

« Comment  
investir  
en Bourse ? »

# L'analyse fondamentale



Mai 2009

BANQUE POPULAIRE  
RIVES DE PARIS



# L'analyse fondamentale

## SOMMAIRE

**Les objectifs de l'analyse fondamentale** p. 4

**Comment lire les comptes d'une société cotée ?** p. 4

**Comment obtenir l'information** p. 5

**Comment calculer les soldes intermédiaires de gestion** p. 6

- La marge commerciale
- La production de l'exercice
- La valeur ajoutée
- L'excédent brut d'exploitation (EBE)
- Le résultat d'exploitation
- Le résultat courant avant impôt
- Le résultat exceptionnel
- Le résultat net de l'exercice

**Le Goodwill** p. 7

**L'actif net** p. 8

**Le «free cash-flow» ou flux de trésorerie disponible** p. 8

**La société dans son environnement** p. 9

**Les principaux ratios de l'analyste financier** p. 9

**Qu'est ce qu'un ratio ?** p. 9

**Comment interpréter les ratios ?** p. 9

■ **Les ratios de structure de bilan** p. 9

- Le gearing
- Le nombre d'années nécessaires au remboursement de la dette

■ **Les ratios de rentabilité** p. 11

- Le retour sur fonds propres (ROE)
- Mesurer la rentabilité de l'activité d'une entreprise
- Mesurer la productivité d'une entreprise

■ **Les ratios boursiers** p. 12

- Le PER
- Le PEG
- Le pay-out ratio ou taux de distribution
- La prime de risque
- Le Price/Cash-Flow
- Comment apprécier le prix d'acquisition d'une entreprise
- Calculer le rendement d'une action
- Comment apprécier la décote ou la surcote d'une action

D'après Warren Buffett, le célèbre investisseur, «si les affaires d'une entreprise vont bien, tôt ou tard son action fera de même». Si on médite cette citation, on comprend tout l'intérêt de l'analyse fondamentale, qui cherche à établir la valeur intrinsèque (ou fondamentale) d'une action.

L'analyse fondamentale repose avant tout sur des mécanismes comptables. Elle a pour objectif d'évaluer le patrimoine et la rentabilité d'une société grâce à une étude minutieuse de son bilan et de son compte de résultat.

### Les objectifs de l'analyse fondamentale

Ce type d'analyse a pour but d'établir s'il est intéressant pour l'investisseur d'acheter ou non une action donnée. Sachant qu'une action est un titre de propriété d'une entreprise, il est important pour l'investisseur, avant d'acquiescer une action, de comparer la valeur de marché de cette action à sa valeur intrinsèque. Celle-ci est déterminée en fonction des données économiques et financières de la société.

#### A savoir

Au regard de la débâcle des marchés boursiers, survenue à l'automne 2008, et de l'effondrement de la valeur d'un grand nombre de titres, certains investisseurs ont reproché à l'analyse fondamentale de ne pas avoir su prévoir cette crise financière. Ils ont mis plutôt en avant les atouts de l'analyse technique, qui étudie les mouvements du marché, de façon à prévoir la tendance à venir.

Néanmoins, la plupart des analystes reconnaissent que sur le moyen-long terme les avantages de l'analyse fondamentale sont indéniables.

### Comment lire les comptes d'une société cotée ?

Les deux documents essentiels à étudier sont le bilan et le compte de résultat. Le premier est une photo des comptes de l'entreprise à un instant donné, qui reflète l'état de son patrimoine, tandis que le second présente son activité sur le dernier exercice.

L'annexe viendra compléter ces deux documents en fournissant certains détails (sur la répartition de l'activité par exemple) et en présentant le tableau des flux de trésorerie.

Pour les groupes, pensez à analyser les comptes consolidés, qui tiennent non seulement compte de l'activité de la maison mère mais également de celle de ses filiales.

Le bilan d'une entreprise comporte un actif et un passif. L'actif est composé de tous ses biens, à la fois ses immobilisations, ses stocks, les créances sur ses clients et ses avoirs financiers.

Au passif du bilan, on inscrit les ressources :

- le capital et les réserves qui représentent les apports des associés ;
- les provisions pour risques et changes ;
- les dettes relatives aux financements assurés par des tiers.

Vous découvrirez plus loin comment calculer et comment «lire» les ratios de bilan pour vous faire une idée assez précise de l'état de santé financier d'une société.

Contrairement au bilan qui n'est qu'une photographie des comptes à un instant t, le compte de résultat d'une entreprise permet «d'expliquer» l'activité d'une entreprise durant une année donnée.

En effet, il est absolument essentiel pour un investisseur de comprendre de quelle manière une entreprise aboutit à son résultat net.

Les différents soldes intermédiaires de gestion qui conduisent à ce résultat final vont donc être

une aide précieuse pour savoir si le mauvais résultat d'une entreprise est dû à une baisse de son chiffre d'affaires ou bien à un excès temporaire de frais financiers, ou encore à un résultat exceptionnel négatif non récurrent. Dès lors, vous pourrez analyser le degré de gravité de la situation et la capacité de cette entreprise à se redresser.

De façon schématique, on peut résumer les grandes masses du compte de résultat d'une entreprise bénéficiaire par :

Charges d'exploitation	
Produits d'exploitation	
Charges financières	
Charges exceptionnelles	
Impôt sur les bénéfices	Produits financiers
Participation	Produits exceptionnels
Bénéfice	

Dans le cas d'une entreprise déficitaire, le poste «pertes» sera ajouté à la colonne de droite alors que le poste «impôt, participation et bénéfice» sera supprimé de la colonne de gauche.

Ces dernières années, sous l'influence des fonds d'investissement et des opérations de LBO (Leverage Buy Out), ou opérations à effet de levier, l'étude des flux de trésorerie a pris une importance croissante. Elle est réalisée à travers le tableau de financement de l'entreprise, qui se trouve en Annexe dans le rapport annuel. C'est particulièrement le «free cash-flow», sur lequel nous reviendrons, qui sera étudié.

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005, les groupes européens, cotés sur un marché réglementé, doivent présenter leurs comptes selon le référentiel international IFRS (International Financial Reporting Standards). Un ensemble de normes comptables a été développé de façon à renforcer la transparence de la

gestion des entreprises et la comparabilité de leurs comptes.

Parmi ces normes, l'IAS 36 (détaillée par la suite) est particulièrement importante pour les groupes qui mènent des acquisitions.

#### A savoir

Les difficultés que rencontrent les banques depuis le début de la crise financière sont, en partie, liées à ces nouvelles normes qui leur imposent de comptabiliser leurs actifs à leur valeur de marché du jour (fair value). Du fait de fortes dépréciations de leurs actifs, certains établissements ont dû être recapitalisés. Pour faire face à ces difficultés, ces normes ont été assouplies sur certains points depuis le 1<sup>er</sup> octobre 2008.

### Comment obtenir l'information

Les sociétés cotées ont l'obligation de produire leurs comptes annuels mais aussi semestriels audités avec une certaine périodicité. Plusieurs possibilités s'offrent à vous pour les obtenir. Les comptes d'une société sont disponibles sur son site Internet ou sur le site de l'AMF (Autorité des marchés financiers). Il vous est également possible de consulter le BALO (Bulletin des annonces légales) ou d'envoyer une demande écrite à l'entreprise.

Les entreprises cotées sur Euronext sont soumises à la directive Transparence qui définit les obligations en matière d'information financière.

Les sociétés cotées doivent également fournir au marché une information permanente, que les investisseurs pourront trouver dans la presse économique et financière.

Sachez que lors de l'assemblée générale annuelle vous pourrez également poser des questions aux dirigeants de la société pour avoir une information plus complète.

### Comment calculer les soldes intermédiaires de gestion

Les soldes intermédiaires de gestion décrivent la formation du résultat. Ils se calculent selon une logique d'inclusion, c'est-à-dire que le résultat net inclut le résultat d'exploitation qui inclut la valeur ajoutée, etc. Seule exception : le résultat exceptionnel dont le montant est déterminé par les sociétés indépendamment des autres soldes.

L'analyse de ces soldes intermédiaires va vous permettre de connaître précisément les raisons des écarts éventuels entre le résultat net publié par une entreprise et vos propres attentes. Par exemple, si le résultat net publié par une société est largement supérieur à vos prévisions, vous serez certainement ravi, mais une étude plus approfondie des raisons de cette performance s'impose. Les conséquences pour la valeur seront très différentes en effet selon qu'elle résulte d'une amélioration des marges commerciales, ce qui est très favorable aux perspectives boursières du titre, ou qu'elle n'est que la conséquence de cessions d'actifs, figurant dans le résultat exceptionnel et qui ont peu de chances de se répéter tous les ans.

#### ■ La marge commerciale

Le premier solde intermédiaire de gestion, pour une entreprise industrielle, est la marge commerciale. C'est la différence entre les ventes de marchandises et le coût d'achat des marchandises vendues – lui-même égal à l'achat des marchandises plus ou moins la variation des stocks de marchandises.

**Marge commerciale = Vente de marchandises – Coût d'achat des marchandises vendues**

#### ■ La production de l'exercice

La production de l'exercice n'est pas un solde en tant que tel, mais la somme de la production ven-

due, de la production stockée et de la production immobilisée.

**Production de l'exercice = Production vendue +/- Production stockée + Production immobilisée**

#### ■ La valeur ajoutée

La valeur ajoutée, qui exprime la valeur additionnelle dégagée par l'activité de l'entreprise, est égale à la somme de la production de l'exercice et de la marge commerciale moins les consommations externes de l'exercice.

La valeur ajoutée exprime donc la capacité de transformation d'une entreprise.

**Valeur ajoutée = Production de l'exercice + Marge commerciale – Consommations externes**

#### A savoir

La valeur ajoutée revêt un caractère particulier dans la mesure où elle permet de rémunérer tous les facteurs de production (travail et capital), mais également les prêteurs, les actionnaires et l'Etat.

Il est intéressant pour un investisseur de suivre l'évolution de la valeur ajoutée d'une société. Elle lui fournira une information précieuse sur ses résultats futurs. En effet, plus elle sera importante et plus la marge de manœuvre de l'entreprise sera grande pour créer de la richesse.

Cela dit, le niveau de valeur ajoutée dépend, bien évidemment, des secteurs économiques. Elle est faible, par exemple, dans le secteur de la distribution où l'activité consiste à acheter des biens pour les revendre à un prix supérieur. Dans ce cas, la valeur ajoutée dépend très largement de la marge sur le coût d'achat.

En revanche, dans le secteur des services informatiques, la valeur ajoutée est beaucoup plus élevée, dans la mesure où la richesse des entreprises est produite par des prestations humaines.

La mesure de la valeur ajoutée d'une entreprise doit donc s'accompagner d'une comparaison sectorielle.

#### ■ L'excédent brut d'exploitation (EBE)

L'excédent brut d'exploitation s'obtient en ajoutant la valeur ajoutée et les subventions d'exploitation, et en leur retranchant les impôts et taxes ainsi que les charges de personnel.

**Excédent brut d'exploitation = Valeur ajoutée + Subventions d'exploitation – Impôts et taxes – Charges de personnel**

Ce solde est très prisé par les analystes financiers dans la mesure où il n'est pas affecté par la politique d'amortissement et de provisions de l'entreprise, ni par ses modes de financement. C'est l'indicateur clé dans l'analyse du compte de résultat, qui peut être comparé au terme anglo-saxon Ebitda (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization).

#### ■ Le résultat d'exploitation

Le résultat d'exploitation est égal à l'excédent brut d'exploitation, augmenté des autres produits d'exploitation et des reprises sur amortissements et provisions d'exploitation, et diminué des dotations et des autres charges de gestion courante.

**Résultat d'exploitation = Excédent brut d'exploitation + Autres produits d'exploitation + Reprises – Dotations aux amortissements et provisions – Autres charges**

#### ■ Le résultat courant avant impôt

Le résultat courant avant impôt est calculé par addition du résultat d'exploitation, du résultat financier et de la quote-part des opérations réalisées en commun avec d'autres sociétés.

**Résultat courant avant impôt = Résultat d'exploitation + Résultat financier + Quote-part de résultat sur opérations réalisées en commun**

#### ■ Le résultat exceptionnel

Comme son nom l'indique, le résultat exceptionnel est tout simplement la différence entre les produits exceptionnels et les charges exceptionnelles.

Vous devrez être particulièrement attentif à ce résultat compte tenu de sa nature. En effet, il incorpore les produits et charges résultant d'événements qui n'ont pas vocation à se répéter. Leur impact sur le résultat net (en positif comme en négatif) doit donc être annulé pour présenter une image correcte des performances de l'entreprise.

#### ■ Le résultat net de l'exercice

Il tient compte de tous les produits et de toutes les charges, y compris l'impôt sur les bénéfices et la participation des salariés.

**Résultat net = Résultat courant avant impôt + Résultat exceptionnel – Participation – Impôt sur les bénéfices**

Maintenant que vous êtes familiarisés avec les soldes intermédiaires de gestion, vous comprenez certainement l'intérêt qu'ils représentent dans l'analyse d'une entreprise.

Ainsi, en réaffectant les charges et les produits d'une société dans les formules de calcul des soldes, il vous est alors possible de «décrypter» sérieusement les résultats des sociétés et d'en tirer des enseignements sur l'avenir de leur parcours boursier.

#### Le Goodwill

Le Goodwill, également appelé survalueur ou écart d'acquisition, est la différence entre la valeur comptable d'une entreprise et le prix qu'une autre société est prête à payer pour l'acquérir.

Cet écart représente en fait la prime payée par la société mère en contrepartie des avantages qu'elle retire de la prise de contrôle de l'entreprise qu'elle achète (effets de synergie, accès à un marché

étranger, intégration d'une nouvelle technologie, etc.). Cet écart peut également être lié à la valeur d'une marque, d'un savoir-faire, ou d'une position concurrentielle solide.

Dans le cadre des nouvelles normes comptables, les écarts d'acquisition ne font plus l'objet d'amortissement. Leur valeur est testée chaque année et donne lieu, si nécessaire, à une dépréciation qui doit être amortie.

La norme comptable IAS 36 impose aux groupes cotés de vérifier, chaque année, que le prix de leurs acquisitions correspond au minimum à leurs valeurs nettes comptables, qui figurent à l'actif du bilan.

L'objectif est que les comptes des entreprises correspondent davantage à leur réalité économique.

### A savoir

Selon certains analystes, des groupes français ayant récemment mené des acquisitions l'an passé (tels que Danone ou PPR) pourraient afficher des résultats en forte baisse en 2008 du fait de l'enregistrement d'importantes dépréciations de survaleurs. Ces dépréciations, en réduisant la valeur des actifs de l'entreprise, pèsent également sur ses fonds propres comptables.

### L'actif net

L'étude de l'actif net d'une société cotée est souvent un point de départ à la réflexion des analystes financiers.

L'actif net (on parle également de situation nette d'une entreprise ou bien encore de ses fonds propres) est avant tout une valeur comptable.

L'actif net est la différence entre ce qu'une société possède (usines, machines, stocks, locaux, trésorerie, etc.) et ce qu'elle doit (emprunts bancaires, dettes fournisseurs, impôt à payer, etc.).

L'actif net d'une entreprise est donc égal aux capitaux propres comptables de l'entreprise, soit son capital social augmenté de tous les bénéfices qu'elle a réalisés et mis en réserve dans le passé.

Il est utilisé par les analystes financiers pour comparer la valeur «comptable» d'une société (mesurée ici par son actif net) par rapport à sa valeur sur le marché boursier.

La notion d'actif net revêt d'autant plus d'importance aux yeux des spécialistes de l'analyse financière qu'elle intervient dans le calcul de la rentabilité des fonds propres d'une entreprise (bénéfice net/actif net).

Il s'agit là du fameux retour sur fonds propres, le ROE (Return on Equity), si cher aux analystes et aux présidents de sociétés (voir page 12).

### A savoir

En comptabilisant les actifs à leur coût historique, l'actif net comptable (ANC) ne donne la plupart du temps que la valeur figée de l'entreprise. L'actif net réévalué (ANR) prend, lui, en compte la valeur de marchés des actifs. Terrains, constructions, stocks, ou participations financières sont ainsi réévalués pour que leur valeur réelle soit prise en compte à un moment donné.

### Le «free cash-flow» ou flux de trésorerie disponible

Il représente le flux de trésorerie généré par l'actif économique de l'entreprise. Sa formule est la suivante :

Excédent brut d'exploitation (Ebitda) ;

- impôt sur le résultat d'exploitation (Ebit) ;

- variation du besoin en fonds de roulement

- investissements nets des désinvestissements.

La variation du besoin en fonds de roulement exprime l'évolution des besoins engendrés par

l'activité de l'entreprise, à travers la variation de ses créances clients, stocks et dettes fournisseurs. Le calcul du free cash-flow permet d'évaluer si l'entreprise peut autofinancer ses besoins de financements exigés par son exploitation et ses investissements. Si tel n'est pas le cas, elle devra alors puiser sur sa trésorerie disponible ou recourir aux emprunts bancaires et/ou aux prêts sur les marchés financiers.

### La société dans son environnement

Vous devez garder à l'esprit que l'entreprise n'évolue pas en vase clos. De fortes interactions avec son environnement existent, qu'il s'agisse de ses clients, fournisseurs ou concurrents.

Il est important d'étudier les tendances du secteur dans lequel évolue l'entreprise et d'analyser quelles sont les performances de ses concurrents. En étudiant les marchés sur lesquels opère l'entreprise, vous devrez être vigilant à la fois à ses approvisionnements, notamment en matières premières, et à son processus de commercialisation (par exemple sa devise de facturation).

### A savoir

Sur l'année 2008, la hausse du prix des matières premières (agricoles et énergétiques) a pesé sur les résultats d'un grand nombre de sociétés. Les performances de certains groupes agroalimentaires et chimiques se sont ainsi dégradées. On observe alors que l'observation de l'activité d'une entreprise en amont prend tout son sens.

Sur 2008 les résultats des groupes aéronautiques français ont été malmenés suite à la forte appréciation de l'euro par rapport au dollar, qui les a rendus moins compétitifs que leurs concurrents américains. Cette fois c'est une analyse menée en aval qui permet d'avoir une vision complète de l'entreprise.

De même les difficultés actuelles des groupes chimiques sont fortement liées au ralentissement de l'activité de leurs clients, les constructeurs automobiles, dans un contexte de crise mondiale.

### Les principaux ratios de l'analyste financier

#### Qu'est ce qu'un ratio ?

C'est un rapport entre deux données extraites de documents comptables. Il peut être exprimé en pourcentage, en nombre de jours ou en euros. Il sert à faire des comparaisons entre sociétés, pour positionner l'entreprise par rapport à ses concurrents et sert également à mener des comparaisons au cours du temps pour apprécier l'évolution de la performance d'une entité.

#### Comment interpréter les ratios ?

Il est nécessaire d'utiliser plusieurs ratios pour avoir une vision complète de l'entreprise.

Les ratios qui servent de base de travail aux analystes financiers sont de trois sortes :

- les ratios de structure du bilan ;
- les ratios de rentabilité ;
- les ratios d'évaluation boursière.

#### ■ Les ratios de structure de bilan

Voici les ratios de structure que vous rencontrerez le plus souvent dans les documents traitant d'analyse financière, et dans les articles de la presse spécialisée.

#### ● Le gearing

Le gearing, ou ratio d'autonomie financière, va mesurer le niveau d'endettement financier net d'une entreprise par rapport à ses fonds propres. La dette financière nette représente le solde entre les dettes financières et les disponibilités et place-

ments détenus par l'entreprise. Ce ratio se calcule de la façon suivante :

### Dettes financières nettes / Capitaux propres

On ne retient dans ce ratio que les dettes financières d'une société (emprunts obligataires et bancaires). En effet, les dettes liées au cycle d'exploitation (telles que les dettes vis-à-vis des fournisseurs ou de l'Etat) ne sont pas prises en compte, car elles ne servent qu'à financer l'activité de l'entreprise sans remettre en cause sa structure.

#### Ce qu'on ne vous a jamais dit

En général, les professionnels estiment que la valeur de ce ratio ne doit pas dépasser 1, car au-delà de ce niveau, la charge de la dette risque de devenir difficilement supportable pour l'entreprise.

Qui plus est, la capacité d'endettement de l'entreprise risque d'être entamée, ce qui réduirait ses capacités futures de développement.

Le niveau du gearing sera différent d'un secteur à l'autre. Les entreprises qui appartiennent à des secteurs qui exigent de détenir des stocks importants (par exemple les producteurs de champagne) ont structurellement un gearing élevé.

Dans la période actuelle de ralentissement économique mondial, qui pèse sur son activité, un gearing élevé représente une menace d'autant plus grande pour l'entreprise. En effet, les analystes craignent dans un contexte économique très difficile que les sociétés très endettées ne puissent faire face à leurs échéances de remboursements.

Il y a quelques années, le niveau historiquement bas des taux d'intérêt incitait un grand nombre de groupes industriels à profiter de l'effet de levier financier, c'est-à-dire à emprunter à faible taux pour développer leur activité et enregistrer un retour sur investissement supérieur au coût d'em-

prunt. Dans ce cas, un niveau élevé de gearing traduit une stratégie financière dynamique.

### ● Le nombre d'années nécessaires au remboursement de la dette

#### Dettes à moyen et long terme / Marge brute d'autofinancement

La marge brute d'autofinancement d'une entreprise est la somme de son résultat net et de l'ensemble de ses dotations aux amortissements et aux provisions à caractère de réserve. Il s'agit en fait du flux résiduel de trésorerie généré par les opérations de gestion d'une entreprise. Cette notion se rapproche de celle de capacité d'autofinancement, à la différence que la marge brute d'autofinancement n'exclut pas l'impact des cessions sur le résultat.

En comparant les dettes à moyen et long terme d'une société à sa marge brute d'autofinancement, vous pouvez déterminer au bout de combien d'exercices la société sera en mesure de rembourser sa dette grâce aux flux de trésorerie qu'elle génère. Bien sûr, il s'agit d'un calcul théorique, puisque la marge brute d'autofinancement d'une entreprise n'est jamais exclusivement destinée à rembourser les dettes contractées. En effet, la société doit continuer à investir aujourd'hui pour espérer dégager des profits demain.

Attention : ce ratio doit attirer votre attention s'il dépasse trois ans, car il signifie alors un niveau d'endettement trop élevé comparé à la création de la richesse de l'entreprise.

Quoi qu'il en soit, il vous faudra pousser plus loin l'analyse du niveau d'endettement d'une entreprise en examinant le poids de ses frais financiers par rapport à son résultat d'exploitation.

Cela vous indiquera si l'excès d'endettement ne risque pas de grever la bonne marche de cette entreprise en lui faisant supporter une charge de la dette trop élevée.

#### A savoir

Pour certaines entreprises, sous l'influence d'une structure de LBO (Leverage Buy Out), ces indicateurs seront élevés car, par nature, le LBO suppose un endettement lourd, et donc des frais financiers importants. En cette période de crise, les entreprises sous LBO souffrent d'ailleurs beaucoup plus que les autres car, à de fortes charges financières, s'ajoute un ralentissement de leur activité.

L'important pour une entreprise est de trouver le moyen de financement le moins onéreux pour ses projets. En d'autres termes, il lui faut minimiser le coût moyen pondéré du capital, qui correspond au coût de financement global de l'entreprise.

Ainsi, les analystes financiers ne reprocheront pas à une société de faire preuve d'audace si elle sert du faible niveau du coût de l'endettement pour se lancer dans des opérations de croissance externe garantant de son développement. Et ce, même si elle risque de déséquilibrer momentanément sa structure financière. Car les analystes préfèrent les entreprises qui investissent pour assurer leur développement futur, à condition que la rentabilité de ces investissements soit supérieure au coût du capital.

Le dernier élément clé dans l'évaluation de l'endettement de l'entreprise est sa capacité à faire face à

#### A savoir

Depuis septembre 2008, les entreprises, en particulier les PME, doivent affronter une frilosité accrue des banques qui les pousse à réduire leurs engagements de crédit. Toute la problématique est alors de se développer dans un contexte de restriction du crédit. C'est pourquoi le nombre de défaillances d'entreprises s'est accru de plus de 10 % en 2008.

ses échéances de remboursement. Pour cela, on privilégiera les sociétés qui bénéficient d'une bonne visibilité de leurs revenus futurs, par exemple les opérateurs de téléphonie mobile qui bénéficient des revenus récurrents de leurs abonnés.

### ■ Les ratios de rentabilité

#### ● Le retour sur fonds propres (ROE)

Le retour sur fonds propres d'une entreprise est un élément déterminant dans l'analyse que doivent mener tous les investisseurs boursiers.

Ce ratio se calcule de la façon suivante :

#### Résultat net / Capitaux propres

Le retour sur fonds propres d'une entreprise (ou ROE, en anglais, pour Return on Equity) mesure la rentabilité des capitaux de cette société. En somme, cela revient à répondre à la question : combien d'euros de bénéfices dans cette entreprise pour 1 euro d'investi en capital ?

Vous pouvez également mesurer la rentabilité de cette entreprise en rapportant son résultat net à l'ensemble de ses capitaux permanents, y compris ses dettes à moyen et long terme. Vous mesurerez ainsi sa rentabilité par rapport aux capitaux apportés à la fois par les actionnaires et par les créanciers.

#### A savoir

Avec la crise, nombre d'entreprises ont revu à la baisse leurs objectifs de rentabilité des capitaux pour 2009. Dans un environnement économique dégradé, la priorité pour la plupart des acteurs est de consolider la génération de cash, de réduire leurs coûts et d'alléger leur endettement. La réduction des coûts, et les plans de restructurations qui sont liés, visent à restaurer le ROE à moyen-long terme.

Les programmes de rachat d'actions, en annulant des titres en circulation, permettent également aux groupes d'améliorer leur ROE.



Le retour sur fonds propres a l'avantage de pouvoir être comparé sans difficulté d'une entreprise à l'autre.

Au sein d'un même secteur, il est parfaitement logique qu'il y ait une forte corrélation entre la rentabilité des capitaux propres d'une société et son évaluation boursière.

Il est logique qu'une société qui a un retour sur fonds propres supérieur à une autre ait également une appréciation boursière supérieure. Si tel n'est pas le cas, il faudra examiner pour quelle raison. L'entreprise peut alors encourir un risque d'offre publique d'achat (OPA).

### ● Mesurer la rentabilité de l'activité d'une entreprise

Pour apprécier rapidement la rentabilité de l'activité d'une société, vous pouvez calculer le ratio suivant, également appelé marge nette :

#### Résultat net / Chiffre d'affaires

Ce ratio va vous aider à détecter une anomalie dans la structure de répartition du chiffre d'affaires généré par une entreprise. Ainsi, lorsqu'une hausse du chiffre d'affaires ne se répercute pas sur le résultat, on peut en déduire l'existence d'un «pincement» de la marge, qui peut être dû aussi bien à une augmentation plus que proportionnelle du coût d'achat des marchandises vendues qu'à une augmentation sensible des frais financiers, ce qui, pour un analyste financier, ne signifie pas la même chose pour le développement de la société.

Là encore, il n'existe pas de norme quantifiée en matière de marge nette et elle peut également varier d'un secteur à l'autre. Dans le secteur de la distribution, par exemple, la marge nette est particulièrement faible. Ainsi Carrefour, numéro 2 mondial de la grande distribution, a enregistré fin 2007 une marge nette de seulement 3 %.

À l'inverse, dans le secteur de la pharmacie, les

marges sont beaucoup plus conséquentes. Par exemple, Sanofi-Synthelabo, premier groupe pharmaceutique européen, a enregistré une marge nette de plus de 20 % en 2007.

### ● Mesurer la productivité d'une entreprise

Le ratio suivant pourra vous fournir quelque indication sur le niveau de productivité d'une société :

Résultat net / Frais de personnel

Vous pouvez également analyser d'autres ratios comme «chiffre d'affaires/effectifs» ou «valeur ajoutée/effectifs», qui mettent eux aussi l'accent sur la productivité de l'entreprise.

Là encore, il convient de ne pas en tirer de conclusions hâtives. En effet, le niveau d'intégration de la force de production varie d'une société à l'autre, en fonction, notamment, de l'importance du recours à la sous-traitance souhaitée par le management.

### ■ Les ratios boursiers

#### ● Le PER

La description des ratios boursiers se doit de commencer par le plus célèbre d'entre eux : le PER pour Price Earning Ratio.

Il se calcule de la façon suivante :

#### Cours / Bénéfice par action

Le PER d'une entreprise se calcule aisément en divisant sa capitalisation boursière par son bénéfice net ou encore, plus simplement, en raisonnant à l'unité et en divisant le cours de Bourse de cette société par son bénéfice ramené à une action.

Le PER est également nommé multiple de capitalisation des bénéfices.

La valeur du PER va ainsi vous indiquer le nombre d'années de bénéfices contenues dans le cours de Bourse d'une société. Ne vous étonnez donc plus lorsque vous entendrez qu'une action est chère ou pas chère, puisqu'elle se paie x fois ses bénéfices. Le PER d'un titre sera d'autant plus élevé que les

investisseurs anticipent une croissance forte de ses bénéfices.

Sachez que pour les professionnels, le PER dépasse le cadre de la simple évaluation d'une action et sert souvent de guide à une comparaison sectorielle, voire à une comparaison entre marchés. La comparaison sectorielle des PER permet de savoir si une valeur est chère ou bon marché.

Un PER trop différent de la valeur moyenne du secteur peut signifier une correction à venir. Des arbitrages sont alors nécessaires. Néanmoins encore faut-il que l'échantillon pris en compte soit pertinent. Dans des secteurs tels que l'automobile ou la pharmacie, une comparaison européenne voire mondiale est indispensable.

### Ce qu'on ne vous a jamais dit

Même si le PER est le ratio le plus connu des investisseurs et le premier qui leur vient à l'esprit, il n'est pas forcément le ratio idéal pour analyser une société cotée. Pourquoi ?

D'une part, le PER ne s'applique qu'aux sociétés qui viennent d'accomplir un exercice bénéficiaire. Il ne peut être appliqué aux entreprises déficitaires, tel EADS qui avaient enregistré de lourdes pertes en 2007, notamment du fait de la mise en place de mesures de restructuration au sein d'Airbus.

D'autre part, ce critère n'a pas vraiment de sens lorsque vous l'appliquez aux entreprises à très forte croissance, comme les sociétés de haute technologie.

Prenons l'exemple d'une société qui réalise 10 euros de bénéfice en 2009 mais qui prévoit d'augmenter de 50 % son bénéfice net par an au cours des cinq prochaines années. Si cette société cote alors 100 euros en Bourse, elle a un PER de 10 pour l'année 2009.

En revanche, en croissant de 50 % par an pendant cinq ans, le bénéfice net par action atteindra 76 euros en 2014. Cela revient à dire que

l'on paie peut-être dix fois les bénéfices de 2009, mais que l'on paie seulement 1,3 fois ceux de 2014.

À l'inverse, dans des secteurs cycliques comme l'automobile ou l'acier, les PER des valeurs sont souvent bas, car les résultats des entreprises du secteur ont tendance à se réduire d'une année sur l'autre.

Les PER historiques d'une société ne doivent pas être au cœur de votre analyse. Ce sont plutôt les niveaux anticipés qui sont intéressants. Les investisseurs privilégieront les valeurs qui bénéficient d'une forte visibilité et d'une régularité dans la croissance de leurs résultats. C'est pourquoi les entreprises qui interviennent dans l'alimentaire ont souvent un PER élevé car leur activité vise à satisfaire les besoins fondamentaux des consommateurs. Le PER du Groupe Danone s'élève ainsi à 15,25 pour 2008. Au contraire, le PER des groupes dont l'activité est soumise à des tendances plus incertaines, sera moins élevé. Le PER du fabricant d'infrastructures Alstom pour 2008 est de 8,58.

Vous devrez donc suivre attentivement l'évolution du PER d'une société et, lorsqu'il varie, chercher à comprendre pourquoi. Cela peut, par exemple, être dû à un changement de perception de la société par la communauté financière, à un exercice exceptionnel ou bien encore à une évolution générale du niveau des PER du marché. Actuellement, les valeurs de la chimie de spécialités, tels Arkema ou Rhodia, sont particulièrement malmenées. Leur PER moyen a fortement chuté du fait de la dégradation de leur environnement et de leur positionnement de niche. Cela s'explique par le fait que leurs revenus sont issus de secteurs d'activité très affectés par la crise.

## Astuce

Pour savoir si l'évolution du PER d'une société est liée à l'évolution du marché boursier dans son ensemble, il vous suffit de calculer son PER relatif en divisant le PER de l'action par le PER du marché.

Si le PER relatif ainsi obtenu est identique au PER relatif précédemment constaté, cela signifie que la variation du PER de la valeur a été entraînée par l'évolution du marché.

### ● Le PEG

Le PEG (ou «Price Earnings to growth») permet de déterminer la valeur d'une action en se basant sur la croissance estimée de ses bénéfices, généralement sur les cinq prochaines années. Sa formule est la suivante :

#### PER / Croissance annuelle moyenne du BNPA

Plus ce ratio est faible plus le prix de l'action sera jugé bon marché.

L'examen de cet indicateur pourra justifier qu'un investisseur achète une action jugée chère en considérant le PER. Il se base sur la capacité de l'entreprise à réaliser des bénéfices en forte croissance à l'avenir. Néanmoins, puisque ce ratio est largement basé sur des prévisions futures, les choix d'investissement qu'il implique comportent une certaine dose de risque.

### ● Le pay-out ratio ou taux de distribution

Il correspond au pourcentage du bénéfice de l'exercice distribué aux actionnaires sous forme de dividendes. Il s'agit donc du rapport entre le montant des dividendes nets et le bénéfice net, au titre du même exercice. Au-delà de 100 %, une entreprise distribue plus que son bénéfice, ce qui signifie qu'elle puise dans ses réserves.

Si, au contraire, ce taux est très faible et proche de 0%, cela suppose que l'entreprise réinvestit ses profits pour assurer son développement futur. Mais ce qui est un atout pour l'entreprise peut ne pas être

très intéressant pour l'actionnaire. En effet, le rendement d'une action dépend non seulement du cours de Bourse mais aussi des dividendes versés par la société. On comprendra que l'investisseur acceptera cette politique pour une période déterminée.

Les entreprises en forte croissance distribuent généralement très peu voire pas de dividendes. Il s'agit de valeurs de croissance. Les sociétés qui arrivent à maturité reversent à leurs actionnaires une fraction croissante de leurs bénéfices, devenant ainsi des valeurs de rendement.

### ● La prime de risque

La prime de risque n'est pas un ratio, mais elle est directement liée au calcul du PER, puisqu'elle mesure l'écart entre la rentabilité anticipée d'une action et le taux d'intérêt sans risque, généralement représenté par le rendement de l'emprunt d'Etat à 10 ans.

Comme son nom l'indique, la prime de risque laisse entendre qu'un investissement est d'autant plus rémunérateur qu'il est risqué. La prime de risque de chaque action doit donc toujours être positive, puisqu'un tel placement est a priori toujours plus rentable qu'un investissement sur le marché obligataire.

Il existe plusieurs façons de comparer la prime de risque d'une société, et chaque établissement financier dispose de sa formule. La méthode la plus simple revient à retrancher le PER du marché de l'inverse des taux.

Exemple : si les taux d'intérêt à 10 ans s'établissent à 5 % et que le PER du marché des actions françaises est de 15, la prime de risque est alors égale à :  $1/5 - 15 = 5$  points.

Si l'on admet que la prime de risque des actions par rapport aux obligations doit rester constante dans le temps, alors toute baisse des taux aura un impact positif sur la prime de risque qui ne restera stable que grâce à l'appréciation du cours des actions.

Afin de ne pas donner trop d'importance à l'année en

cours et de manière à lisser les perspectives de résultats, il est préférable de calculer un PER en tenant compte des 2 ou 3 années à venir.

Des analystes n'utilisent pas le PER pour calculer la prime de risque. Ils utilisent plutôt les prévisions de bénéfice par action (BPA) sur les quelques prochaines années. Ces données sont ensuite actualisées. Puis un taux de distribution prévisionnel des bénéfices est établi pour chaque année. La prime de risque est obtenue par comparaison avec l'OAT (Obligation assimilable du Trésor) à 10 ans.

### ● Le Price/Cash-Flow

#### Cours / Marge brute d'autofinancement par action

Ce ratio, appelé Price/Cash-flow dans le jargon anglo-saxon, est très proche, dans l'esprit, du PER. La différence réside dans la réintégration des provisions et des amortissements de l'entreprise dans le calcul du ratio, ce qui permet de supprimer le biais d'une différence de provisionnement entre sociétés d'un même secteur.

### ● Comment apprécier le prix d'acquisition d'une entreprise

Vous devez faire le calcul suivant :

#### Valeur d'entreprise / Ebitda

Rappelons-le, l'Ebitda (Earnings before interest taxes depreciation and amortization) mesure l'excédent brut d'exploitation d'une entreprise.

La valeur d'une entreprise est la somme de sa capitalisation boursière et de ses dettes financières. Elle mesure la somme réelle qu'un repreneur aurait à déboursier pour prendre le contrôle de cette société et en rembourser les dettes.

En établissant ce ratio, vous calculez le nombre d'années nécessaires à la couverture du prix réel de l'acquisition par les flux de résultats issus de l'exploitation.

### ● Calculer le rendement d'une action

#### Dividende / Cours

Ce ratio, qui avec le PER est un des indicateurs clés de l'analyse boursière, calcule tout simplement le rendement d'une action.

### ● Comment apprécier la décote ou la surcote d'une action

Le ratio suivant mesure la décote ou la surcote d'un titre par rapport aux fonds propres de l'entreprise :

#### Cours / Actif net par action

## A savoir

De part la structure même du ratio (avec le cours à son dénominateur), la chute des cours des actions provoque mécaniquement une hausse des rendements. C'est le résultat de la crise financière actuelle. Ainsi les valeurs composant l'indice CAC 40 ont affiché un rendement de plus de 5 % en 2008 contre un peu moins de 3 % en 2007 (en se basant sur les cours de Bourse de fin d'année).

Cette méthode est particulièrement adaptée aux holdings et sociétés immobilières. Si le cours est supérieur à l'actif net alors on parlera de surcote et de décote dans le cas contraire.

Encore faut-il prendre soin de calculer l'actif net réévalué qui tient compte des éventuelles plus-values latentes sur les immobilisations, inscrites au bilan au cours d'acquisition. Une société, dont le cours de Bourse présentera une décote trop importante par rapport à ses fonds propres et dont le capital n'est pas contrôlé, fera tôt ou tard l'objet d'une OPA.

En ces temps de crise, il est primordial de sélectionner les valeurs qui paraissent les plus solides et qui pourront faire face à un environnement très dégradé. L'examen de tous les indicateurs mentionnés dans ce guide devrait vous permettre d'avoir une vision très claire et de faire des choix éclairés. ■