



CORTAL CONSORS
BNP PARIBAS

L'analyse fondamentale

Webinaire du 23/06/2011

Intervenant : Benjamin Glussot
Tel : 01 47 38 81 44

1. Qu'est-ce que l'analyse fondamentale?

Définition et éléments clés

Les différentes méthodes d'analyse

2. Le travail de l'analyste financier

Analyse Qualitative

Diagnostic financier et analyse des comptes

3. Comment évaluer une société ?

Approche patrimoniale

Valorisation dynamique

Valorisation comparative

4. Analyse et descente de comptes

5. Les principaux ratios boursiers

Intervenant : Benjamin Glussot
Tel : 01 47 38 81 44

1. Qu'est-ce que l'analyse fondamentale ?



◆ Définition :

L'objectif de l'**analyse fondamentale** est d'évaluer **au plus juste** la **valeur d'une société** à partir **d'éléments financiers et d'éléments qualitatifs**

◆ Les éléments clés :

- L'analyse financière (Compte de Résultat, Bilan, Rentabilité...)
- L'analyse qualitative (positionnement, environnement, management, structure du capital ...)
- La valorisation (PER...)

Les différentes méthodes d'analyse

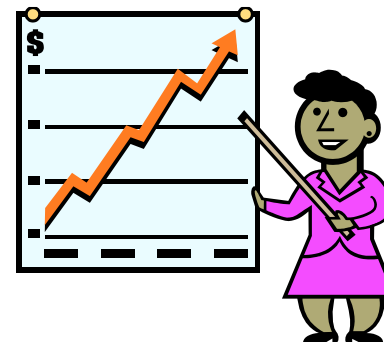
◆ L'analyse fondamentale



◆ L'analyse quantitative



◆ L'analyse technique



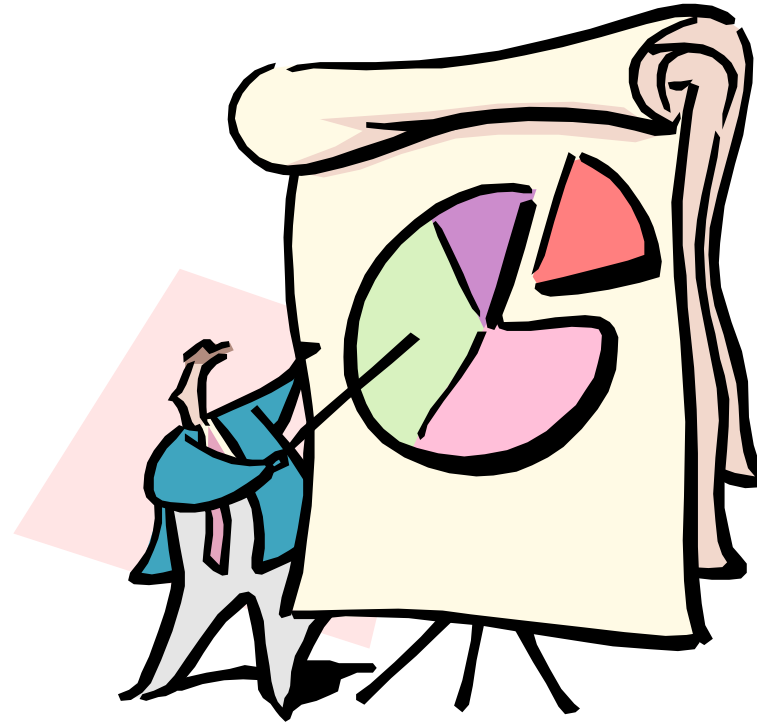
Les différentes méthodes d'analyse

- ◆ **L'analyse fondamentale** s'intéresse aux facteurs économiques, qualitatifs et financiers
- ◆ **L'analyse quantitative** s'intéresse aux conditions de marché et aux corrélations aux constituants macro-économiques
- ◆ **L'analyse technique** s'intéresse aux flux d'informations, à la psychologie et aux comportements des intervenants

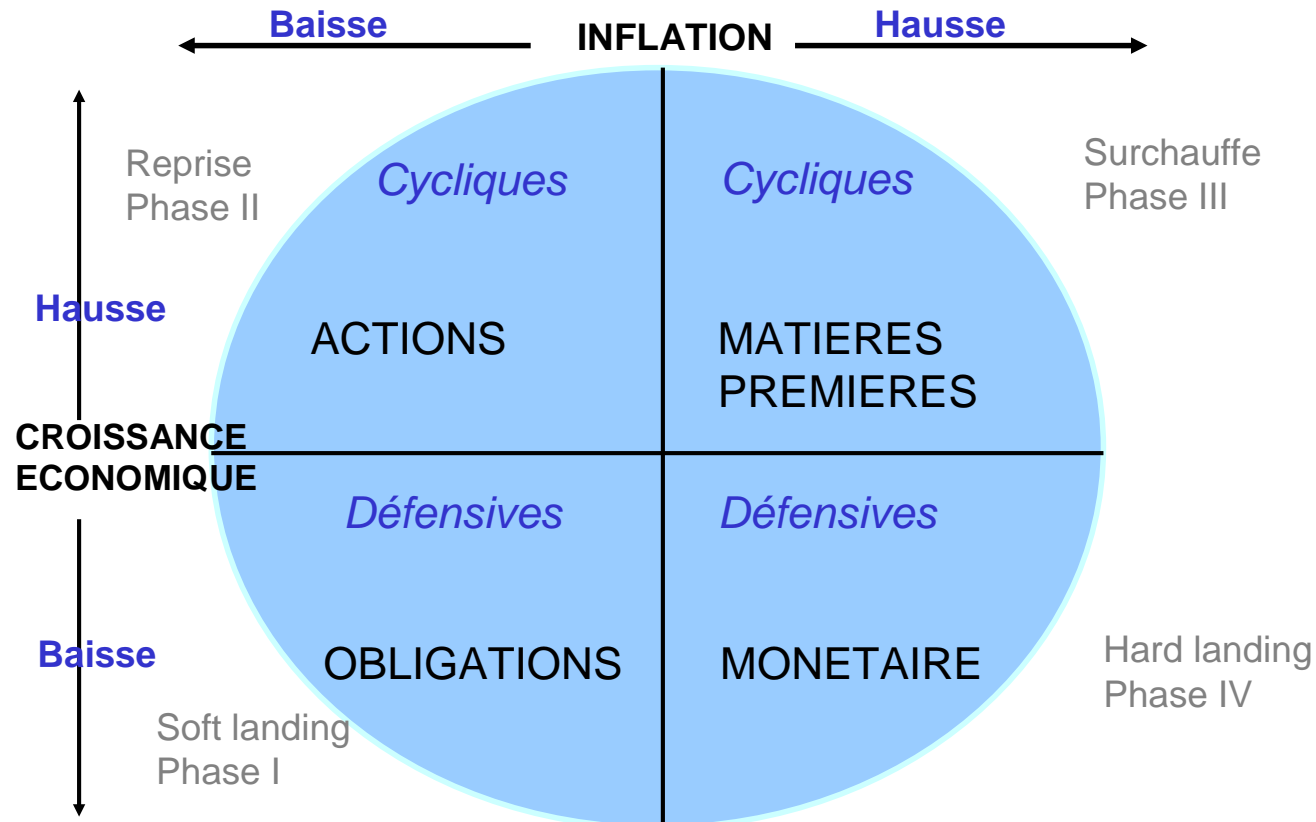
Les différentes méthodes d'analyse

- ◆ **L'analyse fondamentale** est la méthode d'analyse la plus utilisée que ce soit en gestion privée ou institutionnelle ; c'est également la méthode d'analyse la plus ancienne
Elle est efficace dans le cadre d'une gestion moyen long terme
- ◆ **L'analyse technique** est utilisée pour le Trading, le court terme voire très court terme
- ◆ **L'analyse quantitative** est plus utilisée dans le cadre de la gestion institutionnelle

2. Le travail de l'analyste financier



Analyse des différents types d'investissement face aux cycles économiques



Le travail de l'analyste financier

Rôle de l'analyste : Analyse qualitative / Diagnostic financier / Valorisation

Recommandation

MARCHE PARFAIT
Ouvert, organisé,
standardisé

MARCHE IMPARFAIT
Privé, OTC, gré-à-gré

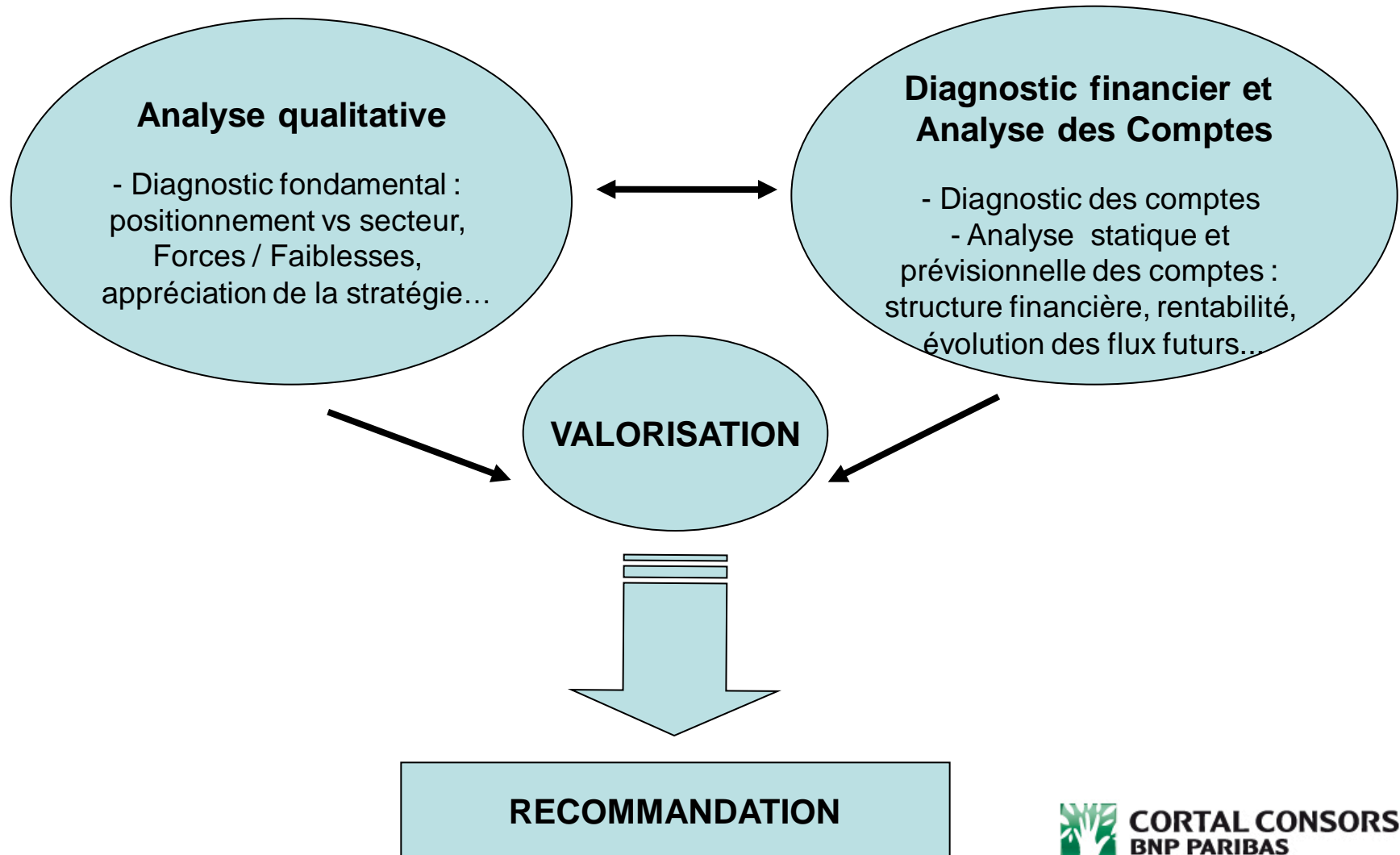
Prix sous-évalué

Valeur

Prix sur-évalué

FAIR VALUE

Le travail de l'analyste financier



◆ Analyse qualitative

■ **Positionnement et environnement de l'entreprise**

- L'analyse du marché dans lequel l'entreprise s'inscrit
- Le cycle de vie du ou des produit(s) commercialisé(s)
- Le risque de marché
- La part de marché
- L'analyse de la concurrence et comment elle s'exerce

■ **Le management, le news flow et la structure du capital**

- Les actionnaires : stabilité, flottant
- Les dirigeants - le management : réputation, transparence de l'information
- La qualité des résultats par rapport aux anticipations, respect des engagements

◆ Diagnostic financier et analyse des comptes

Structure bilancielle et rentabilité :

Capitaux propres, ratios d'endettement, notation de la dette par les agences...

ROE

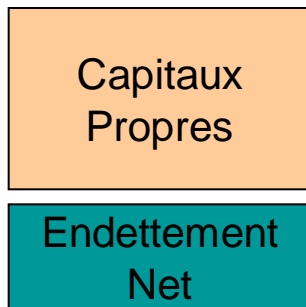
Analyse de l'exploitation :

évolution des: CA, EBITDA, EBIT, RN, BPA...

Bilan

Emplois

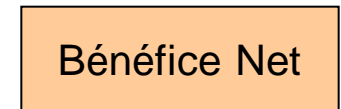
Ressources



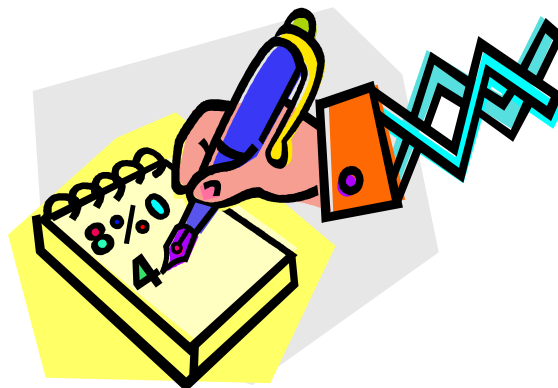
= Actionnaires

= Créanciers

Compte de résultat



3. Comment évaluer une société ?



◆ Apprécier le prix d'un titre (cours de bourse) et apporter une recommandation

Ce titre est-il cher, pas cher ? Sa valeur est-elle modérée ?

- **La valorisation de marché** : le cours de l'action à un instant T
- **La valorisation financière théorique** : le résultat de calculs s'appuyant sur 3 méthodes d'évaluations financières

L'idée étant que, dans un marché efficient, le prix du marché devrait se rapprocher le plus possible de l'évaluation financière

APPROCHE	PRINCIPE	METHODE
PATRIMONIALE	<p>Somme des Actifs</p> <p>Somme des Passifs</p>	<p>ANR : Actif Net Réévalué « Sum of the Parts »</p>
DYNAMIQUE	<p>Somme des Flux futurs</p> <ul style="list-style-type: none"> . Dividendes . Cash-flow . Création de valeur 	<p>DCF</p>
COMPARATIVE	<p>Comparaison de multiples</p> <ul style="list-style-type: none"> . Vs secteur . Vs marché . Vs historique 	<p>PER</p> <p>EV/EBTDA</p> <p>P/B</p> <p>flow</p> <p>EV/CA</p> <p>EV/EBIT</p> <p>P/Cash-flow</p>

◆ L'approche Patrimoniale: Actif Net Réévalué (ANR)

- **Définition** : méthode qui évalue **de façon distincte les actifs et passifs inscrits au bilan**, qui les réévalue et qui les additionne. Cette méthode ne se base pas sur une valeur comptable mais sur une valeur réelle, vénale
- **Champ d'application** : sociétés multi-activités (sauf sociétés Internet, pub, conseil...), sociétés immobilières, compagnies aériennes, secteur automobile...
- **Avantages** : simple, facile d'utilisation, la valeur des actifs et passifs est immédiatement disponible au bilan
- **Inconvénients** : méthode statique, « photographie ». Repose sur des données comptables et ne permet pas d'appréhender les changements qui peuvent intervenir parmi les éléments constituant la valeur d'entreprise et ne tient pas compte de la rentabilité future des actifs

◆ L'approche Dynamique - Discounted Cash Flow - DCF

- **Définition:** méthode qui **agrège la valeur actualisée des Flux de Trésorerie disponibles** (Free Cash Flow) sur un horizon déterminé et cohérent ainsi que la **Valeur Terminale actualisée**.
- **Horizon déterminé et cohérent :** classiquement, il est de l'ordre de 10 à 20 ans
- **Avantages:** optique long terme, représentative de l'activité future de l'entreprise. Cette méthode tient compte du risque lié à l'entreprise via le taux d'actualisation, des investissements nécessaires à la croissance et enfin, du financement de cette croissance
- **Inconvénients:** très sensibles aux hypothèses retenues (taux de croissance ...)

◆ L'approche Comparative - Méthodes des multiples

■ **Définition** : **méthode globale et comparative** qui prévoit qu'une entreprise s'achète x fois son paramètre de comparaison. Elle permet d'apprécier la société en tenant compte de son secteur et de ses concurrents. **Elle reflète plus un prix de marché que la valeur comptable de l'entreprise**

■ **Champ d'application** : toutes les entreprises

■ **Avantages** : facilité, simplicité, rapidité

■ **Inconvénients** : attention au choix de l'univers comparable (sociétés présentant un profil similaire en termes de taille, marchés, risques...)

3. Analyse et descente de comptes



◆ Soldes Intermédiaires de Gestion: Compte de résultat

Production vendue (=)

= Chiffre d 'Affaires

- Production stockée
- Coût des matières premières

= Valeur Ajoutée

- Charges de personnel
- Autres charges externes

= Excédent Brut d'Exploitation

- Dotation aux amortissements et provisions

= Résultat d'Exploitation

- Résultat Financier
- Résultat Exceptionnel
- Impôt sur les bénéfices

= Résultat Net

◆ Valeur Ajoutée

- **Définition** : la Valeur Ajoutée représente la richesse créée par l'entreprise, elle est le résultat de la différence entre la production et les coûts d'achats des matières premières

Terme en anglais : Added Value

◆ Excédent Brut d'Exploitation

- **Définition** : c'est la ressource produite par l'entreprise qui va permettre d'une part de rémunérer les apporteurs de capitaux et d'autre part de pouvoir s'autofinancer, de maintenir ses investissements. C'est un très bon indicateur de performance d'une société

Terme en anglais : EBITDA

◆ Résultat d'Exploitation

- **Définition** : il permet de mesurer les performances de l'entreprise réalisées du fait de son activité. Les politiques de financement n'interviennent pas dans le calcul du résultat d'exploitation

Terme en anglais : EBIT

◆ Résultat Financier

- Définition : il est égal à la différence entre les produits financiers et les charges financières

Terme en anglais : Financial Profit

◆ Résultat Exceptionnel

- Définition : comme son nom l'indique, il s'agit d'opérations charges ou produits qui ne devraient pas (ou peu) se reproduire

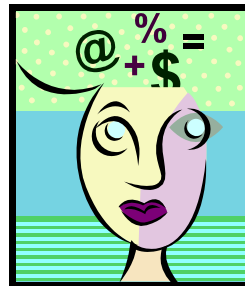
Terme en anglais : Exceptionnal Profit

◆ Résultat de l'exercice

- Définition : il traduit l'enrichissement THÉORIQUE de l'entreprise

Terme en anglais : Net Income

5. Les principaux ratios ?



◆ Ratios d'Analyse Financière

- Évolution de la valeur ajoutée et du chiffre d'affaires

Définition : ces ratios représentent respectivement l'évolution d'une année sur l'autre, le taux de croissance de la valeur ajoutée et du chiffre d'affaires

- Marge brute d'exploitation

Définition : ce ratio montre la part de la ressource brute de l'entreprise dégagée grâce à son exploitation pure, par rapport au chiffre d'affaires.

Ce ratio doit jouer le rôle d'indicateur, de "clignotant", en cas de baisse constatée sur plusieurs exercices.

- Marge opérationnelle ou Marge nette d'exploitation (ou Ratio de Profitabilité)

Formule de calcul : $EBIT / CA$

◆ Ratios d'Analyse Financière

■ Marge nette

Définition : ce ratio détermine le taux de bénéfice net dégagé par l'entreprise. Pour 1 euro de Chiffre d'affaires vendu, quelle est la part de bénéfices nets revenant à l'entreprise ?

Formule de calcul : $\text{Résultat Net} / \text{CA}$

■ Gearing – Taux d'endettement

Définition : l'endettement financier est défini comme étant égal aux dettes financières, c'est-à-dire emprunts à long terme et emprunts bancaires à court terme (découvert ou crédit de trésorerie)

Un endettement doit être raisonnable et suffisant, même s'il est variable suivant le secteur d'activité.

En général, le ratio ne doit pas être > 1 . Les banques refusent souvent d'accorder des crédits aux entreprises dont le taux d'endettement dépasse ce seuil.

◆ Ratios d'Analyse Financière

■ Rentabilité des Capitaux Propres – ROE (Return On Equity)

Définition : le ROE, ou coefficient de rentabilité des capitaux propres, est égal au résultat net sur les capitaux propres.

Un ROE de 10% signifie que pour 100 de capitaux propres alloués à une activité, cette activité dégagera un bénéfice de 10.

Ce ratio, très important pour l'évaluation des entreprises cotées, peut être relativisé par une sous-capitalisation (qui accroît le ratio) ou par une sur-capitalisation (qui le diminue).

Formule de calcul : Résultat Net / Capitaux Propres

◆ Ratios Boursiers

■ Bénéfice par Actions (BPA ou EPS en anglais)

Définition : comme son nom l'indique, c'est le bénéfice de la société divisé par le nombre d'actions en circulation

Formule de calcul : $\text{Résultat Net} / \text{Nombre d'actions}$

■ Price Earning Ratio (PER)

Définition : il s'agit sans doute du ratio le plus utilisé. **Généralement, plus un PER est bas, plus l'entreprise est bon marché**

Formule de calcul : $\text{Cours de l'action} / \text{BPA}$

◆ Ratios Boursiers

■ PER historique

Définition : le PER historique permet de comparer le niveau de valorisation actuelle avec le niveau historique. Il correspond à la moyenne arithmétique des PER moyens annuels sur la période. Si la moyenne historique d'un titre sur 10 ans était de 15 et que depuis deux ans elle est de 25, on doit s'interroger pour comprendre cette hausse.

■ PER relatif

Définition : comparaison du PER de la société avec les PER de **secteur** et PER de **marché**.

PER du secteur = moyenne des PER des sociétés composant le secteur.

PER de marché = moyenne des PER des sociétés du marché.

Si le PER relatif = 1 : valorisation égale au marché ou secteur.

Si PER relatif > 1 : valorisation supérieure au marché ou secteur, on peut constater une valorisation excessive.

Si PER relatif < 1 : valorisation inférieure au marché ou secteur, on peut constater une sous-valorisation.

De nombreux investisseurs préfèrent comparer le P/E d'un titre au P/E du secteur, plutôt qu'à celui du marché tout entier.

◆ Ratios Boursiers

■ Rendement :

Définition : le rendement d'une action est le rapport du dernier dividende versé au cours de l'action. Les valeurs dites de rendement offrent généralement un dividende supérieur à 4% alors que les valeurs de croissance ne distribuent pas de dividende.

Formule de calcul: $\text{dividende} / \text{cours}$

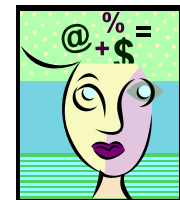
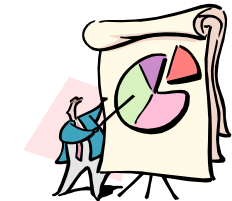
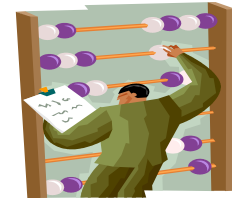
■ Taux de distribution :

Définition : le taux de distribution représente le pourcentage du bénéfice de l'exercice distribué aux actionnaires sous forme de dividendes.

Formule de calcul: $\text{dividendes nets} / \text{bénéfice net}$

◆ L'analyse fondamentale permet de répondre à ces trois questions :

- **Création de valeur** : *Est-ce une entreprise profitable ?*
- **Changement** : *Quelles sont les perspectives de croissance ?*
- **Valorisation** : *A Combien l'entreprise est-elle valorisée ?*



- ◆ *Quelques valeurs sélectionnées en 2010 – 2011*

- ◆ **Elles répondent au minimum à deux des quatre critères suivants :**
 - Croissance
 - Visibilité
 - Le rendement
 - Changement managérial / caractère Opéable

◆ Volkswagen

■ Analyse qualitative :

- 1^{er} constructeur automobile européen et 3^{ème} mondial
- Le groupe est présent sur toutes les lignes de métiers : de l'entrée de gamme au luxe en passant par le segment des poids lourds, très rémunérateur
- Répartition mondiale du Chiffre d'Affaires avec une forte exposition dans les émergents (Chine, Russie et Brésil)
- Un portefeuille de marque forte (Bentley, Audi, Volkswagen...)
- Développement de structures modulables qui serviront pour toutes les marques. Objectif de ces innovations : 40% d'économie de coût.

■ Analyse des comptes :

- Une marge opérationnelle de 5,6% en 2010 vs 1,76 % en 2009
- Liquidités importantes: 18,6 Milliards € de trésorerie nette

- Approche concurrentielle de la valorisation :

	PE	EV/EBIT	Marge Opérationnelle	Marge Brute d'Exploitation
Volkswagen	6,91	6,73	5,63%	13,33%
- Audi			9,42%	15,38%
BMW	12,57	17,95	8,12%	14,20%
Renault	2,57	52,67	1,62%	9,50%

- BMW présente une meilleure rentabilité opérationnelle
- Cependant les ratios de valorisation mettent en évidence une sous valorisation relative de Volkswagen par rapport à son concurrent

- Source: www.knowledge.reuters.com

◆ **Pernod Ricard**

■ Analyse qualitative :

- Numéro 2 mondial de la production et de la commercialisation de vins et spiritueux
- Amélioration des marges en Asie dont la consommation se développe sur l'activité du luxe
- La politique d'investissement et d'innovation mise en place a permis aux marques phares (Absolut et Jameson) de renouer avec les performances d'avant crise.
- Reprise de l'activité aux États-Unis
- Une stratégie de désendettement nécessaire pour envisager de nouvelles acquisitions importantes

■ Analyse des comptes :

- Un Gearing (Dettes / Capitaux Propres) élevé de 135% en décembre 2010 vs 167% en décembre 2009
- Une croissance organique de 7% au 1^{er} semestre 2010 – 2011

◆ **Société Générale**

■ Analyse qualitative :

- Division BFI – 48,6% des résultats
- Ratio Core Tier One de 8,8% et Tier One à 10,8%
- Recul des provisions sur actifs toxiques

■ Analyse des comptes :

- RN du T1 916 M€ vs 1060 M€ attendus
- Bonne performance de la banque de détail en France (+ 4,6%)
- Baisse du cout du risque - 20,2% par rapport au T4 – 2010
- Perte sur actifs toxiques 49 M€ vs 169 M€ au T1 – 2010 et 129 M€ au T4 – 2010
- Objectifs de résultat 6 Mds € en 2012 et ROE à 15% vs 3,9 Mds € et ROE de 9,8 % en 2010

- Approche concurrentielle de la valorisation :
 - Retards sur dépréciations – potentiel de récupération
 - 23% à 44% de décote sur actifs toxiques
 - Stress tests entre 12% et 23%
 - Part importante de la BFI – reprise de la volatilité sur les marchés financiers
 - Un groupe solide pour affronter Bâle III : réaffirmation par le PDG de la capacité à dépasser les 9% de Core Tier 1 sous Bâle III en 2013

- ◆ Cette présentation, effectuée gratuitement, a été élaborée par Cortal Consors et B Capital
- ◆ Elle constitue une communication à caractère promotionnel visée à l'article 313-28 du Règlement Général de l'AMF. Elle n'a aucune valeur contractuelle. Les responsabilités de Cortal Consors et de B Capital ne peuvent être engagées au titre de cette présentation

La présentation s'appuie sur des informations et des études de place considérées comme fiables à la date de leur diffusion. Aucune attestation ou garantie, expresse ou tacite, n'est donnée quant à la fiabilité ou au caractère complet de ces informations qui ne doivent pas être exploitées comme telles. Les analyses et éléments contenus dans la présentation sont susceptibles d'évolution ou d'invalidation à tout moment sans que ni Cortal Consors, ni B Capital, ne puissent en informer au préalable le Client

- ◆ La présentation aborde différents thèmes de nature notamment financière, patrimoniale, juridique ou fiscale
- ◆ Il est recommandé de faire valider les avis juridiques et fiscaux par un avocat ou un notaire avant toute réalisation
- ◆ Les éléments financiers de la présentation n'ont pas été élaborés conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières. Aussi, Cortal Consors et Fundquest ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la présentation

- ◆ Cette présentation ne constitue pas un conseil en investissement
- ◆ Les placements sur les instruments financiers sont susceptibles de variation à la hausse et à la baisse et présentent un risque de perte en capital. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et elles ne sont pas constantes dans le temps

La présentation ne constitue pas une incitation à investir. Elle ne fait pas autorité, ni ne peut se substituer au jugement propre des investisseurs et n'est pas censée être l'unique base d'évaluation des stratégies ou instruments financiers présentés. Elle s'adresse à une clientèle autonome et avertie, disposant d'une bonne connaissance des marchés et outils boursiers, acceptant les aléas boursiers. Le Client est seul juge de l'opportunité des opérations qu'il pourra être amené à conclure et doit apprécier ses choix d'investissement en fonction de sa situation financière, de son expérience et de ses objectifs en matière de placement ou de financement (notamment degré d'acceptation du risque de perte et durée d'investissement envisagée). Il est recommandé de ne pas investir toute son épargne sur des investissements susceptibles de varier à la baisse et de respecter les durées recommandées d'investissement

- ◆ Le Client qui souhaite un conseil en investissement avant de réaliser une opération sur un des instruments financiers présentés est invité à contacter son conseiller pour s'assurer avec son conseiller que le produit est adapté à son expérience, sa situation financière et à ses objectifs