

## Introduction

La croissance de toute entreprise, passe avant tout par une allocation optimale de ses ressources et disponibilité des capitaux suffisants sur le long terme. Cependant l'entreprise, pour se financer, dispose de deux modes fondamentaux à savoir le financement interne (autofinancement) et celui dit externe (banque et marché boursier).

Pour bon nombre d'entreprises, l'ouverture du capital au public présente d'incontestables avantages, toutefois elle exige un mode de comportement commençant par une opération d'évaluation de première cotation qui peut paraître contraignant pour elles. En effet un cours trop élevé ferait fuir les épargnants ; à l'opposer, un cours trop bas entraînerait un manque à gagner pour l'entreprise.

Vu la lourdeur des approches d'évaluation précédemment exposées (approche patrimoniale, approche actuarielle, approche fondée sur les flux) la plupart des spécialistes des marchés des capitaux ont pris l'habitude de déterminer la valeur d'une entreprise par comparaisons boursières, à partir de l'utilisation d'un certain nombre d'indicateurs financiers simples.

C'est ainsi que s'impose la problématique de notre exposé à savoir : comment déterminer, par la méthode des comparables boursiers, la valeur d'une entreprise ?

Ainsi, afin de répondre à la problématique exposée plus haut, nous allons traiter deux chapitres ; le première sera consacrer aux modèles actuariels et dans un deuxième chapitre nous aborderons critiques et dépassement du PER.

# Chapitre I : Les modèles actuariels

## Section I : Présentation de l'approche comparative

L'approche des comparables boursiers apparaît comme étant une solution à la difficulté de valorisation des entreprises à travers l'actualisation des cash-flows ou des dividendes et ce, grâce à l'utilisation de certains ratios. En effet, elle peut être basée sur les éléments suivants:

**Des références transactionnelles** : dans ce cas, on va rapprocher la valeur d'une société des ratios de valorisation utilisés lors d'opérations de rapprochement récentes (fusion, acquisition, cession) portant sur des sociétés cotées comparables ;

**Les sociétés cotées comparables** : dans ce cas, on va rapprocher les ratios de la société étudiée avec d'autres sociétés aussi semblables que possible (même activité, même zone géographique, même compartiment de marché, même risque, ... ) ;

**Un indice de référence** : dans ce cas, on va considérer qu'une société est suffisamment représentative d'un indice de référence pour pouvoir être directement comparée de cet indice ;

**Un secteur d'activité** : dans ce cas, on va considérer qu'une société est suffisamment représentative d'un secteur d'activité (le secteur agroalimentaire, ...) pour pouvoir être directement comparée à ce secteur d'activité.

L'approche comparative peut donc se décliner sous ces quatre angles différents, bien que la logique et les techniques de comparaison soient toujours les mêmes.

En effet, l'approche comparative consiste toujours à rapprocher les éléments financiers (multiples de valorisation, ratios, ...) d'une société avec ceux utilisés en bourse, afin d'arriver à un niveau de valorisation correspondant au prix auquel les investisseurs sont prêts à payer une valeur à un certain moment, c'est à dire en réalité au prix du marché.

Les comparaisons possibles sont multiples dans le champ très large des ratios de capitalisation. Exceptionnellement pour ce travail, nous ne prenons en considération que le Price Earning Ratio (PER), Price to Book (P/B), Price Sale Ratio (PSR) et Délai de Recouvrement (DR), pour une question de timing.

Toutefois, cette très large palette d'interventions appelle le respect de certaines règles élémentaires d'homogénéité des unités de temps, de lieu, et d'identité dans l'échantillon présenté. En effet, des excès dans ce domaine sont de nature à détériorer considérablement les résultats trouvés.

## Section II: Le Price Earning Ratio (PER)

### 1 -Définition du PER

Ce ratio indique le bénéfice net rapporté par une action. C'est le bénéfice net d'une société divisé par le nombre d'actions en circulation, composant le capital.

$$\text{BPA} = \frac{\text{Bénéfice Net}}{\text{Nombre d'action en circulation}}$$

Pars ailleurs, dans le cadre d'un investissement en bourse, il est important de pas accorder de l'importance à des bénéfices exceptionnels non récurrents, qui serais peut être du à une vente immobilière ou tout autre chose qui dégagerais une grande plus value. Un choix pertinent, doit se faire sur des bénéfices croissants et cela sur plusieurs trimestre ou années.

#### **Le PER (Price Earning Ratio : Ratio cours/bénéfice) ou multiple de capitalisation.**

Ce ratio, sert le plus souvent à évaluer la valeur d'une action. Il représente le nombre de fois que le cours capitalise le bénéfice. Autrement dit, il indique le nombre de fois que l'on paye le BNP pour acheter l'action.

Pour trouver le PER, il y a deux méthodes principales:

$$\text{PER} = \frac{\text{Cours de l'action}}{\text{BPA}} \quad \text{ou} \quad \frac{\text{Capitalisation}}{\text{Bénéfice Net de l'entreprise}}$$

#### **Exemple:**

Le cours de bourse d'une société cotée est de 100DH  
Son Bénéfices Par Action est de 5DH

#### **Première méthode pour trouver le PER:**

$100/5 = 20$  ; le PER est donc, de 20

Cela veut dire que l'on paye 20 fois les bénéfices pour acheter l'action.

Cette même société cotée, possède un capital composé de 10 000 actions.  
Nous l'avons déjà dit, le titre est de 100DH  
Son bénéfice Net est de 50 000DH

Calcul du prix de l'action:  
 $50\ 000 / 10\ 000 = 5\text{DH}$

Sa capitalisation boursière est de :  
 $10\ 000 \times 100 = 1\ 000\ 000\text{DH}$

## Deuxième méthode pour trouver le PER:

$1\ 000\ 000 / 50\ 000 = 20$  ou  $100 / 5 = 20$

Ainsi, le PER permet aux investisseurs de détecter les valeurs boursières sous ou sur évaluées et si elles sont à leurs juste prix.

Toutefois, pour que ces données soient pertinents, elle doit être pris en corrélation avec le taux de croissance de la société et de son secteur.

Aussi, en l'absence de croissance de profit, un PER bas ou élevé, reste une mauvaise affaire.  
Par ailleurs, une société avec un taux de croissance récurrent et un PER faible peut être une aubaine.

D'autre part, un des avantages à acheter des valeurs avec un PER modéré ou faible (bien entendu en tenant compte de ce qui à été dit plus haut), est que cela vous permet de récupérer plus rapidement l'argent investi. Ce qui d'ailleurs est le but de tout investisseur avisé.

## 2-PER Relatif sectoriel

Le PER relatif sectoriel permet d'observer si une valeur est performante sur son secteur d'activité, afin de savoir si elle est plus ou moins chère que ses concurrentes.

### **Formule**

PER relatif = PER de l'action / PER sectoriel

Le PER sectoriel est une moyenne des PER des entreprises d'un même secteur, établie à partir d'un échantillon de valeurs de la cote.

Si un titre a un PER relatif inférieur à 1 (par exemple si 1 est la norme sectorielle), il est jugé moins cher que ses concurrents. La société peut avoir un potentiel prometteur et donc déclencher un signal d'achat

## **Exemple**

Soit l'action Maroc Telecom dont le PER est de 25. Le PER moyen du marché (ou sectoriel) s'élève à 15. Le PER relatif de l'action Maroc Telecom est donc de  $25/15 = 1,66$ .

Cette valeur est survalorisée et plus chère que ses concurrentes, sauf si la société est le leader sectoriel (prime de valorisation possible). Plus le PER est élevé, plus l'action est chère (car il faut davantage dépenser pour acquérir l'action).

Le PER relatif fournit des indications structurelles sur l'entreprise. S'il se modifie, c'est qu'un changement profond intervient dans la société (cession d'activité, évolution du secteur, variation du taux de croissance des bénéfices, etc.).

Donc le PER relatif permet de comparer les sociétés du même secteur d'activité. Ainsi il permet de définir les actions surcotées des actions sous cotées. Un PER faible est le reflet d'une entreprise sous cotée qui se trouve donc en zone d'achat. Inversement, un PER fort est le reflet d'une entreprise sous surcotée qui se trouve donc en zone de vente. C'est pourquoi le PER est aussi appelé : le coefficient de capitalisation ou le multiple des comparables boursiers.

Notons aussi que la relation inverse du PER (Bénéfice par action attendu/cours de l'action) exprime le rendement de l'action. (C'est-à-dire la rentabilité attendue du titre par les investisseurs.)

## **3- Les limites du PER**

Le PER peut être calculé par la formule cours/BPA. Et le bénéfice par action = bénéfice net total/nombre d'action. Mais le nombre d'action peut varier, car dans le futur, il ya des actionnaires qui peuvent négocier leurs actions. Donc dans ce cas, le calcul bénéfice net total/nombre d'action ne reflète pas trop la réalité.

Le Cours=BPA\*PER, donc le PER permet de surestimer la capitalisation prévisionnelle de la société non cotée.

On doit éliminer cette prime de liquidité en l'appliquant une décote .c'est à dire après avoir calculé le cours de société non cotée, on doit retrancher la prime de liquidité, pour trouver le cours réel de la société non cotée.

Une autre limite du PER est que le PER=cours/bénéfice par action ; le cours est une valeur réelle alors que le bénéfice par action est une valeur comptable. Donc nous pouvons dire que le PER ne reflète pas la réalité car c'est le rapport d'une valeur réelle et d'une valeur comptable alors que les valeurs comptables ne reflètent pas la réalité. (car les bénéfices comptables peuvent être énormes sans qu'il y ait génération de flux de trésorerie.)

Ainsi le PER permet de calculer la valeur d'une entreprise non cotée, et si l'entreprise ne réalise de bénéfice, dans ce cas on ne pourra pas calculer le PER.

## Etude de cas

Dans le cadre de son introduction en bourse par cession de 35% de son capital, **Douja Promotion Groupe Addoha**, a souhaité déterminer sa valeur par la méthode des comparables boursiers.

Le multiple retenu reflète les bénéfices nets (PER) des sociétés retenues. Car ce multiple est réputé représentatif de la profession.

Les sociétés retenues pour les besoins de la présente méthode déclinent, avec comme base de comparaison l'exercice 2004 et 2005, les caractéristiques suivantes :

Societes	Place de cotation	Benefice net 04	Benefice net 05	PER 04	PER 05
Nexity	Euronext Paris	1 645 M €	1 578 M €	12,8x	12,8x
Kaufmann & Broad	Euronext Paris	1 003 M €	1 049 M €	9,3x	16,9x

Maisons France	Madrid	412,8 M €	327 M €	16,5x	27,3x
Urbis	Londres	2 424 M €	889 M €	14,8x	16,4x
Moyenne	-	1 371,2 M €	960,75 M €	13,35x	18,35x

La valorisation de **Douja Promotion Groupe Addoha** par les comparables boursiers ressort

comme suit :  $V = \frac{13,35 \times 1371,2 + 18,35 \times 960,75}{2} = 17\,967,64 \text{ M €}$

Alors la valeur des titres cédés par le Groupe Addoha est 17 967,64 M €

## SECTION III: Price to book

Ce ratio rapproche la valeur de marché des capitaux propres à la valeur comptable des capitaux propres (VM/VP). Même si la théorie financière n'établit pas de lien direct entre le montant des capitaux propres comptables et leur valeur, il y a pourtant un lien économique entre ces deux grandeurs pourvu que les capitaux propres comptables reflètent bien les valeurs de marché de ces actifs et passifs. Ainsi un secteur ne peut durablement avoir une valeur de ses capitaux inférieure au montant comptable de ses capitaux : en effet, des restructurations interviendront rétablissant ainsi l'équilibre des marchés financiers efficients. De même un secteur ne peut durablement avoir une valeur de ses capitaux propres : en effet de nouveaux entrants seront attirés qui feront chuter ces rentabilités anormalement élevées, et l'équilibre des marchés efficients sera rétabli.

Quand les cours des actions montent, l'écart se creuse entre fonds propres et capitalisation boursière. En effet, quatre ans après l'éclatement de la bulle Internet, les Bourses se sont remises à grimper partout dans le monde. Même les mauvaises nouvelles comme l'ouragan Katrina ou la montée des prix du pétrole n'interrompent pas ce mouvement. Celui-ci se traduit en particulier par la hausse d'un indicateur très suivi par les investisseurs financiers: le Price to book ratio.

De quoi s'agit-il?

Tout d'abord cherchons à comprendre la définition (proposée par Verminem au sujet) de certains mots clés utiles à la compréhension du PBR.

- La valeur de marché de tout titre financier est le prix auquel il peut être acheté ou vendu, en particulier sur le marché secondaire.
- "Les capitaux propres représentent l'argent apporté par les actionnaires à la constitution de la société ou ultérieurement, ou laissés à la disposition de la société en tant que bénéfices non distribués sous forme de dividendes. Ils courent le risque total de l'entreprise : si celle-ci va mal, ils ne seront pas rémunérés (aucun dividende ne sera versé) ; si elle dépose son bilan, les porteurs de capitaux propres ne seront remboursés qu'après que les créanciers l'aient été intégralement, ce qui est très rarement le cas. Si elle va très bien au contraire, tous les profits leur reviennent. "

- La capitalisation boursière d'une société est la valeur de marché de ses capitaux propres. Elle résulte de la multiplication du nombre d'actions composant le capital de la société par le cours de bourse. Notons toutefois qu'un investisseur désirant acheter d'un seul coup la majorité des actions de la société dans le but d'en détenir le contrôle devra s'acquitter d'un montant supérieur à cette capitalisation, la différence correspondant à la prime de contrôle.

- La valeur actuelle, ou valeur, d'un titre financier est la valeur actuelle des flux futurs espérés, actualisés au taux de rentabilité exigé par les investisseurs.

La création de valeur est l'objectif de tout dirigeant d'entreprise. Cet objectif est atteint dès lors que les investissements de l'entreprise dégagent une rentabilité supérieure au taux de rentabilité exigé par ses apporteurs de capitaux.

On appelle Price to Book Ratio (PBR) le coefficient mesurant le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière) et la valeur comptable de l'entreprise.

PBR : cours boursier/capitaux propres par action

Où

PBR : capitalisation boursière/valeur comptable des capitaux propres

Donc, il peut se calculer au niveau d'une action comme aussi niveau globale

Le PBR d'une action est supérieur à un lorsque la rentabilité des capitaux propres est supérieure à la rentabilité exigée par les actionnaires. En effet, si une entreprise dégage durablement un taux de rentabilité de ses capitaux propres de 15% alors que les actionnaires demandent un taux de 10%, les capitaux propres d'un montant de 100 vaudront alors en finance 150. L'actionnaire aura le taux de rentabilité qu'il souhaite :  $(15\% \times 100) / 150 = 10\%$  et le PBR sera de 1,5. Au contraire le PBR sera inférieur à 1 si la rentabilité des capitaux propres est inférieure à la rentabilité exigée.

### **Ratio P/BV**

Le ratio **Price to Book-Value** (cours/valeur comptable) est obtenu en divisant le cours actuel de l'action par la valeur de l'actif de la société, moins son passif (= valeur comptable). Ce multiple nous dit combien de fois un investisseur est prêt à payer la valeur comptable pour une action donnée. Un ratio P/BV plus faible pourrait vouloir dire que l'action est sous-évaluée, mais aussi que quelque chose de fondamental ne va pas au sein de la société. Ce chiffre peut aussi indiquer si un investisseur paie trop pour ce qui restera de l'entreprise en cas de faillite immédiate.

Ainsi, il correspond au rapport capitalisation sur Actif Net Comptable (ANC) ou cours sur ANC par action. Il existe deux possibilités de calculer l'ANC :

- . Actif Net = Actif comptable – Actif Fictif – Dettes.
- . Actif Net = Capitaux propres – Actif Fictif.

Si ce ratio capitalisation / ANC est inférieur à 1 (ce qui est en réalité assez rare), il est communément admis que la société est sous évaluée puisque cela revient à dire que la société vaut moins que sa valeur comptable. De la même façon, dans une approche comparative, on calculera le PBR moyen du « peer group » avant de valoriser une entreprise.

## Chapitre II: Critiques et dépassement du PER

### Section I : LE Price Sale Ratio (PSR)

Le rapport cours/ventes appelé en anglais Price Sale Ratio (PSR) traduit le succès d'un titre par rapport à son chiffre d'affaires, et donc indirectement, par rapport à la taille de la société, par opposition au PER, qui traduit le succès d'un titre par rapport à son bénéfice. Le PER induit la demande par le bénéfice, le PSR l'induit par le chiffre d'affaires.

Comme les autres prix multiples, le P / S peut également être utilisé pour comparer les entreprises. Bien que pas aussi utile que le PER et le P/B ratio en tant que mesure d'évaluation, le PSR est tout à fait à portée de main lors de l'évaluation des sociétés non rentables, qui ne disposent pas d'un PER.

Les tenants du PSR, parmi lesquels K. Fisher, affirment, à juste titre, qu'au niveau international, il est plus facile de comparer les chiffres d'affaires que les bénéfices, qui sont biaisés par les politiques d'amortissement, de provisions, le poids différent d'un pays à l'autre des charges sociales, des taux d'impôts sur les sociétés. Parmi les autres arguments avancés, on cite aussi le fait que le PER n'est pas utilisable lorsque la société ne dégage pas de bénéfice; qu'il n'est pas significatif dans les situations de retournement et qu'il est préférable, enfin, d'utiliser un rapport qui décrit les causes des performances de l'entreprise (le chiffre d'affaires a un rôle moteur) plutôt que les effets (le résultat est un simple résidu plus ou moins manipulé lorsqu'il faut faire du <<window dressing>>).

Certaines entreprises utilisent «le chiffre d'affaires net" au lieu du chiffre d'affaires total, qui est obtenu en déduisant les escomptes de caisse, les biens retournés pour crédit, et d'autres indemnités.

La formule générale du Price Sale Ratio est la suivante

<p><b>PSR = Taux de capitalisation boursière (actions en circulation * prix de marché par</b></p>
---

**action) / Total des ventes**

Dans sa version de base, élaborée par K. Fisher, le ratio cours/ventes peut s'écrire ainsi :

**Capitalisation boursière/ventes = capitalisation boursière/résultat net . résultat net/ventes**

On peut également le rendre plus opérationnel en utilisant la capacité d'autofinancement à la place du résultat net, ou même encore, l'excédent de trésorerie d'exploitation (ETE) :

**Capitalisation boursière/ventes = capitalisation boursière/CAF \* CAF/ventes**

**Capitalisation boursière/ventes = capitalisation boursière/ETE \* ETE/ventes**

Dans tous les cas, le Price Sale Ratio est égal au Price Earning Ratio multiplié par une marge :  
 $PSR = PER * \text{marge}$

Une action qui a un PSR élevé est une action qui a soit un PER élevé et une marge moyenne, et dans ce cas, l'investisseur court un risque élevé ; soit un PER moyen et une marge importante, et ici le risque n'est plus financier mais commercial. Dans tous les cas, le PSR incite à l'analyse et à la découverte de titres attractifs, dont les performances économiques, en termes de marge, se dissimulaient derrière le PER, et que le PSR éclaire.

Les travaux de K. Fisher démontrent l'intérêt d'investir dans des valeurs ayant un faible PSR (si possible inférieur à 0.75) et éviter celles ayant un PSR supérieur à 3. C'est ainsi qu'il a pu établir que durant le « Bull Market » de 1983, les quatre meilleures performances des trente sociétés de l'indice Jones ont été réalisées par des sociétés ayant un PSR de 0,16 seulement.

Il n'en demeure pas moins que les comparaisons internationales des sociétés sur les bases de leur PSR sont assez peu performantes si l'on raisonne uniquement de manière brute. On ne doit pas en effet oublier que la valorisation du résultat ou de la capacité d'autofinancement dépend de l'idée complexe que les investisseurs se font de telle ou telle société en intégrant toutes ses caractéristiques (endettement, management...)

Tant que l'entreprise n'est pas dirigée de la faillite, on peut utiliser le P / S pour suivre ce que le marché est prêt à payer pour ses ventes. Si la compagnie P / S est beaucoup plus faible que les autres dans son industrie, elle mai la possibilité d'indiquer une valeur. Pour les jeunes entreprises encore à faire un profit, nous avons souvent une image de haute croissance des ventes, qui, nous l'espérons, se traduiront par un bénéfice net et, en fin de compte, le cash flow libre. Le PSR nous indique comment le marché est beaucoup plus payant pour les ventes et donne une indication de la valeur.

Certains investisseurs estiment relativement faible le P / S avec une hausse du prix des actions (relativement élevé par rapport de force) pour être une bonne base pour investir dans des titres de croissance qui ont subi un revers temporaire.

### **Limites :**

Comme une mesure de valeur, P / S est particulièrement utile pour une jeune entreprise en croissance, ou une société sans revenu, mais aussi avec d'autres mesures d'évaluation, il ne doit pas être utilisé isolément.

Il ne doit non plus être utilisé dans le cas de sociétés en faillite.

Contrairement au PER et au P/B ratio, le PSR ne comporte pas d'estimations comptables qui peuvent être utilisés par l'entreprise de gonfler ou dégonfler même, les gains. Cela dit, les entreprises peuvent encore manipuler les ventes, il nous faut donc examiner attentivement la façon dont une société enregistre ses recettes.

Le PSR, préféré au PER à cause de la facilité de comparaison des chiffres d'affaires des sociétés au lieu des bénéfices, ne prend pas en compte les fluctuations des devises. Ce qui est bien dommage, vu que nous sommes de nos jours dans un contexte de mondialisation.

### **Application :**

Considérons une société X au capital de 2.000.000 dh. Le prix de ses actions était de 100 dh chacune. Le quart de la totalité de ses actions sont actuellement en circulation sur le marché et le cours sur le marché étant considéré à 106 dh par action, calculer le PSR de cette société.

Chiffre d'affaire = 600.000 dh

### **Solution :**

Nombre d'actions de la société X :  $2.000.000 / 100 = 20.000$  actions

Nombre d'actions en circulation :  $20.000 / 4 = 5.000$  actions

Taux de capitalisation boursière :  $5000 * 106 = 530.000$

PSR =  $530.000 / 600.000 = 0,8833$

## Section II : Le délai de recouvrement (DR)

### 1- Définition

Pour pallier les différentes insuffisances du PER, on préconise souvent l'emploi de la méthode du délai de recouvrement pour évaluer le prix d'une action. Cette mesure représente le délai de détention nécessaire pour que le cours de l'action égale la valeur actuelle des bénéfices futurs anticipés.

Cette méthode s'inspire de la méthode du délai de récupération employée dans le choix d'investissement.

Le délai de recouvrement est défini comme étant le délai de recouvrement du prix d'une action par le flux futur des bénéfices par action actualisé au taux de rendement des obligations à long terme.

### 2- Mode de calcul

La détermination préalable du délai de recouvrement (DR) suppose en premier lieu l'établissement de la formule qui est à la base de la définition précédemment énoncée (PER)

$$P_0 = B_0 \cdot \frac{\left(\frac{1+g}{1+k}\right)^n - 1}{\left(\frac{1+g}{1+k}\right)^{-1}}$$

Soit  $k$  : taux de rendement des obligations à long terme

$g$  : taux de croissance du bénéfice par action

n : le délai de recouvrement

$B_0$  : bénéfice par action de l'année 0

P : cours de l'action

$$\text{Posons : } Q = \frac{1+g}{1+k} \Rightarrow P_0 = B_0 \cdot \frac{Q^n - 1}{Q - 1}$$

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{Q^n - 1}{Q - 1} \Leftrightarrow PER_0 = \frac{Q^n - 1}{Q - 1} \Rightarrow Q^n - 1 = PER_0 \cdot (Q - 1)$$
$$\Rightarrow Q^n = PER_0 \cdot (Q - 1) + 1$$

$$\text{Log } Q^n = \text{Log} [PER_0 \cdot (Q - 1) + 1] \text{ Or } \text{Log } Q^n = n \cdot \text{Log } Q$$

$$\Rightarrow n \cdot \text{Log } Q = \text{Log} [PER_0 \cdot (Q - 1) + 1]$$

$$N = \frac{\text{Log} [PER_0 \cdot (Q - 1) + 1]}{\text{Log } Q}$$

Le délai de recouvrement permet d'apprécier le risque assumé par l'investisseur lorsqu'il achète un actif financier. Plus le délai est court, moins le risque est important et plus la valeur est réputée bon marché, et inversement.

Le délai de recouvrement varie dans une fourchette de 5 à 15 ans actuellement sur les places commerciales.

### 3- Exemple

La société EBAMU a un bénéfice qui croît de 15% par an ; le taux d'actualisation est de 12%, son PER est de 8.

Quel est son délai de recouvrement ?

Réponse

$$Q = \frac{1+g}{1+k} = \frac{1+15\%}{1+12\%} = \frac{1,15}{1,12} = 1,026$$

$$DR = N = \frac{\text{Log} [PER_0 \cdot (Q - 1) + 1]}{\text{Log } Q} = \frac{\text{Log} [8 \cdot (1,026 - 1) + 1]}{\text{Log } 1,026} = \frac{0,08206}{0,01114} = 7,36 \text{ années}$$

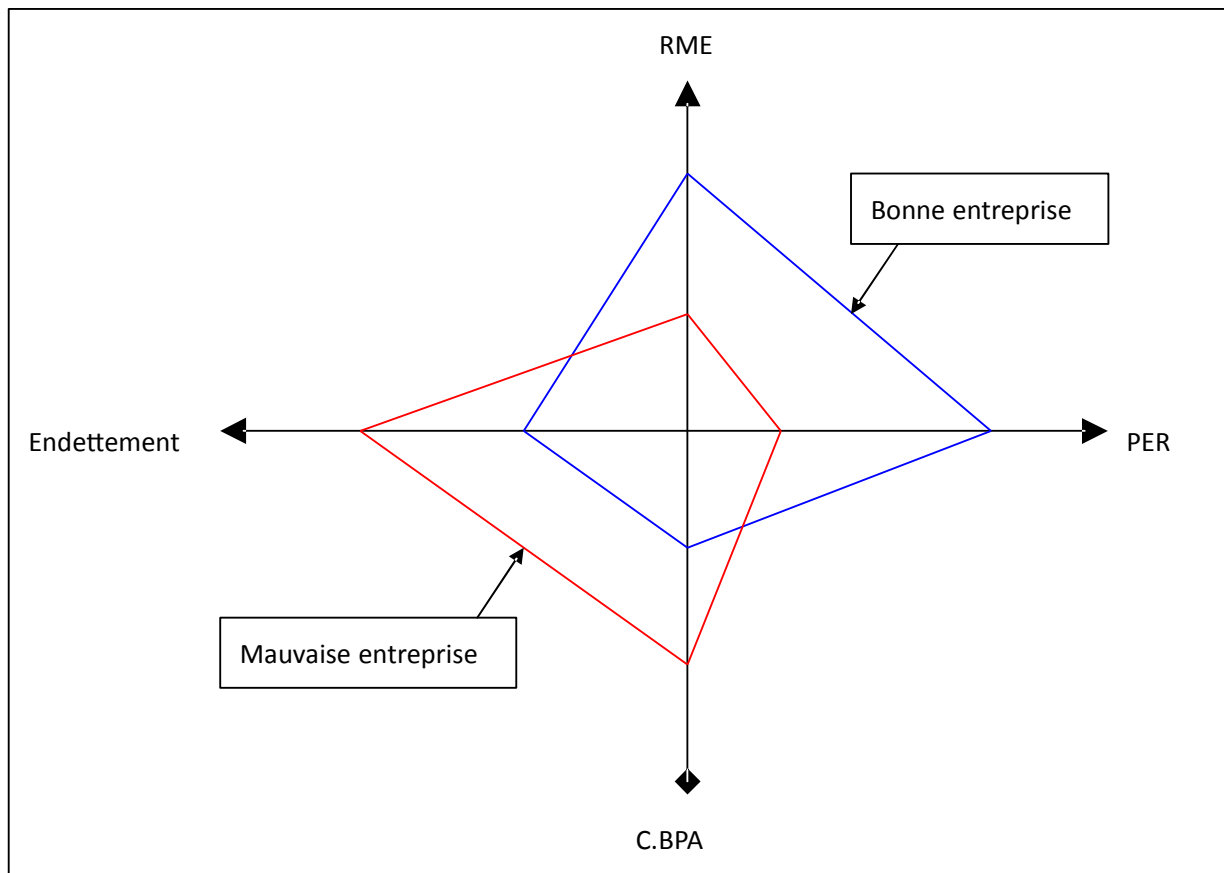
Toute action dont le DR serait inférieur à 7,36 représenterait un investissement préférable. Quels que soient son cours boursier et son PER, une action qui aurait un délai de recouvrement de 7 serait moins chère pour un investisseur qu'une action de la société EBAMU.

## SECTION III: Le Graphique en Etoile

Ce graphique permet de faire une bonne synthèse et de visualiser les paramètres financiers et boursiers d'une entreprise. Il s'agit souvent d'utiliser le graphique dans une analyse comparative.

Dans un repère orthonormé à 4 axes sont représentés :

- le Price Earning Ratio (PER) ;
- le Ratio de la Marge d'Exploitation (RME);
- l'Endettement ;
- la Croissance du Bénéfice Par Action (C.BPA).



Sur la base de ces 4 axes, l'on peut schématiquement opposer deux sortes d'entreprises :

- les bonnes entreprises qui sont peu endettées (endettement faible), connaissant un succès boursier (PER élevé) et avec un fort potentiel de production (C.BPA & RME élevé) ;
- les mauvaises entreprises qui sont endettées (endettement élevé), avec une croissance incertaine (C.BPA & RME faible) et soumise aux aléas boursiers (PER faible).
- Le graphique en étoile permet de dégager les lignes de forces et les lignes de faiblesse d'une société cotée en bourse ; il reflète donc la vie d'une entreprise soumise au cycle économique de son environnement.

Le graphique peut s'allonger, grossir ou se rétrécir en fonction des réussites et des échecs de l'entreprise.

Le graphique en étoile :

Il permet de faire une bonne synthèse de quelques paramètres financiers et boursiers surtout dans un souci de comparaison. Sur un repère à quatre axes, on porte le PER, le

ratio d'endettement, le ratio de marge d'exploitation et le taux de croissance annuel du bénéfice par action (CBA).

- a) Le PER représente comme nous l'avons vu l'attrait du marché pour les résultats de l'entreprise.
- b) le ratio de marge d'exploitation modélise l'impact de la structure financière sur la capitalisation boursière. Pour le calculer, il faut d'abord valoriser les dettes financières nettes des disponibilités (DT), en tenant compte des économies d'impôt. Si on appelle  $t$  le taux d'impôt sur les sociétés et  $i$  le taux d'intérêt débiteur moyen de la société sur  $n$  périodes, il vient

$$\begin{aligned}
 V = \text{valorisation de la dette} &= (1 - t) \sum_{j=1}^{\infty} \frac{iDT}{(1 + k)^j} \\
 &= \text{valorisation de la dette} = (1 - t) \sum_{j=1}^{\infty} \frac{iDT}{(1 + k)^j} \text{ Quand } j \rightarrow \infty, \text{ on a :} \\
 v &= (1-t)DT
 \end{aligned}$$

Le ratio de marge d'exploitation est alors égal à

$$RME = \frac{\text{capitalisation boursière} + (1 - t)\text{dettes financières nettes}}{\text{chiffre d'affaires}}$$

C'est un outil d'appréciation du potentiel boursier à long terme complété par le ratio d'endettement, il offre un complément à l'approche traditionnelle en termes de PER et d'anticipation en matière de croissance des bénéfices par action.

- c) le ratio d'endettement mesuré par le rapport

$$\frac{\text{dettes financières nettes des disponibilités}}{\text{chiffre d'affaires}}$$

Montre la sensibilité de l'entreprise à la conjoncture: plus il est élevé, plus l'entreprise est vulnérable et plus il faut se méfier de la volatilité de ses résultats.

L'interprétation de ce ratio est sectorielle: négatif dans certains cas (secteur de la distribution), il peut atteindre jusqu'à 50% dans certains secteurs (champagne).

Le calcul de ce ratio permet d'effectuer la discrimination du ratio de marge d'exploitation suivant la marge ou l'endettement.

- d) la croissance du bénéfice par action est mesurée sur son axe en sens inverse des autres paramètres : plus elle forte et plus le point est proche de l'origine

Schématiquement on peut proposer deux sortes d'entreprises:

- Les bonnes entreprises, au fort potentiel de production, peu endettées, et connaissant le succès boursier
- Les mauvaises entreprises endettées, à la croissance incertaine et sujettes aux aléas boursiers.

Le graphique en étoile va refléter la vie d'une société : il s'allonge, grossit ou se rétrécit selon les cycles économiques et la réussite propre de l'entreprise.

En définitive, l'analyse par le graphique en étoile permet de dégager les lignes de forces et de faiblesses d'une société.

## Conclusion

En guise de conclusion, l'évaluation d'une société est une opération complexe en raison de la pluralité des éléments qui entrent en compte, on peut ainsi parler de pluralité de techniques d'évaluation, en réalité, la logique de ces méthodes est toujours la même. Elle consiste à comparer un certain nombre de sociétés similaires ou un secteur d'activités précis pour faire ressortir un certain nombre de ratios qui permettront d'établir une juste évaluation de la société. A partir des données, les professionnels vont établir certains ratios (PER, PSR, P/B...) qui permettront d'évaluer l'entreprise. L'approche comparative est plus facile d'utilisation pour les sociétés cotées en raison de la transparence certaine de l'information. Mais elle est également

largement utilisée pour les sociétés non cotées dans la mesure où l'on peut aujourd'hui assez facilement se procurer des informations financières sur ses concurrents. Parmi les ratios, récapitulons quelques ratios importants:

### **Le Price Earning Ratio (PER)**

Il s'agit sans doute du ratio le plus utilisé. Il correspond au rapport cours bénéfice d'une société. En fait, le PER obtenu doit être comparé au PER sectoriel.

Ce ratio s'apparente en fait au **délai de récupération** de l'investissement puisqu'il indique le nombre d'années de bénéfice qui permettront de récupérer l'investissement initial.

### **Le Price to Book Ratio (PBR)**

Il correspond au rapport capitalisation sur Actif Net Comptable (ANC) ou cours sur ANC par action.

### **Le Price to Sales Ratio (PSR)**

Ce ratio correspond au rapport capitalisation sur chiffre d'affaires. Il permet de mesurer combien de fois le chiffre d'affaires est intégré dans la valorisation finale de la société c'est-à-dire d'évaluer l'entreprise à partir d'un multiple de ses ventes. Ce ratio et son utilisation courante permettent d'établir une norme

En définitif, l'évaluation finale reflète systématiquement la réalité économique de l'entreprise.

Evaluer une entreprise, c'est avant tout évaluer ses forces, ses faiblesses, ses spécificités et ses potentialités par rapport à ses concurrents.

## **BIBLIOGRAPHIE**

- EVALUATION DES SOCIETES ET DE LEURS TITRES, HIRIGOYEN.G/DEGOS.J-VUIBERT 1988
- INGENIERIE FINANCIERE EVALUATION D'ACTIFS ABDELAZIZ ENASRI TOUBKAL 2005
- MANUEL D'EVALUATION DES ENTREPRISES MAIRE.C / BRILMON.J LES EDITIONS D'ORGANISATION 1992
- EVALUATION DES ENTREPRISES VIZZAVONA ATOL 1987