market-adjusted*) négatif de -7,1%, alors que le portefeuille contenant les actions les moins aimées des analystes génère un rendement excédentaire de 17,6%. Pour l'année 2001, les chiffres sont respectivement -7,0% et +9,3%.

²⁶ Par exemple, "A Definite "Sell"? Gimme 100 Shares", Business Week, Mara Der Hovanesian, avril 2001 (<http://www.businessweek.com/stories/2001-04-01/a-definite-sell-gimme-100-shares>)

En particulier, les chercheurs soulignent que ces résultats sont valables à la fois pour les valeurs technologiques et pour les valeurs non-technologiques.

Ces résultats, saisissants, soulignent la sensibilité des résultats obtenus à la période d'étude choisie. Les auteurs avancent, comme facteur d'explication principal, que les analystes ont tendance à suivre de façon plus importante des actions *small caps growth*, lesquelles ont largement sous-performé le marché au cours des années 2000-2001. D'autres chercheurs (Jegadeesh, Kim, Krische and Lee (2004)), montrent que les analystes recommandent majoritairement des actions qu'ils qualifient de « glamour », c'est-à-dire présentant des caractéristiques spécifiques : *momentum* positif, taux de croissance élevés, volumes d'actions échangées élevés et multiples élevés.

Ces études, qui soulignent les limites des analystes *sell-side* quant à leurs capacités prédictives, tendent à justifier un certain scepticisme du marché à leur égard.

III. Conclusion et épilogue

Après avoir dressé le constat, dans la première partie de notre travail, de la forte divergence de vue entre le marché et les analystes *sell-side* concernant la valeur intrinsèque de l'action Apple en juin 2011, nous avons avancé quatre facteurs principaux, qui, selon nous, contribuent à expliquer cette divergence :

- Les multiples faibles accordés par le marché à l'action Apple sont la conséquence d'une prise en compte plus grande du risque spécifique de la société par le marché (et notamment de scénarios pessimistes, mais non extrêmes) que par les analystes.
- La faible valorisation du titre par le marché est également la conséquence d'un sentiment croissant parmi les gérants qu'Apple maintient une mauvaise politique d'allocation du capital, en refusant d'être clair sur l'utilisation qu'il compte faire de sa trésorerie excédentaire (en particulier sur la possibilité de distribuer ces excédents aux actionnaires sous la forme de dividendes ou de rachats d'actions).
- L'action Apple apparaît par ailleurs sous-détenue par les plus grands gérants actions américains relativement à sa taille dans les indices. Cela est sans doute lié, comme nous l'avons vu, précisément à la taille considérable prise par Apple dans les indices (S&P 500 et Nasdaq).
- Enfin, le scepticisme des marchés par rapport aux recommandations des analystes *sell-side*, justifié par les nombreux articles de recherche sur le sujet, est également un facteur de poids.

Cette « étude de cas » sur Apple nous a donc permis d'explorer (à la lumière des articles de recherche existants) de nombreux débats qui, au milieu de l'année 2011, prennent une ampleur croissante parmi les acteurs du marché.

En guise d'épilogue, on notera que le cours de l'action Apple, après avoir atteint un plus haut historique en septembre 2012 à plus de 700 dollars, s'est « effondré » pour atteindre 390 dollars en avril 2013, soit une baisse de plus de 40%. Cette baisse s'explique notamment par l'inquiétude croissante des investisseurs concernant la concurrence exercée par Samsung dans les *smartphones* et les tablettes, et par les craintes sur la capacité d'innovation de la société.

Entre temps, Apple a annoncé le 19 mars 2012 l'initiation d'une politique de versement de dividendes (2,65 dollars versés trimestriellement) et de rachats d'actions (10 milliards de dollars), en réponse aux critiques de plus en plus fortes des investisseurs sur l'utilisation de la

trésorerie excédentaire. Cette politique de distribution de dividendes (le dernier avait été versé en 1995) a sans doute contribué à accélérer la transition de la base actionnariale entre investisseurs *growth* et investisseurs *value* dont nous avons parlé ici. Par ailleurs, le 23 avril 2013, Apple a annoncé avoir étendu son programme de rachats d'actions (60 milliards de dollars d'ici décembre 2015, soit la plus grande autorisation de rachats d'actions de l'histoire) et augmenté son dividende trimestriel de 15% à 3,05 dollars. A la suite de cette annonce, le cours d'Apple est passé de 390 dollars à plus de 440 dollars, soit une augmentation de 13%. Cette redistribution massive de cash aux actionnaires sera en partie financée par de la dette, Apple ayant levé plus de 17 milliards de dollars sur les marchés par l'émission d'obligations. Cela souligne au passage l'importance des discussions qui ont lieu actuellement entre le management d'Apple et ses principaux actionnaires (en particulier d'importants *hedge funds*²⁷) sur la structure financière optimale de la société et sa politique d'allocation du capital, deux questions que nous avons abordées dans notre travail.

Les multiples de valorisation d'Apple restent aujourd'hui (21 mai 2013) à des niveaux faibles (PE FY13E de 11,2x), alors que le consensus des analystes a profondément changé. Leur objectif de cours moyen est de 539 dollars²⁸, mais de nombreux analystes sont maintenant neutres voire à la vente.

²⁷ Notamment Greenlight Capital, de David Einhorn, qui a fait pression sur le management d'Apple début 2013 pour que la société distribue ses excédents de trésorerie aux actionnaires

²⁸ S&P Capital IQ

Bibliographie

Asquith, P., and Mullins, D.W. (1983) : « The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth », *The Journal of Business* 56, 77-96

Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M., and Trueman, B. (2001) : « Can investors profit from the prophets ? Consensus analyst recommendations and stock returns », *Journal of Finance*, 531-63

Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M., and Trueman, B. (2003) : « Reassessing the returns to analysts' stock recommendations », *Financial Analysts Journal*, 88-96

Black, F., and Scholes, M.S. (1974) : « The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns », *Journal of Financial Economics* 1, 1-22

Fama, E.F. (1965) : « The behaviour of stock market prices », *Journal of Business*, 34-105

Gordon, R.H., and Bradford, D.F. (1979) : « Taxation and the stock market valuation of capital gains and dividends: theory and empirical results », Working Paper no. 456, National Bureau of Economic Research

Jegadeesh, N., Kim, J., Krische, S., and Lee, C. (2004) : « Analyzing the analysts : when do recommendations add value ? », *Journal of Finance*, 48, 1083-1124

Jensen, M.C. (1978) : « Some anomalous evidence regarding market efficiency », *Journal of Financial Economics* 6, 95-101

Miller, M.H., and Modigliani, F. (1961) : « Dividend policy, growth and the valuation of shares », *Journal of Business* 34, 411-33

Pettit, R.R. (1972) : « Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency », *Journal of Finance* 27, 993-1007

Annexes

Annexe 1

Décomposition du chiffre d'affaires d'Apple (2004 – H1 2011)

Unités vendues (k)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	H1 2011
Ordinateurs de bureau	1 625	2 520	2 434	2 714	3 712	3 182	4 627	2 236
Ordinateurs portables	1 665	2 014	2 869	4 337	6 003	7 214	9 035	5 658
= Total Mac	3 290	4 534	5 303	7 051	9 715	10 396	13 662	7 894
iPod	4 416	22 497	39 409	51 630	54 828	54 132	50 312	28 463
iPhone	0	0	0	1 389	11 627	20 731	39 989	34 882
iPad	0	0	0	0	0	0	7 458	12 025
Prix unitaire (\$)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	H1 2011
Ordinateurs de bureau	1 460	1 363	1 364	1 481	1 509	1 359	1 340	1 419
Ordinateurs portables	1 532	1 410	1 414	1 451	1 445	1 322	1 248	1 279
iPod	296	202	195	161	167	149	164	177
iPhone	0	0	0	89	159	629	630	653
iPad	0	0	0	0	0	0	665	619
Chiffre d'affaires (\$m)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	H1 2011
Ordinateurs de bureau	2 373	3 436	3 319	4 020	5 603	4 324	6 201	3 172
Ordinateurs portables	2 550	2 839	4 056	6 294	8 673	9 535	11 278	7 234
= Total Mac	4 923	6 275	7 375	10 314	14 276	13 859	17 479	10 406
iPod	1 306	4 540	7 676	8 305	9 153	8 091	8 274	5 025
iPhone	0	0	0	123	1 844	13 033	25 179	22 766
iPad	0	0	0	0	0	0	4 958	7 444
Musique	278	899	1 885	2 496	3 340	4 036	4 948	3 065
Périphériques	951	1 126	1 100	1 260	1 659	1 475	1 814	1 173
Software & service	821	1 091	1 279	1 508	2 207	2 411	2 573	1 529
Total (\$m)	8 279	13 931	19 315	24 006	32 479	42 905	65 225	51 408
<i>% croissance</i>		<i>68%</i>	<i>39%</i>	<i>24%</i>	<i>35%</i>	<i>32%</i>	<i>52%</i>	

Source: Apple

Annexe 2

Résultats trimestriels d'Apple (Q1 2010 – Q2 2011)

(\$m)	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011
Net sales	15 683	13 499	15 700	20 343	26 741	24 667
% growth	32,0%	48,6%	61,3%	66,7%	70,5%	82,7%
COGS	(9 272)	(7 874)	(9 564)	(12 831)	(16 443)	(14 449)
Gross margin	6 411	5 625	6 136	7 512	10 298	10 218
As a % of sales	40,9%	41,7%	39,1%	36,9%	38,5%	41,4%
SG&A	(1 288)	(1 220)	(1 438)	(1 571)	(1 896)	(1 763)
R&D expenses	(398)	(426)	(464)	(494)	(575)	(581)
EBIT	4 725	3 979	4 234	5 447	7 827	7 874
As a % of sales	30,1%	29,5%	27,0%	26,8%	29,3%	31,9%
% growth	52,4%	71,3%	60,9%	47,9%	65,7%	97,9%
Financial expenses	33	50	58	14	136	26
Pretax profit	4 758	4 029	4 292	5 461	7 963	7 900
% growth	46,0%	68,9%	59,4%	46,4%	67,4%	96,1%
Tax	(1 380)	(955)	(1 039)	(1 153)	(1 959)	(1 913)
Tax rate	29,0%	23,7%	24,2%	21,1%	24,6%	24,2%
Net profit	3 378	3 074	3 253	4 308	6 004	5 987
% growth	49,8%	89,8%	78,0%	70,1%	77,7%	94,8%
Associates	0	0	0	0	0	0
Minorities	0	0	0	0	0	0
Attributable Net profit	3 378	3 074	3 253	4 308	6 004	5 987
% growth	49,8%	89,8%	78,0%	70,1%	77,7%	94,8%
Number of shares (diluted)	919 783	922 878	927 361	927 925	933 154	935 944
EPS (diluted)	3,67	3,33	3,51	4,64	6,43	6,40
% growth	46,8%	85,7%	74,5%	67,4%	75,2%	92,0%
D&A	(209)	(216)	(273)	(329)	(356)	(434)
EBITDA	4 934	4 195	4 507	5 776	8 183	8 308
% sales	31,5%	31,1%	28,7%	28,4%	30,6%	33,7%

Source: Apple

Dates de publication des résultats (Q1 2010 – Q3 2011)

Année		Date de publication	Date de début	Date de fin	# de jours
2011	Q4				
	Q3	19/07/2011	27/03/2011	25/06/2011	90
	Q2	20/04/2011	26/12/2010	26/03/2011	90
	Q1	18/01/2011	26/09/2010	25/12/2010	90
2010	Q4	18/10/2010	27/06/2010	25/09/2010	90
	Q3	20/07/2010	28/03/2010	26/06/2010	90
	Q2	20/04/2010	27/12/2009	27/03/2010	90
	Q1	25/01/2010	27/09/2009	26/12/2009	90

Source: Apple

Annexe 3

Nous détaillons ci-dessous les hypothèses retenues pour la construction des « *bear case* » et « *base case* », et présentons les résultats obtenus :

- Taux d'imposition de 25% de 2011 à 2013, dans les deux cas.
- Les charges de dépréciation et d'amortissement passent de 1,7% du chiffre d'affaires en 2011 à 2,0% en 2013 dans le *bear case*. Les hypothèses du *base case* sont celles du consensus des analystes.
- Les éléments du BFR (stocks, créances clients, dettes fournisseurs) sont calculés en utilisant les ratios de jours de chiffre d'affaires historiques moyens sur les 5 dernières années, dans les deux cas.
- Le ratio Capex/Chiffre d'affaires passe de 3,1% en 2011 à 3,0% en 2013. Les hypothèses du *base case* sont celles du consensus des analystes.
- Aucune acquisition n'est réalisée entre 2011 et 2013, aucun dividende n'est versé, et la société n'effectue pas de rachats d'actions.
- La trésorerie rapporte 0,75% par an avant impôts.
- Le nombre d'actions reste constant.

Nous obtenons les résultats suivants :

Apple : Bear case et base case

Bear case					Base case (consensus des analystes)				
Compte de résultat	2010	2011E	2012E	2013E	Compte de résultat	2010	2011E	2012E	2013E
Revenues	65 225	91 315	105 012	110 263	Revenues	65 225	103 672	126 596	147 193
% <i>growth</i>		40%	15%	5%	% <i>growth</i>		59%	22%	16%
Gross margin	25 684	31 960	33 604	33 079	Gross margin	25 684	40 822	49 305	58 483
% <i>margin</i>	39,4%	35,0%	32,0%	30,0%	% <i>margin</i>	39,4%	39,4%	38,9%	39,7%
EBIT	18 385	22 829	24 153	22 053	EBIT	18 385	30 668	36 783	44 444
% <i>margin</i>	28,2%	25,0%	23,0%	20,0%	% <i>margin</i>	28,2%	29,6%	29,1%	30,2%
Interest income	155	452	591	721	Interest income	155	476	674	904
Pre-tax profit	18 540	23 281	24 743	22 774	Pre-tax profit	18 540	31 143	37 457	45 348
Tax	(4 527)	(5 820)	(6 186)	(5 694)	Tax	(4 527)	(7 786)	(9 364)	(11 337)
Tax rate	24,4%	25,0%	25,0%	25,0%	Tax rate	24,4%	25,0%	25,0%	25,0%
Net profit	14 013	17 461	18 558	17 081	Net profit	14 013	23 358	28 093	34 011
Number of shares	927,9	935,9	935,9	935,9	Number of shares	927,9	935,9	935,9	935,9
EPS	15,1	18,7	19,8	18,2	EPS	15,1	25,0	30,0	36,3
D&A	(1 027)	(1 552)	(1 995)	(2 205)	D&A	(1 027)	(1 674)	(1 991)	(2 616)
% <i>du CA</i>	1,6%	1,7%	1,9%	2,0%	% <i>du CA</i>	1,6%	1,6%	1,6%	1,8%
Bilan					Bilan				
Intangible assets	3 346	3 346	3 346	3 346	Intangible assets	3 346	3 346	3 346	3 346
Tangible assets	4 768	6 046	7 307	8 409	Tangible assets	4 768	6 704	8 690	11 017
Fixed assets	8 114	9 392	10 653	11 755	Fixed assets	8 114	10 050	12 036	14 363
Inventories	1 051	1 293	1 487	1 561	Inventories	1 051	1 468	1 792	2 084
<i>As a number of days</i>	5,9	5,2	5,2	5,2	<i>As a number of days</i>	5,9	5,2	5,2	5,2
Clients	5 510	6 765	7 779	8 168	Clients	5 510	7 680	9 378	10 904
<i>As a number of days</i>	30,8	27,0	27,0	27,0	<i>As a number of days</i>	30,8	27,0	27,0	27,0
Other current assets	9 497	9 497	9 497	9 497	Other current assets	9 497	9 497	9 497	9 497
Cash	51 011	69 521	87 985	104 411	Cash	51 011	75 813	103 873	137 313
Total	75 183	96 467	117 401	135 392	Total	75 183	104 507	136 576	174 160
Shareholders equity	47 791	65 252	83 809	100 890	Shareholders equity	47 791	71 149	99 241	133 253
Deferred tax liabilities	5 531	5 531	5 531	5 531	Deferred tax liabilities	5 531	5 531	5 531	5 531
= Shareholdes funds	53 322	70 783	89 340	106 421	= Shareholdes funds	53 322	76 680	104 772	138 784
Suppliers	12 015	15 839	18 214	19 125	Suppliers	12 015	17 982	21 958	25 531
<i>As a number of days</i>	67,2	63,3	63,3	63,3	<i>As a number of days</i>	67,2	63,3	63,3	63,3
Other ST liabilities	9 846	9 846	9 846	9 846	Other ST liabilities	9 846	9 846	9 846	9 846
Total	75 183	96 467	117 401	135 392	Total	75 183	104 507	136 576	174 160
BFR	(5 803)	(8 130)	(9 298)	(9 745)	BFR	(5 803)	(9 183)	(11 137)	(12 892)
Variation du BFR	1 535	2 327	1 167	447	Variation du BFR	1 535	3 380	1 953	1 755
Cash flow statement					Cash flow statement				
Net income	14 013	17 461	18 558	17 081	Net income	14 013	23 358	28 093	34 011
D&A	1 027	1 552	1 995	2 205	D&A	1 027	1 674	1 991	2 616
Variation du BFR	1 535	2 327	1 167	447	Variation du BFR	1 535	3 380	1 953	1 755
Autres	2 020	0	0	0	Autres	2 020	0	0	0
=CFO	18 595	21 340	21 720	19 733	=CFO	18 595	28 412	32 037	38 382
Capex	(2 121)	(2 831)	(3 255)	(3 308)	Capex	(2 121)	(3 610)	(3 977)	(4 943)
% <i>sales</i>	3,3%	3,1%	3,1%	3,0%	% <i>sales</i>	3,3%	3,5%	3,1%	3,4%
Autres	271	0	0	0	Autres	271	0	0	0
=FCF	16 745	18 510	18 465	16 425	=FCF	16 745	24 802	28 060	33 439
Acquisitions	(638)	0	0	0	Acquisitions	(638)	0	0	0
Dividendes	0	0	0	0	Dividendes	0	0	0	0
Share buyback	0	0	0	0	Share buyback	0	0	0	0
Augmentation du capital	912	0	0	0	Augmentation du capital	912	0	0	0
Diminution de la dette nette	17 019	18 510	18 465	16 425	Diminution de la dette nette	17 019	24 802	28 060	33 439
Trésorerie BoP	33 992	51 011	69 521	87 985	Trésorerie BoP	33 992	51 011	75 813	103 873
Trésorerie EoP	51 011	69 521	87 985	104 411	Trésorerie EoP	51 011	75 813	103 873	137 313

Source : Apple, Analystes

Annexe 4

Dans cette annexe, nous simulons l'impact d'une offre de rachat d'actions sur l'EPS d'Apple et nous essayons de quantifier la création de valeur pour l'actionnaire d'une telle opération.

Nous utiliserons les hypothèses suivantes :

- Le montant du rachat d'actions s'élève à 41,7 milliards de dollars. Pour obtenir cette somme, nous considérons qu'Apple rapatrie la trésorerie détenue par les filiales étrangères et s'acquitte d'une taxe de 35% sur ce montant ($40,2 \times (1 - 35\%) = 26,1$), utilise la totalité de sa trésorerie domestique (25,6 milliards de dollars) et conserve 10 milliards de dollars sur son bilan pour financer l'activité opérationnelle quotidienne
- La trésorerie rapporte 0,75% par an avant impôts, soit 0,53% après impôts de 30%
- Les rachats d'actions se font au prix moyen de 400 dollars par action (soit une prime de 20% sur le cours au 30 juin 2011 de 333,7 dollars)

On obtient alors les chiffres suivants :

Calcul de l'accrétion de l'EPS après l'offre de rachat d'actions

Intérêt perçu sur le cash pre-tax	0,75%
Intérêt perçu sur le cas post tax (30%)	0,53%
Trésorerie disponible pour le rachat d'actions (\$Mds)	41,7
Prix moyen des actions rachetées (\$)	400
Nombre d'actions rachetées (m)	104,3

Pré buyback

Nombre d'actions (m)	935,9
Consensus résultat net FY12E (\$Mds)	27,8
FY12E EPS (\$)	29,7

Post buyback

Nombre d'actions (m)	831,7
<i>% d'actions rachetées</i>	<i>11%</i>
Consensus résultat net FY12E (\$Mds)	27,8
Moins intérêts non perçus sur la trésorerie (\$Mds)	-0,2
Résultat net FY12E post buyback (\$Mds)	27,6
FY12E EPS (\$)	33,1

Accrétion/dilution	12%
---------------------------	------------

Source : *Apple, Notes d'analystes, Yahoo Finance*

Nous regardons ensuite l'impact sur la valeur des actions pour l'actionnaire, en faisant des hypothèses sur les PE pré-buyback et post-buyback. L'action Apple s'échange au 30 juin 2011 à un cours de 333,7 dollars, soit à un PE FY12E de 11,2. On simule ensuite différentes valeurs de PE FY12E post-buyback. On émettra l'hypothèse (certainement justifiée) que le PE post-buyback est plus faible que le PE pré-buyback, en raison de risque accru lié à la modification de la structure financière devenue plus risquée. Néanmoins, on pourrait peut-être justifier un multiple post-buyback plus élevé, le marché « remerciant » la société pour sa gestion plus active et volontariste de ses réserves de cash. La société étant davantage encline à distribuer sa trésorerie excédentaire, les futurs profits seront distribués aux actionnaires avec une probabilité plus grande (au lieu d'être réinvestis indéfiniment à 0,75% par an), justifiant un multiple plus élevé.

Ainsi, grâce au rachat d'actions, l'actionnaire peut revendre 11% de ses actions à 400 dollars (en les apportant à l'offre) et conserver 89% de ses actions qui valent maintenant 364,4 dollars (hypothèse d'une valorisation post-buyback sur la base d'un PE de 11,0x). Cela

correspond à une valeur moyenne de 368,4 dollars. Ainsi, l'offre de rachat d'actions a permis de débloquer une valeur de 34,7 dollars par action.

Valeur extériorisée par l'offre de rachat d'actions pour les actionnaires

PE pré buyback	11,2
PE post buyback	11,0
FY12E EPS pré buy-back (\$)	29,7
FY12E EPS post buy-back (\$)	33,1
Cours de l'action pre buyback (\$)	333,7
Cours de l'action post buyback (\$)	364,4
11% à \$400,0 et 89% à \$364,4 (\$)	368,4
Valeur extériorisée par le rachat d'actions (\$)	34,7

Source : Apple, Notes d'analystes, Yahoo Finance

Enfin, dans les tableaux ci-dessous, nous présentons des tables de sensibilités de l'accrétion du bénéfice par action et de la valeur extériorisée par le rachat d'actions en fonctions de différents paramètres du rachat d'actions.

Accrétion de l'EPS en fonction de la taille du buyback et du cours de rachat

		Taille du buyback				
		21,7	31,7	41,7	51,7	61,7
Cours de rachat	380	6%	9%	12%	16%	20%
	390	6%	9%	12%	15%	19%
	400	6%	9%	12%	15%	18%
	410	6%	8%	11%	14%	18%
	420	5%	8%	11%	14%	17%

Accrétion de l'EPS en fonction des PE pré et post buyback

		PE pré buyback				
		10,2	10,7	11,2	11,7	12,2
PE post buyback	10,0	34,9	20,1	5,2	-9,6	-24,4
	10,5	49,6	34,8	20,0	5,1	-9,7
	11,0	64,4	49,5	34,7	19,8	5,0
	11,5	79,1	64,2	49,4	34,6	19,7
	12,0	93,8	79,0	64,1	49,3	34,4

Annexe 5

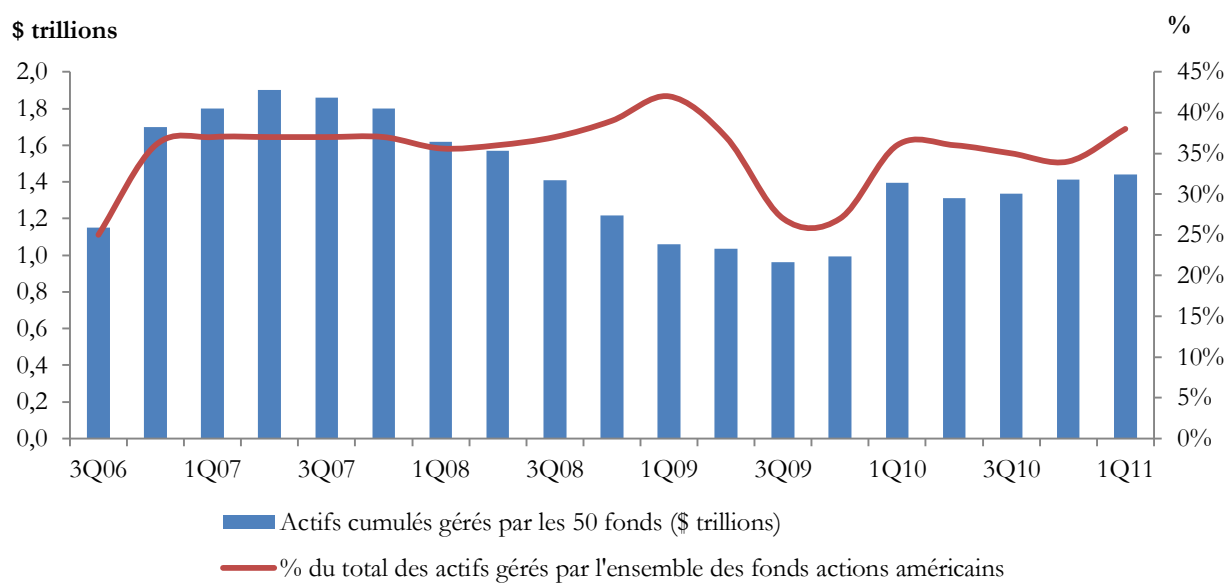
Structure actionnariale d'Apple au 30 juin 2011

#	Actionnaire	# d'actions détenues	% du capital	# de fonds
1	Fidelity Investments	50 099 990	5,4%	125
2	BlackRock	48 781 280	5,3%	99
3	The Vanguard Group, Inc.	35 545 187	3,8%	32
4	State Street Global Advisors, Inc.	35 239 000	3,8%	37
5	Capital Research and Management Company	25 633 790	2,8%	16
6	T. Rowe Price Group, Inc.	24 616 163	2,7%	53
7	Invesco Ltd.	12 915 572	1,4%	58
8	Northern Trust Global Investments	12 210 027	1,3%	12
9	JPMorgan Asset Management Holdings Inc.	11 911 346	1,3%	72
10	Teachers Insurance and Annuity Association College Retirement Equities Fund	9 319 524	1,0%	15
11	Janus Capital Management LLC	8 798 603	1,0%	24
12	UBS Global Asset Management	8 733 379	0,9%	116
13	Wellington Management Company LLP	8 285 432	0,9%	43
14	AllianceBernstein L.P.	7 832 878	0,8%	62
15	Columbia Management Investment Advisers, LLC	7 451 316	0,8%	40
16	Deutsche Bank, Private Banking and Investment Banking Investments	7 001 579	0,8%	-
17	Waddell & Reed Investment Management Co.	6 991 071	0,8%	25
18	Norges Bank Investment Management	6 595 151	0,7%	1
19	BNY Mellon Asset Management	6 354 615	0,7%	61
20	Jennison Associates LLC	6 230 331	0,7%	20
21	The Bank of New York Mellon Corp, Private Banking & Securities Investments	6 052 322	0,7%	-
22	Geode Capital Management, LLC	5 955 244	0,6%	3
23	Jobs, Steven P. (Former Co-Founder)	5 546 451	0,6%	-
24	Wells Capital Management Incorporated	5 351 634	0,6%	27
25	American Century Investment Management Inc.	5 159 682	0,6%	29
26	Susquehanna International Group, LLP, Asset Management Arm	5 113 790	0,6%	-
27	Marsico Capital Management, LLC	5 013 949	0,5%	14
28	Morgan Stanley, Investment Banking and Brokerage Investments	5 004 537	0,5%	1
29	Goldman Sachs Asset Management, L.P.	4 723 423	0,5%	25
30	Legal & General Investment Management	3 708 116	0,4%	7

Source : S&P CapitalIQ

Annexe 6

Statistiques sur les échantillons des 50 plus gros fonds actions déterminés trimestriellement par Citi



Source : Citi

HEC PARIS

78351 Jouy-en-Josas Cedex

Tél : 01 39 67 97 86

Fax : 01 39 67 73 44

jullienc@hec.fr

<http://www.hec.fr/club-finance>

HEC
PARIS

une école de la

 CCI PARIS ILE-DE-FRANCE