

CENTRE AFRICAÏN D'ETUDES
SUPERIEURES EN GESTION

Institut Banque et Finance



SOCIETE DE GESTION
ET D'INTERMEDIATION

S G I



Année universitaire 2004 – 2005

Mémoire en vue de l'obtention du MBA (en Banque et Finance)

MBA en BANQUE & FINANCE

Option : Finance d'entreprise et Marchés financiers

**EVALUATION D'UNE ENTREPRISE AVANT SON
INTRODUCTION SUR LE MARCHÉ FINANCIER DE
L'UEMOA**

Maître de stage :

*Monsieur Jean Pacôme ALLALI
Responsable du service Recherche et
Analyse Financières BICIBOURSE*

Directeur de mémoire :

*Monsieur Alban KOVAKOV
Directeur BICIBOURSE*

Rédigé par :

*Monsieur DAKOU Amédjrovi
Quatrième Promotion*

Bibliothèque du CESAG



SOMMAIRE

<i>AVANT PROPOS</i>	<i>IV</i>
<i>REMERCIEMENTS</i>	<i>V</i>
<i>RESUME</i>	<i>VII</i>
<i>Abstract</i>	<i>IX</i>
<i>Liste des abréviations</i>	<i>XI</i>
<i>INTRODUCTION</i>	<i>13</i>
<i>PARTIE I : EVALUATION D'ENTREPRISES, APPROCHE THEORIQUE ET LIMITES DES MODELES</i>	<i>14</i>
CHAPITRE 1 : MARCHES FINANCIERS ET EVALUATION D'ENTREPRISES	14
Section 1 : Marchés financiers et concept d'efficience.....	14
Section 2 : Evaluation d'entreprise par l'approche actuarielle.....	16
2.1 : La formule fondamentale d'Irving-Fisher.....	16
2.2 : Le modèle de Gordon-Shapiro.....	17
2.3 : Le modèle de Bates.....	19
2.4 : La synthèse entre les modèles de Gordon-Shapiro et de Bates.....	21
2.5 : Le modèle du Price Earning.....	22
2.6 : La méthode de l'actualisation des « free cash flows ».....	23
Section 3 : Evaluation par l'approche comparative.....	25
3.1 : Les outils de l'approche comparative.....	26
3.2 : La comparaison par rapport à des références transactionnelles.....	29
3.3 : La comparaison par rapport à d'autres sociétés cotées.....	30
3.4 : La comparaison par rapport à un secteur d'activité.....	31
3.5 : L'approche comparative multicritères.....	31
CHAPITRE 2 : ANALYSE CRITIQUE DES METHODES D'EVALUATION	32
Section 1 : Les insuffisances des méthodes actuarielles et comparatives.....	32
Section 2 : Evaluation financière d'entreprises et aspects qualitatifs.....	33
Section 3 : La sous évaluation des entreprises à l'introduction en bourse.....	36
CONCLUSION PARTIELLE PREMIERE PARTIE	40
<i>PARTIE II : APPLICATION DES TECHNIQUES D'EVALUATION SUR LA BOURSE REGIONALE DES VALEURS MOBILIERES D'ABIDJAN</i>	<i>41</i>
CHAPITRE 1 : LE MARCHE FINANCIER OUEST AFRICAIN	41
Section 1 : Présentation et organisation du marché financier ouest africain.....	41
1.1 : Présentation du marché financier ouest africain.....	41
1.2 : Organisation du marché financier ouest africain.....	42
1.3 : Performances et perspectives de la BRVM.....	43
Section 2 : Le concept de marché émergent.....	46
2.1 : Définition d'un marché émergent.....	46
2.2 : Caractéristiques générales d'un marché émergent.....	47
CHAPITRE 2 : CAS PRATIQUES D'EVALUATION D'ENTREPRISES SUR LA BRVM	50

Section 1 : Présentation des hypothèses retenues pour l'évaluation	50
Section 2 : Evaluation d'entreprise.....	53
2.1 : Evaluation à l'introduction de l'action SIVOA CI	53
2.2 : Evaluation à l'introduction de l'action PALM CI.....	57
2.3 : Evaluation à l'introduction de l'action SONATEL SN	61
2.4 : Comparaison des cours théoriques calculés et des cours à l'introduction	63
CONCLUSION PARTIELLE DEUXIEME PARTIE.....	65
CONCLUSION GENERALE	66
BIBLIOGRAPHIE.....	68

CESAG - BIBLIOTHEQUE

AVANT PROPOS

Ce mémoire est le couronnement d'une excellente formation ; le Master in Banking and Finance du Centre Africain d'Etudes Supérieures en Gestion (CESAG) de Dakar. L'intitulé est : « Evaluation d'une entreprise avant son introduction sur le marché financier de l'UEMOA ».

A l'échelle internationale, des changements fondamentaux se sont produits au cours de ces dernières années dans le domaine de la finance. Plusieurs phénomènes au nombre desquels la désintermédiation ont favorisé l'essor des marchés financiers. S'inscrivant dans ce mouvement de mutation, la zone UEMOA a créé un marché financier sous régional et une bourse des valeurs. Une opportunité offerte donc aux entreprises de lever des ressources importantes nécessaires au renforcement de leur fonds propres. Pour tirer pleinement partie de cette opportunité, les entreprises devraient se faire coter en bourse.

L'introduction en bourse d'une entreprise est l'aboutissement d'un processus long et parfois complexe. Au nombre des étapes devant conduire une entreprise en bourse figure en bonne place son évaluation financière. C'est d'ailleurs l'objet principal de notre réflexion tout au long de ce mémoire.

La littérature financière portant sur la problématique de l'évaluation financière des entreprises est importante. Il existe de ce fait une multitude remarquable de méthodes destinées à la pratique d'évaluation d'entreprises, les unes aussi pertinentes que les autres.

Dans le souci de permettre à nos lecteurs de mieux s'imprégner des pratiques générales en matière d'évaluation d'entreprises, nous avons fait le choix de développer quelques grandes méthodes ; les plus en vue.

Nous gardons l'espoir que ce mémoire de fin d'études suscitera un intérêt particulier aux yeux de ses lecteurs.

REMERCIEMENTS

Nous tenons vivement à manifester notre infinie reconnaissance aux concepteurs du projet MBA in Banking and Finance du Centre Africain d'Etudes Supérieur en Gestion (CESAG) de Dakar. Tout le mérite leur revient d'avoir su mettre sur pied un solide programme d'excellence qui permet à divers enseignants et professionnels de la finance de divers origines (africains, européens et américains) de léguer leur savoir à la jeune génération africaine.

Nos remerciements vont également à l'endroit de M. Roger ATINDEHOU, chef du projet MBF (2^{ième}, 3^{ième} et 4^{ième} promotion), ainsi qu'à tout le corps enseignant pour sa disponibilité et les sages conseils prodigués tout au long de l'année académique.

A toute la promotion MBF 4, nous disons merci pour la grande complicité et l'assiduité au travail. Par ailleurs, nous tenons à rappeler à nos compagnons que nous sommes unis à jamais dans le cadre de la promotion du MBF. C'est une entreprise sans cesse inachevée qui commande l'adhésion de tous, sans exception aucune.

A mes colocataires ANGBONON Jean Baptiste, MESSOU Edja Magloire, N'DRY Koffi Narcisse et SAGARA Ibrahima tous mastériens, nous disons merci pour les immenses et divers services rendus. Puisse DIEU vous les rendre au centuple. Clin d'œil particulier à ZIAO Dramane et NOUHO Ouattara, des amis très proches qui nous ont également facilité le séjour en terre Sénégalaise.

Dans la série des remerciements, nous en arrivons à la structure qui nous a fait l'honneur de nous accueillir comme stagiaire : la BICI BOURSE.

D'emblée, nous signifions notre infinie gratitude à M. MENNAN KOUAME Jean-Louis ex directeur de la structure. Il aura été celui qui, dès le départ a facilité notre intégration dans le cadre du stage.

A l'actuel directeur de BICI BOURSE M. KOUAKOU Alban, par ailleurs directeur du présent mémoire nous exprimons toute notre reconnaissance pour la disponibilité. Veuillez trouver dans ce passage M. le directeur, l'assurance de notre considération distinguée.

A notre maître de stage M. ALLALI Jean-Pâcome, nous serons éternellement reconnaissant pour toute la convivialité et la confiance en nous placée.

A tout le personnel de BICI BOURSE, nous disons merci pour la sympathie dont nous avons bénéficiée.

A nos parents ; le père DAKOU Jacques Coffi et la mère GOUA Rosalie, nous disons grand merci pour le soutien moral et financier dont nous avons toujours bénéficié. Nous savons très bien que sans leur soutien nous n'en serions pas là.

Bien évidemment nous n'oublions pas nos frères, sœurs, parents et amis qui ont sans cesse œuvré dans le raffermissement et la solidification de nos liens fraternels.

Merci et encore merci à tout ce beau monde.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

RESUME

Il est communément admis en Finance que pour sa survie, une entreprise doit croître. L'augmentation des parts de marché de l'entreprise, l'élargissement de sa clientèle, l'augmentation des dépenses en recherche et développement pour la création de nouveaux produits ou de nouveaux procédés qui vont permettre une meilleure utilisation des produits existants ainsi que la commercialisation et la distribution de ces produits sont autant de facteurs qui régissent la vie d'une entreprise. Toutes ces opérations nécessitent des ressources financières. Parmi les différents moyens existants pour une levée de fonds, on distingue l'introduction en bourse.

L'introduction en bourse d'une entreprise est généralement réalisée par la cession d'actions nouvelles ou anciennes. Cette décision importante pour son avenir suppose au préalable l'évaluation financière adéquate de l'entreprise.

Evaluer une entreprise dans le contexte du présent document, c'est faire usage des techniques financières appropriées afin de trouver un prix juste de cession des actions sur le marché financier. Cette démarche s'avère complexe eu égard à la multiplicité des méthodes couramment utilisées, lesquelles s'adossent sur la théorie de l'efficience des marchés (concept qui sera abordé de façon explicite par la suite).

La littérature abonde de méthodes d'évaluation d'entreprises toutes aussi pertinentes les unes que les autres. Sans vouloir être exhaustif, nous évoquerons deux approches, les plus grandes et plus usitées. Il s'agit de la méthode dite actuarielle et de celle des comparables.

L'approche actuarielle identifie la valeur de l'entreprise avec la valeur actualisée de ses flux de trésorerie futurs : elle requiert l'estimation des flux futurs, fondée sur l'appréciation de l'environnement concurrentiel, la stratégie de développement et le choix d'un taux d'actualisation reflétant le niveau de risque de l'entreprise.

L'approche comparative quant à elle s'efforce d'identifier des sociétés cotées comparables à l'entreprise qu'on cherche à évaluer. On calcule pour ces sociétés des « multiples », c'est-à-dire des ratios entre valeur de marché (capitalisation boursière ou valeur totale) et des mesures de performances (résultat net, résultat d'exploitation, chiffre d'affaires, ...). On applique ensuite ces multiples à la performance de la société à évaluer.

Certes ces méthodes nous l'avons annoncé ont pour fondement l'efficience des marchés mais il est d'usage courant d'admettre que les marchés ne sont pas véritablement efficients. De ce fait, les prix résultant des évaluations ne sont pas exempts de critiques qui sont encore plus accentuées dès lors que l'entreprise à évaluer exerce son activité sur un marché émergent comme celui de l'UEMOA.

En effet, les marchés émergents ont des caractéristiques particulières dont les plus importantes sont le peu de liquidité des titres et surtout la fiabilité de l'information.

Cette particularité des marchés émergents rend difficilement applicable la théorie de l'efficience des marchés sur laquelle se fondent les méthodes d'évaluation financière des entreprises.

Afin d'atténuer les éventuels biais, les professionnels en charge des évaluations d'entreprises utilisent cumulativement plusieurs techniques complétées par des affinements permettant d'aboutir à un intervalle à l'intérieur duquel se situera le prix de cession des actions lors de l'introduction en bourse. Un des critères utilisé pour cet affinement est l'ensemble des données non financières. Celles-ci, difficilement évaluables sont prises en considération. Autrement, des facteurs importants pouvant expliquer les succès ou échecs futurs de l'entreprise pourraient être omis.

Remarquons que la fixation du prix d'introduction est délicate : Il doit satisfaire simultanément les investisseurs, les intermédiaires et l'entreprise concernée. Un prix trop bas représente une perte de revenus pour la société, un prix trop élevé pourrait compromettre l'opération.

En définitive, la valorisation d'une société est une délicate entreprise dans laquelle intervient des paramètres fixes, mais aussi des critères variables. On ne peut définir qu'une ligne directrice des méthodes de valorisation mais en aucun cas être exhaustif. Les analystes procèdent au cas par cas, en adaptant les critères et hypothèses retenues aux spécificités de la société à évaluer. La difficulté de ces opérations réside donc moins dans l'application d'une méthode que dans le choix des hypothèses et dans celui de la méthode elle-même.

Abstract

It is commonly known that for his survival, a company must grow. The increase of the business market share, the expansion of his customers, the increase of expenditures in research and development for the creation of new products or procedures that will allow a better use of the products existing as well as marketing and the distribution of these products are much factors that govern the life of a business. To achieve all these operations, the company needs some financial resources.

Among the different ways existing for raising funds, we can mention the introduction in stock market.

Quoting a company on the stock exchange means sell on the financial market a more or less important part of his stocks. This decision very important for the business future is preceded by the company's financial valuation.

According to this document, evaluate a company means the use of adequate financial techniques in order to find a just price at which will be issued the shares on the stock exchange. Taking account the fact that there is a wide range of commonly used methods, evaluate a company seems to be not so easy. In addition to that, all those methods of evaluation are based on the same theory : the theory of market efficiency.

The literature is full of evaluation methods, all relevant than others. In this document, we will focus on two main methods. The commonly and most used ones. Theses methods are the actuarial method and the comparative one.

The actuarial approach matches the firm's value with the discounted future cash flows: this requires the assessment of those future flows, in light of the competitive environment, the business plan and the choice of a discounting rate that reflect the real business risk level.

The comparative approach identifies comparable quoted corporations with the one we try to value. For this purpose we calculate some ratios, considering the market value and other indicator (Net Income, Operating Income, Sales turnover). After that, we apply those multiples to the firms performance.

All the valuation methods listed before have for foundation the theory of market efficiency. But it is usually known that the markets are not truly efficient. Therefore, prices resulting from evaluations are always facing critics. The critics are getting more and more important for corporate in emerging markets as the one of UEMOA.

In fact, the emerging markets have special characteristics of which the most important ones are the liquiditiless of shares and the reliability of information. All these characteristics hurt the theory of markets efficiency on which are based the financial evaluation methods of enterprises.

In order to lessen the eventual bias, professionals in charge of corporate valuations use cumulatively several techniques. By the continuation, adjustment are carried out in order to result in an interval to the interior of which will be found the share price.

Notice that the fixing of share price at the introduction in stock market is delicate: this price must satisfy simultaneous the customers, the intermediary ones and the brokerer firm in charge of the business. A too low price represents a loss for the company, a too high one can also jeopardize the operation.

In final, corporate valuation is a great operation in which intervenes fixed and also variable criteria. One can only define a guiding line of valuation method but in any case be exhaustive. Analysts proceed steps by steps using for each corporate to value specifics hypothesis and criteria. The difficulty of these operations are less in the application of a method than the choice of hypothesis or a method itself. This may explain some differences between the result after valuation and the accountant value of the corporate.

AG - BIBLIOTHEQUE

Liste des abréviations

OPA : Offre publique d'achat

UEMOA : Union Economique et Monétaire Ouest Africaine

BCEAO : Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest

CREPMF : Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers

BRVM : Bourse Régionale des Valeurs Mobilières

DC / BR : Dépositaire Central / Banque de Règlement

SGL : Société de Gestion et d'Intermédiation

P / O : Pay Out Ratio

D : Dividende de l'année

E : Résultat de l'année

P/ E : Price earning ratio

FCF : Free cash flow

BN : Bénéfice net

CA : Chiffre d'Affaires

CF : Cash flow

BNPA : Bénéfice net par action

PBR : Price to book ratio

P/MBA : Ratio cours sur Marge Brute d'Autofinancement

P/CA : Ratio cours sur Chiffre d'Affaires

P/CF : Ratio Cours sur Cash flow

P/CAF : Ratio cours sur Capacité d'Autofinancement

P/ANPA : Ratio cours sur Actif Net par Action

VE/CA : Ratio Valeur de l'entreprise sur Chiffre d'Affaires

VE/Rex : Ratio Valeur de l'entreprise sur Résultat d'exploitation

VE/EBE : Ratio Valeur de l'entreprise sur Excédent Brut d'Exploitation

Capi/CA : Ratio Capitalisation sur Chiffre d'Affaires

Capi/Rex : Ratio Capitalisation sur Résultat d'Exploitation

Capi/EBE : Ratio Capitalisation sur Excédent Brut d'Exploitation

ROE : Return on Equity

ROCE : Return on Capital Equity

GESAG - BIBLIOTHEQUE

INTRODUCTION

Comment évaluer les entreprises s'introduisant en bourse sur le marché financier émergent de l'UEMOA ? C'est la question qu'aborde ce mémoire.

Cette préoccupation d'importance capitale trouve son utilité dans l'attrait qu'exerce la bourse aux yeux des entreprises et des investisseurs. En effet, avec la création de la bourse régionale des valeurs mobilières de l'UEMOA, une nouvelle dynamique s'est amorcée. Celle-ci, vise à renforcer la mobilisation de l'épargne publique par les entreprises afin de mener à bien le développement de leurs activités.

L'introduction en bourse d'une entreprise apparaît parfois comme une nouvelle source de financement à coût acceptable. Quand l'autofinancement interne est limité, le recours au crédit peut devenir coûteux en raison du risque perçu par les banques. L'accès au marché financier pouvant accroître et diversifier donc les sources de financement tout en augmentant le pouvoir de négociation, l'introduction en bourse apparaît comme une alternative. Mais, bien avant son entrée en bourse proprement dite, l'entreprise est évaluée. Ainsi, un prix est dégagé qui permettra de vendre les actions au public.

L'objectif de ce mémoire va être de traiter de la question du mode d'évaluation des actions d'une entreprise. Pour ce faire, il sera procédé à un inventaire des méthodes couramment utilisées. Cet inventaire ne sera pas exhaustif. Cependant, l'on pourrait les regrouper en deux grandes méthodes (la méthode actuarielle et la méthode comparative) se fondant sur la théorie des marchés efficients.

La première partie de ce mémoire va permettre de présenter en détail les marchés financiers. A cet effet, nous allons insister longuement sur le concept d'efficacité des marchés. Cette option se justifie clairement par le fait que ce concept est celui sur lequel se fondent toutes les méthodes d'évaluation abordées.

Les techniques d'évaluation constitueront l'essentiel de la seconde partie du mémoire. Cette partie sera composée de deux chapitres. Le premier portera sur les techniques de l'approche actuarielle tandis que le second sera relatif aux méthodes de l'approche comparative.

Par la suite, nous allons aborder la question des limites des méthodes d'évaluation. Ces limites qui sont plus accentuées sur les marchés émergents, d'autant plus que le degré d'efficacité, fondement des méthodes de valorisation d'entreprise y est faible.

Après cela, nous évoquerons la prise en compte des données non financières dans la valorisation financière des entreprises.

PARTIE I : EVALUATION D'ENTREPRISES, APPROCHE THEORIQUE ET LIMITES DES MODELES

CHAPITRE 1 : MARCHES FINANCIERS ET EVALUATION D'ENTREPRISES

Section 1 : Marchés financiers et concept d'efficience

L'objectif premier en matière de gestion d'entreprise est la maximisation de la valeur de l'actionnaire (ou de la firme). Cependant, la richesse de l'actionnaire ou la richesse de l'entreprise n'est pas facilement mesurable et il est difficile d'établir des normes de succès et d'échec. L'objectif de maximisation de la valeur de la firme est de ce fait étendu en pratique à la maximisation de la valeur des titres pour les actionnaires.

Le marché financier, par le biais du cours des actions serait un baromètre permettant de juger de la santé financière d'une entreprise. Ce verdict est-il fiable ? Autrement, quel crédit accorder au jugement du marché financier ?

S'en remettre au comportement d'un titre sur le marché financier et porter un jugement sur l'entreprise suppose une certaine foi en l'opinion du marché financier. Le marché financier serait donc impartial, révélateur de la vraie information. L'information juste et en tant réel. On parle alors de marché efficient.

Un marché efficient est un marché dans lequel le prix des titres financiers reflète à tout moment toute l'information pertinente disponible selon pierre VERNIMMEN (VERNIMMEN, 2000). ASWATH DAMODARAN dans son livre corporate finance (DAMODARAN, 2001) en donne une autre définition. Pour cet auteur, l'efficience d'un marché se définit par rapport à la différence entre le cours d'un actif et sa vraie valeur. Plus les différences sont faibles et peu significatives et plus le marché est efficient. Cette définition affirme que l'égalité du cours du marché à la vraie valeur de l'actif n'est pas une exigence. Le plus important est que les écarts soient non biaisés.

La théorie financière moderne a développé le concept d'efficience des marchés à la suite de tests empiriques observés sur l'évolution des prix au niveau des marchés financiers. Le Français Louis BACHELIER dans une thèse écrite en 1904 ("Théorie de la spéculation") est le premier à avoir souligné le caractère profondément aléatoire des variations de prix sur un marché boursier et accessoirement a développé cinq ans avant Einstein une théorie mathématique des processus aléatoires. En 1953, le statisticien M. G. KENDALL a redécouvert cette loi statistique en observant les variations de prix, sur un marché boursier : Il recherchait une régularité dans l'évolution des prix. A sa surprise il n'en trouva pas : Les changements de prix d'une semaine à l'autre étaient totalement indépendants comme si on avait tiré au hasard le prix d'une période à l'autre. Ce résultat est une surprise de court instant, le temps de se rendre compte qu'un tel résultat est, justement, ce que prédit la

théorie de la compétition sur un marché quelconque. Imaginons que certains individus qui participent à un marché boursier pensent que les prix des actions de la firme Oméga dans une semaine vont doubler. Ils ont une information pouvant reposer sur l'évolution des prix passés observés sur ce marché, sur l'évolution des bilans comptables, sur les politiques de dividendes de cette entreprise ou bien encore ont une information privilégiée sur les décisions prises par les actionnaires qui se lancent dans une offre publique d'achat (OPA). Sur la base de cette information une opération d'arbitrage est possible. On achète maintenant les actions de Oméga et on les revend dans une semaine au double du prix acheté. Mais si ces informations sont disponibles pour ces individus elles le sont aussi pour d'autres. Tous achètent maintenant et personne ne vend d'actions de Oméga. Le prix monte jusqu'à ce que la demande excédentaire s'annule. Elle s'annule lorsque le prix aujourd'hui double. Le prix aujourd'hui est égal au prix futur. Il contient déjà toute l'information disponible auprès des agents qui participent au marché boursier. Les prix futurs changent si et seulement si demain de nouvelles informations surviennent. Or, par définition, ces nouvelles informations ne sont pas anticipées, sinon elles ne seraient pas à proprement parler "nouvelles". On ne peut donc les prédire. Si on ne peut les prédire, il en va de même avec les prix. En d'autres termes ; si les prix reflètent déjà toute l'information disponible et tout ce que l'on peut prévoir ; la variation des prix futurs par rapport aux prix présents ne peut refléter que ce qui est imprévisible! Les séries temporelles des variations de prix sont des processus aléatoires. La théorie des marchés efficients n'est que l'application du principe d'arbitrage en économie.

Dans la pratique, l'efficacité des marchés financiers ne peut être définie qu'en fonction de son degré. Les spécialistes distinguent trois formes d'efficacité : L'efficacité forte, l'efficacité semi forte et l'efficacité faible. Il convient de définir les différentes formes d'efficacité.

Un marché est dit efficace au sens fort si le cours reflète à tout instant toutes les informations et prévisions des opérateurs. Sur ce marché, il est impossible de prévoir l'évolution du cours. Chaque produit est à tout instant "à son prix". Le cours terme constitue la meilleure estimation du cours dans le futur.

Le marché est efficace au sens semi fort quand la diffusion d'information est immédiatement intégrée dans le cours. Les opérateurs capables d'interpréter cette information sont les seuls capables d'anticiper des variations de cours.

S'agissant de la forme faible d'un marché efficace, le cours tient compte à chaque instant de l'information disponible sur les cours passés. Pour tous les investisseurs disposant de ces informations la prévision de cours par l'utilisation des séries statistiques est inefficace. Le cours à terme, corrigé par l'arrivée d'informations nouvelles, constitue la meilleure estimation du cours dans le futur.

Dans les faits, l'hypothèse d'efficacité stricte des marchés est contestée. Divers arguments sont évoqués pour rejeter l'existence de marchés efficaces. L'argument standard utilisé est que les marchés ne sont pas efficaces car il y a beaucoup d'opinions erronées, des traductions incorrectes et d'émotions telles que fierté, doute, crainte et espoir. Il y a parfois des jugements simplement mauvais ou superficiels, de nombreuses variables complexes, et des événements changeant

très rapidement que les investisseurs ne pèsent pas correctement. Cela même s'ils ont toute l'information adéquate, ce qui est l'exception plus que la règle.

Fondamentalement, le marché n'est pas efficient parce que trop d'avis faux et d'émotions fortes des acteurs peuvent créer des tendances qui finissent par porter le cours des titres bien au-dessus ou en-dessous de leurs valeurs raisonnables. L'efficience des marchés est donc un objectif vers lequel les bourses mondiales et les investisseurs tendent. Toutefois, au vu de la situation actuelle, l'efficience des marchés est loin d'être forte. Les scandales liés aux délits d'initiés sont là pour nous le rappeler très fréquemment.

Section 2 : Evaluation d'entreprise par l'approche actuarielle

L'approche actuarielle, basée sur l'actualisation des flux futurs, estime la valeur de l'entreprise à partir de sa capacité à générer des flux de trésorerie disponibles. Ces flux seront actualisés à un taux (le taux d'actualisation) qui tient compte du risque de l'actif économique. Cette approche intègre le fait que ce ne sont pas les flux passés qu'achète l'investisseur, mais les flux futurs.

Les différentes méthodes fondées sur l'actualisation que nous allons à présent développer vont tenter d'expliquer la formation des prix à partir des flux futurs de richesse dégagés par la société. La valeur actuelle de la société est alors déterminée comme la somme de ses flux futurs actualisés.

Les flux futurs, qui vont servir de base aux calculs d'actualisation peuvent correspondre aux revenus retirés par les actionnaires (c'est à dire aux dividendes majorés de la valeur de revente future du titre), aux résultats dégagés par la société ou encore à ses cash flows. Tout dépend de ce que l'investisseur considère comme étant la véritable richesse générée par l'entreprise.

2.1 : La formule fondamentale d'Irving-Fisher

La justification économique de l'investissement la plus communément partagée repose sur l'appréciation de la rentabilité. Concrètement, cette mesure se détermine par la comparaison entre la somme du profit futur et celle de la dépense initiale. Chacun des termes de cette comparaison peut se développer sur plusieurs années, tant pour les dépenses engagées que pour les revenus futurs. Dans ces conditions, il est nécessaire de prendre en compte « la valeur du temps » en actualisant les dépenses et les revenus correspondant à chaque exercice.

Cette réalité est décrite par Irving-Fischer¹ qui présente « la valeur de tout capital comme la somme actuelle de son rendement futur ». Cette réflexion est matérialisée, dans le cadre d'un investissement en bourse, par la formule suivante:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+t)} + \frac{D_2}{(1+t)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+t)^n} + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

¹ Irving-Fischer, The theory of interest, The Mac millan company, 1930

Avec :

- V_0 la valorisation actuelle ;
- D_i le dividende perçu pour à l'année i , i allant de 1 à n ;
- V_n le prix de revente de l'action à l'année n ;
- t le taux d'actualisation.

Cette équation fondamentale, solide sur le plan conceptuel, reste malheureusement d'un emploi délicat sitôt que l'année n s'éloigne de l'année 0. Il est en effet difficile de prétendre construire une valorisation fiable si l'appréciation de la série de dividendes versés sur la longue période, et si l'appréciation de V_n , restent peu ou pas réalistes.

En définitive, on se rend compte que la contribution concrète de cette approche reste limitée. En effet, ce modèle fondamental, s'il présente l'avantage de la simplicité, repose malgré tout sur un certain nombre d'hypothèses fortes qui doivent préalablement être justifiées.

Par contre, d'importants efforts de simplification ont permis ensuite de développer d'autres modèles (le modèle de Gordon-Shapiro, le modèle de Bates, ...), plus accessibles et plus satisfaisants. Ce sont ces modèles, que nous allons à présent développer.

2.2 : Le modèle de Gordon-Shapiro

Les travaux de Gordon-Shapiro¹, que nous allons présenter maintenant, ont conduit à une première formule, qualifiée de simplifiée, et une seconde, dite développée.

Comme sa définition le laisse entendre, la première formule recouvre des hypothèses très réductrices de l'équation d'Irving-Fischer :

- hypothèse n°1 : la croissance des dividendes est réputée constante à un taux g avec un pay-out (taux de distribution des dividendes) stable ;
- hypothèse n°2 : la période considérée n tend vers l'infini.

Le pay-out (P/O) lié à l'exercice en cours correspond à :

$$P/O_0 = D_1 / BN_0$$

Avec :

¹ Gordon M. J et Shapiro E., Capital Equipment Analysis. The requirement rate of profit, Management Science 3, October 1956

D_1 : Dividende de l'exercice payé l'année 1 au titre de l'exercice 0.

BN_0 : Bénéfice net réalisé au titre de l'exercice 0.

La prise en compte de l'hypothèse de croissance du dividende au taux g permet d'exprimer :

$$D_n = D_{n-1}(1+g) \text{ Soit } D_n = D_1(1+g)^{n-1}$$

On peut ensuite mettre D_1 en facteur dans l'équation fondamentale d'Irving-Fischer :

$$V_0 = D_1 \left[\frac{1}{(1+t)} + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+t)^n} \right] + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

Ainsi, pour n tendant vers l'infini, on va avoir $\left[\frac{1}{(1+t)} + \dots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+t)^n} \right]$ qui va tendre vers $\frac{1}{(t-g)}$ et $\frac{V_n}{(1+t)^n}$ vers 0. Soit ainsi $V_0 = \frac{D_1}{t-g}$.

Avec :

- D_1 le dividende versé au titre de l'année en cours et encaissé à l'année 1 ;
- t le taux de rentabilité risqué (pouvant être déterminé par le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers) ;
- g le taux de croissance du dividende à l'infini.

Ce modèle trop simplificateur souffre d'hypothèses peu réalistes. On citera entre autres celle d'un taux de croissance (g) constant des dividendes à perpétuité. A cela s'ajoute l'extrême sensibilité de cette valorisation à la différence $t-g$ (qui ne saurait être négative).

Pour répondre à ces limites, la formule développée de Gordon-Shapiro a tenté d'aménager les hypothèses ou plutôt de les décaler dans le temps :

- hypothèse n°1 : les prévisions sur les dividendes portent sur D_i , avec i de 1 à n ;
- hypothèse n°2 : à partir de l'année n , on considère l'existence d'une croissance à l'infini du dividende à un taux g constant avec un P/O stable.

Dans ces conditions, la formule d'Irving-Fischer devient :

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+t)} + \frac{D_2}{(1+t)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+t)^n} + \frac{D_n(1+g)}{(1+t)^n(t-g)}$$

$$\text{Soit encore } V_0 = \frac{D_1}{(1+t)} + \frac{D_2}{(1+t)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+t)^n} + \left[\frac{D_n}{(1+t)^n} \right] \left[\frac{(1+g)}{(t-g)} \right]$$

La formule souffre des mêmes contraintes arithmétiques que la précédente sur (t-g).

De façon plus globale, l'approche de Gordon-Shapiro présente un certain nombre d'avantages. Elle s'appuie sur des flux réels (les dividendes versés aux actionnaires) et répond sur ce point à la préoccupation de l'investisseur en quête d'une mesure concrète de retour sur son placement. Cette approche intègre également dans son actualisation une des composantes de la valorisation des marchés actions avec le choix d'un taux t de rentabilité spécifique des actions risquées.

Par contre, cette approche reste éloignée de toute référence au prix de marché. De plus, la formule, sous sa forme développée, est fortement dépendante, à l'issue de la période de prévision des analystes, de la contribution prépondérante de $V_n/(1+t)^n$ dans la détermination de V_0 .

En définitive, si le modèle de Gordon-Shapiro offre l'avantage de la simplicité, il reste difficile à mettre en œuvre dans la mesure où les dividendes futurs et le taux d'actualisation sont concrètement des éléments délicats à déterminer.

2.3 : Le modèle de Bates

Le modèle de Bates prolonge l'approche développée par Gordon-Shapiro. Il reprend la même hypothèse d'une croissance constante du dividende, à un taux g, et d'une même stabilité du P/O. Par contre, la période n devient une probabilité définie par un nombre d'années déterminé.

Ce modèle d'actualisation va permettre de calculer la valeur actuelle d'une société en tenant compte des bénéfices et du taux de distribution des dividendes, au lieu du seul dividende.

La valorisation de Bates se construit sur une logique comparative. En effet, elle va s'exprimer en fonction d'une réalité constatée sur le marché et en référence directe avec le prix actuel du marché.

Cette logique comparative se développe en trois temps :

- (1) l'entreprise concernée appartient à un secteur ou à un échantillon de référence, dont les caractéristiques de marché sont connues. Ces caractéristiques sectorielles recouvrent le PE_0 (*price earning ratio* de l'année de référence), le *pay-out*, le taux g de croissance du bénéfice pendant n années, le taux t de rendement exigé sur le marché (taux de rentabilité spécifique du marché actions). Ces données réelles vont permettre d'exprimer le PE_n , *price earning ratio* théorique du secteur en n ;

- (2) au-delà de l'année n , limite de l'horizon de prévisions des analystes sur la société, il est posé par hypothèse que les prévisions de croissance de résultat et de *pay-out* de la société ne peuvent se distinguer de celles du secteur. Dans ces conditions, les prévisions du secteur et les prévisions de la société se confondent. Cette affirmation essentielle de l'approche de Bates permet de considérer que la valorisation théorique du secteur et de la société sont identiques à l'année n , soit :
 PE_n secteur = PE_n société ;

- (3) avec cette valorisation théorique de la société à l'année n , et avec les prévisions spécifiques des analystes de 0 à n sur la croissance des résultats et sur le *pay-out*, il est possible de déterminer le PE_0 , valorisation théorique actuelle de la société.

Ces trois hypothèses nous permettent de construire la relation suivante :

$$PE_0 \text{ réel secteur (1)} \Rightarrow PE_n \text{ théorique secteur} = (2) PE_n \text{ théorique société} \Rightarrow (3) PE_0 \text{ théorique société}$$

L'approche de Bates commence à partir de la formule suivante de distribution des dividendes :

$$P/O_0 = D_1 / E_0$$

Avec :

- P/O_0 le *pay-out* de l'année en cours ;
- D_1 le dividende encaissé à l'année 1 ;
- E_0 le résultat de l'année 0.

Il est retenu un taux de croissance g du bénéfice et un P/O constants.

$$E_i = E_0(1+g)^i \text{ avec } E_i \text{ le bénéfice de l'année } i \text{ et } D_i = D_0(1+g)^i$$

La formule d'Irving-Fischer devient en mettant $D_1/(1+g)$ en facteur :

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+g)} \left[\sum_{t=1}^n \frac{(1+g)^t}{(1+t)^t} \right] + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

Comme $D_1 = E_0 \times P/O_0$; et $E_n = E_0(1+g)^n$, l'équation précédente devient :

$$V_0 = \frac{E_0 \times P/O_0}{(1+g)} \left[\sum_{t=1}^n \frac{(1+g)^t}{(1+t)^t} \right] + \frac{V_n}{E_n} \left[E_0 \frac{(1+g)^n}{(1+t)^n} \right]. \text{ Avec } PE_t = V_t / E_t, \text{ on a :}$$

$$PE_0 = \frac{P/O_0}{(1+g)} \left[\sum_{t=1}^n \frac{(1+g)^t}{(1+t)^t} \right] + PE_n \left[\frac{(1+g)^n}{(1+t)^n} \right]$$

$$\text{puis } PE_n = PE_0 \left[\frac{(1+t)^n}{(1+g)^n} \right] - \left[\frac{P/O_0(1+t)^n}{(1+g)(1+g)^n} \sum_{t=1}^n \frac{(1+g)^t}{(1+t)^t} \right]$$

Pour reprendre la présentation originale de Bates, posons :

$$M = PE_n ; m = PE_0 ; (d) = \frac{P/O_0}{0.1} ; A = \left[\frac{(1+t)^n}{(1+g)^n} \right] \text{ et } B = \left[\frac{0.1}{(1+g)} \frac{(1+t)^n}{(1+g)^n} \sum_{t=1}^n \frac{(1+g)^t}{(1+t)^t} \right]$$

Nous obtenons ainsi l'équation originale de la formule de Bates : $M = m A - (d) B$

Soit, d'une façon plus explicite : $PE_n = PE_0(A) - \frac{P/O_0}{0.1}(B)$ ou encore

$$PE_0 = \frac{PE_n + [(P/O_0/0.1)B]}{A}$$

Les tables de Bates apportent une résolution rapide de cette équation par une lecture immédiate des valorisations des paramètres de calcul A et B en fonction de n, t et g. Il est également important de souligner que l'utilisation des systèmes informatiques permet de déterminer aisément le résultat. Il faut également rappeler que le véritable enjeu de la formule de Bates porte sur la pertinence de la détermination de l'échantillon de référence. Le PE_n de la société est déterminé théoriquement par projection dans le futur de données réelles en tenant compte des hypothèses des analystes.

2.4 : La synthèse entre les modèles de Gordon-Shapiro et de Bates

La préoccupation légitime de mesurer la performance d'un placement ne trouve pas de réponse directe dans les deux grandes méthodes d'évaluation financière que nous venons de développer : le modèle de Gordon-Shapiro et le modèle de Bates. En effet, malgré leurs supports théoriques, ces deux approches incitent à des réserves dans leur appréciation.

L'atout développé par l'approche de Gordon-Shapiro, les flux réels, souffre dans la détermination de V_0 , à la fois dans la contribution prépondérante et souvent aléatoire de V_n , et aussi de sa grande indépendance d'une référence avec la valorisation de marché.

L'approche de Bates, pour sa part, se développe dans un univers de flux (les bénéfiques) qui reste théorique. Cependant, il est possible de retenir une combinaison de ces deux approches basée sur :

- les flux réels de dividendes, liés aux prévisions des analystes, pour permettre, le cas échéant, de considérer les augmentations de capital de l'entreprise ;
- un taux t correspondant au taux de rentabilité exigé sur les marchés actions avec la prise en compte d'une prime de risque supplémentaire ;
- une valeur terminale V_n qui ne soit plus l'actualisation d'une croissance à l'infini (approche de Gordon-Shapiro), mais l'expression d'un PE_n théorique déterminé en fonction des références actuelles du secteur (Bates).

L'équation fondamentale d'Irving-Fischer devient avec E_n le bénéfice de l'année n :

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+t)} + \frac{D_2}{(1+t)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+t)^n} + \frac{PE_n E_n}{(1+t)^n}$$

Cette méthode est souvent utilisée dans la pratique sur les marchés financiers. En effet, le dernier terme qui pose souvent des problèmes lors de l'utilisation des modèles d'évaluation actuariels est cette fois-ci calculé à partir des prévisions des analystes financiers.

2.5 : Le modèle du Price Earning

L'expression la plus sommaire de la simplification de la formule fondamentale d'Irving-Fisher est le *price earning* (P/E).

Le *price earning*, qui exprime combien de fois la valorisation de l'entreprise capitalise le résultat, est représenté par le rapport entre la capitalisation boursière (V_0 = valeur de l'entreprise à l'année 0) et le bénéfice net (BN) de la société :

$$P/E = V_0 / BN$$

Trois hypothèses simplificatrices sont néanmoins nécessaires pour calculer le P/E à partir de la méthode fondamentale :

- hypothèse n° 1 : pour le P/E, il s'agit du BN, et non du dividende ;
- hypothèse n° 2 : les résultats sont supposés constants ;
- hypothèse n° 3 : n est supposé tendre à l'infini.

Dans ces conditions, la formule fondamentale peut s'écrire :

$$V_0 = BN \left[\frac{1}{(1+t)} + \frac{1}{(1+t)^2} + \dots + \frac{1}{(1+t)^n} \right] + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

avec, quand n tend vers l'infini :

$V_n/(1+t)^n$ tend vers 0 ;

$$\left[\frac{1}{(1+t)} + \frac{1}{(1+t)^2} + \dots + \frac{1}{(1+t)^n} \right] \text{ tend vers } 1/t.$$

Soit $V_0 = BN/t$.

Et $V_0/BN = 1/t = P/E$

Les hypothèses simplificatrices de ce modèle sont critiquables sur un plan théorique. En effet, l'utilisation du bénéfice, et non du dividende, revient à considérer un *pay-out* de 100%, irréaliste sur une longue période (hypothèse n°1). Ensuite, l'affirmation d'un bénéfice net constant à l'infini reste à l'évidence définitivement incompatible avec une réalité économique où la pérennité des résultats est par nature toujours incertaine (hypothèses n°2 et n°3).

Par sa faiblesse conceptuelle, le *price earning* (P/E) ne peut prétendre à aucune signification dans l'absolu. Par contre, par la simplicité de sa construction et sa référence immédiate au cours de bourse, il présente l'intérêt d'un baromètre simple et facilement accessible pour toute appréciation relative d'une société cotée. De plus, par sa fréquence d'emploi, le P/E occupe une position dominante dans les références instantanées de valorisation des marchés actions.

2.6 : La méthode de l'actualisation des « free cash flows »

Etant donné la faiblesse théorique de l'actualisation des bénéfices futurs pour déterminer la valeur actuelle d'une société, des méthodes d'évaluation basées sur l'actualisation des flux futurs se sont développées. Celles-ci prennent comme flux non plus les bénéfices, mais les cash flows dégagés par la société, censés représenter avec plus de réalisme les flux qui vont être réinjectés dans la société. La méthode d'évaluation basée sur l'actualisation des cash flows disponibles ou des free cash flows (FCF) répond très directement aux préoccupations concrètes de l'actionnaire majoritaire en lui permettant de valoriser les performances financières futures de l'entreprise.

En effet, dans cette nouvelle approche actuarielle, la valeur de l'entreprise va être égale à la somme actualisée des flux disponibles dégagés par son exploitation courante. Ces flux disponibles sont déterminés à partir des excédents bruts d'exploitation après le financement des investissements d'exploitation. La valeur résiduelle étant calculée suivant les hypothèses de croissance portant sur la valeur terminale.

La formule de valorisation selon l'approche des flux disponibles est la suivante :

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+t)^t} + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

Avec :

- FCF_i le cash flow disponible de l'année i ;
- t le taux d'actualisation risqué ;
- FCF_n le cash flow disponible de l'année n ;
- V_n la valeur terminale.

Le free cash flow (FCF) se calcule alors de la façon suivante :

EBE (Excédent Brut d'Exploitation)

- Impôt sur le résultat d'exploitation
- variation du besoin en fonds de roulement (BFR)
- investissements d'exploitation nets des désinvestissements

La valeur terminale V_n peut être fondée sur le taux de croissance (g) d'un flux normatif

$$V_n = \frac{Flux}{t - g}$$

Avec :

- t le taux d'actualisation risqué ;
- g le taux de croissance à l'infini du flux normatif.

Un des difficultés majeures de cette méthode réside dans le choix du taux de croissance à l'infini et du flux normatif. Ledit flux doit être cohérent avec les hypothèses prévisionnelles. Il dépend de la croissance à long terme, de la politique d'investissements et de l'évolution du BFR de l'entreprise. Remarquons que ce flux normatif ne peut pas être identique à celui de l'année n . En effet, il représente la moyenne de l'ensemble des flux que l'entreprise devrait générer de l'horizon explicite jusqu'à l'infini.

Cette approche par les cash flows trouve des contestations naturelles sur au moins trois points :

- dans sa valorisation, compte tenu de l'importance de la valeur terminale pour un horizon de prévisions n limité aux capacités d'anticipation des analystes financiers ;
- dans son principe, quand la société étudiée est en période de FCF négatifs liés par exemple à une séquence d'investissements d'exploitation importants. Il faut alors

raisonner sur des projections de FCF potentiels, en multipliant l'effet des hypothèses ;

- dans sa sûreté enfin, en apportant une lecture plus précise des paramètres de cette évaluation.

La méthode d'actualisation des free cash flows est, au milieu de toutes les méthodes d'évaluation basées sur l'actualisation des flux futurs, une méthode de référence des marchés boursiers. Son utilisation associée à la pertinence des flux futurs retenus (les cash flows disponibles) et de son fondement théorique, en fait une méthode satisfaisante et plus facile à argumenter.

Section 3 : Evaluation par l'approche comparative

L'actualisation des flux de trésorerie disponibles ou des dividendes pouvant dans certains cas paraître une méthode lourde à mettre en place, certaines pratiques préconisent la détermination de la valeur d'une entreprise par comparaison boursière, à partir de l'utilisation d'un certain nombre d'indicateurs financiers.

L'approche comparative 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 (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 possibles (même activité, même zone géographique, même compartiment de marché, même risque, ...)

- 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 trois angles différents, bien que la logique et les techniques de comparaison soient toujours les mêmes.

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 prêt 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. Ceux-ci recouvrent naturellement les capitalisations de résultats, de dividendes ou de cash flows, que peuvent par ailleurs compléter des ratios plus spécifiques, comme celui du chiffre d'affaires ou celui de la somme de la capitalisation boursière et des dettes nettes sur le chiffre d'affaires.

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.

Nous allons, au cours de cette partie présenter les différents outils et indicateurs financiers utilisés par l'approche comparative lors de la valorisation financière des entreprises. Par la suite, nous allons développer les grandes catégories de comparaison boursières utilisées par cette approche.

3.1 : Les outils de l'approche comparative

Les professionnels des marchés financiers, pour valoriser une société à partir de l'approche comparative, vont utiliser les indicateurs financiers suivants :

Le *price earning ratio* (P/E)

Le *price earning ratio* est un multiple de capitalisation exprimant combien de fois la valorisation de l'entreprise capitalise son résultat, c'est à dire combien de fois le bénéfice net par action (BNPA) réalisé par l'entreprise au cours de l'année de référence est présent dans le cours de l'action.

Sa formule est la suivante :

$$P/E = \frac{CB}{BN} = \frac{Cours}{BNPA} \Rightarrow Cours = BNPA \times P/E$$

Avec :

- CB la capitalisation boursière ;
- BN le bénéfice net ;
- BNPA le bénéfice net par action.

En pratique boursière, et sans que cela soit obligatoire, on retient dans le calcul du P/E une estimation du BNPA de l'exercice en cours. Dans l'hypothèse où les bénéfices correspondent à la richesse supplémentaire (distribuée ou non) dégagée par l'entreprise, le P/E indique en combien d'exercices le capital investi dans le titre est récupéré. Une analyse en termes de P/E permet donc de juger du prix de marché d'un titre.

Toutefois, compte tenu des grandes disparités observées d'un secteur à l'autre, il convient souvent de comparer auparavant le P/E du titre au P/E moyen du secteur auquel il appartient. L'on parle alors de P/E relatif.

Le ratio cours sur cash flow (P/MBA ou P/CAF)

Certains analystes préfèrent remplacer, dans leurs calculs de valorisation, le BNPA par le cash flow par action. Le cash flow correspond alors à la marge brute d'autofinancement (MBA) ou à la capacité d'autofinancement (CAF).

Le multiple cours sur cash flow peut poser des problèmes, étant donné que les flux de trésorerie disponibles peuvent varier fortement d'un exercice à l'autre si l'entreprise a réalisé un très fort investissement, ou un désinvestissement important. Ce multiple doit donc être utilisé dans la durée (et non sur un seul exercice) pour être significatif dans le cadre d'une valorisation financière d'entreprise.

Le ratio cours sur actif net (P/ANPA)

Le ratio cours sur actif net (P/ANPA), appelé également le PBR (*price book ratio*), se calcule en faisant le rapport entre le cours de bourse (le prix du marché) et l'actif net par action d'une société de référence ou d'un échantillon.

Il peut être étonnant de procéder à un rapprochement entre la notion comptable que représentent les capitaux propres par action, ou l'actif net par action (ANPA), et la valeur boursière d'une entreprise qui résulte des flux futurs générés par cette entreprise. En effet, apparemment, il n'y a pas de lien automatique entre le cours de bourse d'une société et ses capitaux propres par action.

Toutefois, il y a pourtant un lien économique entre ces deux grandeurs, pourvu que les capitaux propres reflètent bien la valeur des actifs et des passifs de la société.

Le ratio valeur de l'entreprise sur chiffre d'affaires (VE/CA)

Le ratio valeur de l'entreprise (capitalisation boursière + endettement net (dettes financières -trésorerie)) sur chiffre d'affaires est un multiple de valorisation permettant de déterminer le nombre de fois où le chiffre d'affaires est intégré dans la valeur économique (valeur des capitaux propres + valeur de l'endettement) d'une société.

Ce ratio, appelé également *price sales ratio* (PSR), consiste donc à évaluer l'entreprise sur la base d'un coefficient multiplicateur de ses ventes.

Cette méthode présente certains avantages. En effet, la multiplicité des transactions permet d'établir une sorte de norme par secteur d'activité. Ainsi, on dira par exemple dans la pratique des affaires qu'une entreprise agroalimentaire se valorise 1 fois son chiffre d'affaires, ou qu'une société de télécommunication se valorise 2 ou 3 fois le montant de ses ventes.

De plus, le chiffre d'affaires est une donnée beaucoup plus fiable que le bénéfice déclaré. Ce dernier pouvant résulter d'un certain nombre de « choix comptables » plus ou moins douteux (le montant des provisions, le calcul des amortissements, ...).

Par contre, ce multiple peut être critiqué dans son principe même (la valorisation des ventes). En effet, l'utilisation de cette méthode sur des sociétés identiques (activité, chiffre d'affaires) donnera des résultats identiques, que ces sociétés soit bien ou mal gérées, deux sociétés dégageant un même chiffre d'affaires pouvant évidemment ressortir des niveaux de rentabilité très différents.

Toutefois, pour répondre à cette dernière remarque, le fait d'utiliser la valeur d'entreprise, au lieu de la seule capitalisation boursière, permet de tenir compte de la structure financière de la société. Ainsi, une société endettée aura une valeur d'entreprise plus importante, et donc un ratio VE/CA plus important, ce qui la rendra plus chère vis-à-vis de ses concurrents.

En conclusion, ce ratio, utilisé fréquemment par les spécialistes en charge de l'évaluation financière des sociétés, présente certains avantages. Toutefois, étant donné qu'il valorise le chiffre d'affaires de la société et non ses résultats, il est nécessaire dans la mesure du possible d'utiliser ce multiple de valorisation en complément d'autres indicateurs financiers.

Le ratio VE/Rex ou VE/EBE

Des variantes du ratio précédent se sont développées dans la pratique, la valeur économique de l'entreprise ne valorisant plus le chiffre d'affaires, mais l'EBE (excédent brut d'exploitation) ou le Rex (résultat d'exploitation). Le multiple de résultat d'exploitation va ainsi exprimer la valeur de l'entreprise sur la base d'un nombre d'années de résultats d'exploitation.

Ainsi, une société dont la valeur économique vaut 100, et dont le résultat d'exploitation est de 12.5 sera achetée 8 fois son Rex. Cela signifie que si le Rex reste constant, l'investisseur devra attendre 8 ans pour récupérer sa mise, tout en négligeant la valeur résiduelle de cet investissement au bout de 8 ans. Si le Rex après impôt de cette société augmente, l'investisseur devra attendre moins de 8 ans. S'il diminue, cet investisseur devra par contre attendre plus une durée plus longue.

Il est à noter que l'on raisonne le plus souvent sur la base du multiple du résultat d'exploitation, plutôt que sur d'autres agrégats (excédent brut d'exploitation, ...) pour déterminer la valeur de l'actif économique, étant donné que le résultat d'exploitation est le résultat dégagé par l'actif économique qui lui revient intégralement. Ce résultat est en effet intégralement réparti entre ceux qui financent l'actif économique, c'est à dire entre les créanciers et les actionnaires.

Dans la pratique, et sans que cela soit obligatoire, on retient dans le calcul du multiple du résultat d'exploitation une estimation du résultat d'exploitation après impôt de l'exercice en cours. La logique est donc la même que pour le ratio précédent (VE/CA), bien que l'on considère qu'il est plus pertinent de prendre en compte des résultats intermédiaires (les résultats d'exploitation dégagés par la société) que le chiffre d'affaires brut pour valoriser l'exploitation d'une société.

3 2 : La comparaison par rapport à des références transactionnelles

L'approche comparative peut consister à rapprocher les chiffres financiers (ratios, multiples de valorisation, ...) d'une société de ceux de sociétés comparables qui ont fait l'objet récemment d'opérations financières de rapprochement (fusion, acquisition, cession, ...).

Par exemple, si une société comparable à la société analysée a été récemment acquise lors d'une offre publique d'achat, on va considérer que le prix de transaction (c'est à dire les multiples financiers utilisés) peut être rapproché du prix de cette société ou tout au moins en constituer une base de départ. On va ensuite pouvoir ajuster ce prix à la hausse ou à la baisse, en fonction d'un certain nombre d'éléments propres à cette société (pertinence du plan d'affaires, prime de leader, potentiel de croissance, visibilité du carnet de commandes, ...).

L'observation des références transactionnelles dans un univers comparable apporte à l'évidence une réponse simplificatrice en terme de valorisation par sa grande facilité d'application. Toutefois, il peut être nécessaire de rappeler que certaines réserves concernent l'homogénéité de ces comparaisons. Pour réaliser une comparaison basée sur des références transactionnelles, trois règles importantes doivent être suivies :

- l'unité de temps est un impératif dans l'évolution rapide des marchés. En effet, les critères de la valorisation globale de l'entreprise sont pour une large part sensibles aux variations conjoncturelles ou structurelles ;
- l'unité de lieu est également une référence qui doit être respectée. Il est important de tenir compte des réalités géographiques souvent différentes d'une zone à l'autre ;
- l'unité d'identité est également importante à respecter. Autant il paraît possible de respecter un même univers de comptes en s'appliquant à la construction d'une grille homogène de ratios, autant les valorisations au sein d'un même secteur peuvent exprimer des réalités différentes.

Le profil des sociétés n'est pas souvent identique sur un plan économique ou industriel : rentabilité, positions commerciales, outils de production. A partir du moment où l'on est en mesure de tenir compte de l'ensemble de ces remarques, il ne fait aucun doute que la comparaison des indicateurs financiers d'une société avec ceux de transactions récentes est une approche intéressante pouvant aboutir à de bons résultats.

Il est à noter que l'approche comparative basée sur l'observation des références transactionnelles peut porter sur un nombre très important de ratios et de multiples de valorisation. Le rôle incombe aux analystes financiers chargés des travaux de valorisation d'utiliser, en fonction de la spécificité de la société et du secteur d'activité sur lequel elle se trouve, les multiples de valorisation adéquats parmi la large palette qui leur est proposée.

3.3 : La comparaison par rapport à d'autres sociétés cotées

Pour valoriser une société, il est possible de trouver des sociétés cotées comparables et appliquer le multiple de valorisation moyen de cet échantillon à notre société pour en déterminer la valeur. Cette méthode n'est pas sans fondement théorique, étant donné que sur un marché efficient on doit pouvoir situer la valeur d'une société par rapport à celles d'autres sociétés cotées.

Cependant, il ne va pas être possible en utilisant uniquement les apports de l'approche comparative de déterminer la « valeur réelle » d'une société. C'est pourtant l'objectif de toute évaluation financière. Par contre, on va pouvoir rapprocher la valeur théorique de cette société (à partir de l'utilisation d'autres méthodes de valorisation) de son prix de marché, à partir de la comparaison boursière avec d'autres sociétés cotées sur le marché.

On voit donc ici les limites de l'approche comparative basée sur des sociétés cotées comparables. Le fait de retenir le prix de ces sociétés va permettre de se fixer par rapport au prix du marché. Cependant, en l'absence d'autres approches cette méthode ne permettra pas de savoir si le prix final est élevé ou pas.

C'est la raison pour laquelle cette méthode doit être utilisée avec le plus de vigilance possible et en tenant compte d'un certain nombre d'impératifs.

Tout d'abord, on choisira généralement de ne retenir dans le périmètre de comparaison que des sociétés faisant partie du même compartiment actions.

Cette règle doit également être respectée au niveau géographique ; une société technologique du Nasdaq n'étant pas systématiquement valorisée de la même façon qu'une société proche cotée au marché de Paris. Il faut donc retenir dans la mesure du possible à l'intérieur de notre périmètre de comparaison, des sociétés cotées d'un même pays et d'un même marché actions. Il faut également être certain que les sociétés retenues sont proches de la société analysée, dans l'hypothèse où l'on retient finalement une ou plusieurs sociétés étrangères.

Il est donc nécessaire, lors de l'évaluation financière d'une société par approche comparative avec d'autres sociétés cotées, de ne retenir que des sociétés comparables bénéficiant du même potentiel de séduction pour les investisseurs et se situant au même stade de leur croissance.

Enfin, il faut être certain que les indicateurs financiers retenus (ratios et multiples de valorisation) proviennent des mêmes sources et sont relatives aux mêmes données économiques afin de rapprocher des chiffres comparables.

En conclusion, la méthode d'évaluation boursière par comparaison avec un échantillon de sociétés cotées présente de nombreux avantages (simplicité, rapidité, valorisation par rapport au prix du marché, ...). Cependant, au vu des erreurs qu'elle est susceptible d'engendrer (prix déconnectés de la valeur économique, psychologie des investisseurs), son utilisation est délicate.

Malgré ces réserves, son utilisation est indispensable dans le cadre d'une valorisation, étant donné que cette méthode est présente dans les études financières des professionnels de l'évaluation financière.

3.4 : La comparaison par rapport à un secteur d'activité

Il n'est pas toujours possible de comparer une société par rapport à des références transactionnelles ou par rapport à d'autres sociétés cotées. Dans ce cas, si l'on désire retenir une approche comparative pour valoriser une société, il est nécessaire d'adopter une position plus large en dégageant une tendance à défaut de pouvoir réaliser une approche plus précise.

Il est possible de comparer les chiffres financiers d'une société avec ceux d'un secteur d'activité. Ainsi, si l'on prend l'exemple d'une société unique présente sur la niche d'un secteur donné, il n'est pas possible de la comparer avec d'autres sociétés cotées, étant donné que celles-ci n'existent pas. Par contre, si l'on désire déterminer plus ou moins précisément la valeur de cette société, il est possible de la comparer à un ou plusieurs secteurs d'activité à condition que ceux-ci soient significatifs.

Une société spécialisée dans l'analyse microbiologique n'ayant pas de semblables cotées en bourse pourrait être par exemple être rapprochée d'entreprises des secteurs « santé » et « pharmacie ».

Les niveaux de valorisation trouvés ne seront pas les mêmes, selon que l'on retienne comme secteur de référence le secteur « santé » (secteur d'activité trop important pour donner un résultat précis) ou le secteur « pharmacie » (secteur d'activité regroupant, entre autres, les laboratoires spécialisée dans les analyses).

Il est donc primordial, lorsque l'on retient ce genre d'approche, de connaître parfaitement la société analysée, notamment la répartition de son chiffre d'affaires par secteurs d'activité, de façon à être certain de ne retenir que le ou les secteurs d'activité les plus significatifs.

L'objectif est d'arriver, par recoupements, à « entourer » la niche d'activité dans laquelle se trouve l'entreprise, et ainsi à être en mesure, malgré sa spécificité apparente, de déterminer un niveau de valorisation cohérent à partir d'une comparaison boursière classique.

3.5 : L'approche comparative multicritères

Les paragraphes précédents nous ont permis de présenter en détail les trois principales facettes de l'approche comparative utilisée pour valoriser une société : 1/ la comparaison boursière par rapport à des références transactionnelles ; 2/ la comparaison boursière par rapport à un échantillon d'autres sociétés cotée ; 3/ la comparaison boursière par rapport à un ou plusieurs secteurs d'activité.

Ces trois méthodes, qui forment la base de toute comparaison boursière, sont utilisées par les professionnels des marchés financiers dans leurs calculs de valorisation.

Toutefois, plutôt que d'utiliser séparément ces trois approches comparatives, certains analystes choisissent de valoriser une société par rapport à la moyenne pondérée des multiples de valorisation provenant de plusieurs des trois grandes méthodes de l'approche comparative.

Les résultats trouvés permettront de déterminer la valeur de la société analysée avec une précision plus fine, tout en tenant compte d'un nombre plus élevé de critères.

Cependant, l'utilisation de cette approche globale n'est pas sans risques. Si celle-ci n'est pas précédée d'une analyse poussée de l'activité et des fondamentaux économiques de la société étudiée ; il y a fort à parier que l'approche comparative multicritères, en mettant en relation des éléments financiers qui, pris individuellement ne sont pas comparables avec ceux de la société analysée risque au final d'aboutir à des niveaux de valorisation incorrects.

Cette comparaison boursière doit donc être réalisée avec précision pour donner de bons résultats. L'approche multicritères, bien qu'elle soit séduisante et qu'elle propose des avantages certains doit être utilisée avec prudence. L'objectif initial (utilisation de plusieurs méthodes de comparaisons boursières pour aboutir à une valorisation précise et représentative de la société étudiée) risque de ne pas être atteint si des erreurs d'analyse et de raisonnement sont commises au cours des étapes préliminaires.

Enfin, comme pour les méthodes précédentes, l'approche comparative multicritères aboutit in-fine à des moyennes de multiples de valorisation. Ces moyennes sont ensuite rapprochées des chiffres économiques de la société (bénéfice net, chiffre d'affaires, résultat d'exploitation, cash flows) de façon à déterminer la valorisation finale des sociétés analysées.

CHAPITRE 2 : ANALYSE CRITIQUE DES METHODES D'EVALUATION

Section 1 : Les insuffisances des méthodes actuarielles et comparatives

La présentation des méthodes d'évaluations faite dans les développements précédents, a montré que l'approche actuarielle avait pour objectif de déterminer la valeur intrinsèque des sociétés, afin de pouvoir comparer celle-ci au prix du marché. L'approche comparative quant à elle se référait directement au prix du marché, en considérant que le marché est efficient et que les prix pratiqués sont représentatifs de la valeur des sociétés cotées (théorie de l'efficience). Lesdites méthodes ne sont pas exemptes de toutes critiques.

En l'absence de prévisions complètes sur l'entreprise (et c'est souvent le cas, surtout dans les pays émergents), l'on sera réduit à utiliser une des nombreuses

formules actuarielles d'évaluation. Or, ces dernières introduisent des contraintes fortes au niveau des hypothèses de départ, notamment en ce qui concerne le taux d'actualisation ou l'horizon considéré pour l'actualisation des flux financiers. Une durée différente ou un taux fantaisiste pouvant modifier complètement le montant de l'évaluation finale.

De plus, on considère souvent dans les méthodes actuarielles que les éléments de base utilisés dans les calculs sont constants dans le temps (taux de croissance des dividendes, bénéfices, ...), ce qui est bien entendu une aberration dans un contexte économique en constante évolution.

L'utilisation des méthodes actuarielles pour valoriser les sociétés s'introduisant en bourse peut également poser d'autres problèmes. En effet, ces méthodes, pourtant séduisantes, ne pourront pas être utilisées si les flux futurs actualisés trouvés sont négatifs. Ainsi, la présence de flux futurs actualisés négatifs impose de nouvelles hypothèses. Ce qui compte tenu des hypothèses initiales introduit des biais.

Les diverses méthodes de comparables sont simples et adaptées à la valorisation des sociétés sous réserve de certaines conditions. Cependant, l'utilisation dans la pratique desdites méthodes n'est pas évidente. En effet, il est parfois très difficile de trouver des sociétés vraiment comparables à la société faisant l'objet d'une étude d'évaluation. Même si l'activité est comparable, certains éléments (une position de leader, un effort de Recherche & Développement important) peuvent avoir pour conséquence de modifier la valeur d'une société et de finalement remettre en cause l'utilisation même de l'approche comparative pour déterminer la valeur de celle-ci.

De plus, si l'on détermine un échantillon de sociétés apparemment comparables (ce qui n'est pas toujours possible pour les sociétés positionnées sur une niche extrêmement précise par exemple), il faudrait que celles-ci soient sur le même compartiment de marché et effectivement de taille comparable.

L'approche comparative, si elle permet de se fixer par rapport au prix du marché ne permet pas de déterminer réellement la valeur de l'entreprise, c'est-à-dire sa valeur intrinsèque à partir de ses fondamentaux économiques. Cette situation ne permet pas aux investisseurs de savoir si la valeur est chère ou non. La valorisation qui résulte de toute approche comparative est donc inévitablement très dépendante des conditions du marché.

Section 2 : Evaluation financière d'entreprises et aspects qualitatifs

Les systèmes traditionnels d'évaluation financière d'entreprise ne semblent pas accorder suffisamment d'importance aux données non financières. Ainsi, ces approches traditionnelles d'évaluation des sociétés utilisent avant tout les données quantitatives financières et boursières des dites sociétés.

Les investisseurs quant à eux, pour faire leur choix d'investissement sur un secteur d'activité se basent de plus en plus sur les données qualitatives de la société (talents des dirigeants, innovation en recherche et développement,...) de façon à

tenter de dégager les sociétés qui ont un véritable potentiel, même si les résultats ne sont pas encore au rendez vous. En effet, pour l'investisseur, si le bénéfice dégagé a encore un potentiel de séduction certain, le potentiel futur d'une société aura plus de poids que les résultats passés. C'est donc dire que l'investisseur est prêt à acquérir les titres à un prix qui sera plus ou moins élevé que la valeur purement comptable calculée. L'une des questions qui se posent alors à tout chef d'entreprise est l'origine de la différence entre la valeur comptable et la valeur réelle de sa société.

Cette différence s'explique souvent par le capital immatériel qui consiste essentiellement en valeurs n'apparaissant jamais dans le bilan : la qualité de l'organisation, l'ambiance, la satisfaction des clients, la capacité à innover, etc. Le capital immatériel pourrait être défini comme : qualifiant tout ce qui n'est pas matériel, pas chiffrable dans l'entreprise, mais participe à la richesse matérielle de celle-ci et de ses membres. La notion de capital immatériel met donc en évidence une tendance à prendre en considération dans la valeur potentielle de l'entreprise des éléments non tangibles, sans substance physique voire financière immédiate.

Une entreprise est appelée à se développer, à croître. C'est d'ailleurs l'une des raisons majeures qui pourrait appeler les investisseurs à s'intéresser à ses titres si elle décide de se faire coter. Dans leur stratégie de croissance, les entreprises doivent accorder une attention particulière à la création, au développement et à la gestion des actifs immatériels qui représentent un potentiel considérable d'augmentation de la valeur de l'entreprise.

Dans les faits, le capital immatériel existe sous trois formes :

- le capital structurel externe qui exprime la capacité de l'entreprise à créer de la valeur et à la pérenniser dans ses relations avec les partenaires extérieurs. Il s'agit notamment du capital client, du capital notoriété et image, du capital marques, du capital réseau lié à la distribution, aux fournisseurs, du capital lié à l'environnement et aux structures sociétales (c'est à dire en terme de développement durable) ;
- le capital structurel interne qui exprime la capacité de l'entreprise à créer de la valeur et à pérenniser au travers de sa gestion des risques, de sa recherche et développement, de ses talents de créativité et d'innovation, de gestion et de partage des connaissances (knowledge management) par ses process et son organisation ;
- le capital humain qui exprime la capacité de l'entreprise à créer de la valeur et à la pérenniser par sa force d'attractivité de compétences et de talents ciblés, sa capacité à les fidéliser, à faire s'exprimer les gisements de créativité que ce capital représente au service des clients partenaires de l'entreprise.

Tenir compte du capital immatériel, c'est valoriser le potentiel de croissance de l'entreprise. Cette donnée est susceptible de modifier les calculs de valorisation basés sur l'approche comparative et actuarielle.

Dans quelle mesure le capital immatériel d'une entreprise est-il mesurable (évaluable) ? Cette question fera l'objet d'un développement dans les paragraphes qui suivent. Il s'agira d'édifier nos lecteurs sur les variables qualitatives généralement prises en compte dans la valorisation des données non financières.

Dans une étude menée auprès des analystes en charge d'évaluation d'entreprise et des investisseurs par Eccles et Mavrinac¹ en 1995, on a demandé de classer différents types de données non financières en fonction de leur utilité. Une méthode des scores a été établie par la suite. Celle-ci permettait de classer des éléments « très importants » notés 7 à des variables « pas du tout importante » notée 1. En utilisant ce système de notation, on constate que investisseurs et analystes valorisent plutôt bien les informations relatives aux ressources humaines.

Données qualitatives les plus prisées	Note moyenne	Données qualitatives les moins prisées	Note moyenne
Exécution de la stratégie d'entreprise	6.26	Qualité de direction	4.48
Crédibilité des dirigeants	6.16	Taux de turn-over des salariés	4.42
Qualité de la stratégie d'entreprise	5.92	Services relations investisseurs	4.36
Innovation	5.77	Nombre de réclamation clients	4.32
Aptitude à attirer des salariés	5.61	Qualité du service client	4.29
Part de marché	5.60	Qualité des informations publiées	3.91
Expérience des dirigeants	5.54	Récompense qualité produit	3.53
Qualité de la politique de rémunération	5.48	Récompense qualité processus	3.39
Position dominante en recherche	5.40	Politiques sociales/respect de l'environnement	3.36
Satisfaction des clients	5.34	Ratios de rémunération	3.32

(Source: Robert G. Eccles and Sarah C. Mavrinac, Improving the disclosure process, summer 1995, vol.36, N°4)

Il ressort que les éléments non financiers les plus appréciées sont les mesures qui relèvent de la productivité et de la créativité dans les entreprises. Même si la qualité de la stratégie et des plans d'actions est d'une importance cruciale, on constate qu'un poids plus considérable est accordé à la capacité des équipes dirigeantes à agir et aboutir, c'est à dire finalement à la qualité et au degré d'implication des équipes dirigeantes.

Dans la pratique, sans aller plus loin dans les détails ; pour l'entreprise à évaluer, une note est attribuée pour les variables les plus prisées. Par la suite, des ratios et indicateurs de performances sont calculés et permettent ainsi d'évaluer les données non financières.

¹ Robert G. Eccles and Sarah C. Mavrinac, Improving the disclosure process, summer 1995, vol.36, N°4

Même si l'étude rapportée ci-dessus n'est pas exhaustive, il ne fait aucun doute que les données non financières entrent de plus en plus en ligne de compte dans l'évaluation des entreprises.

En conclusion, les données non financières constituent une forme de capital immatériel difficile à évaluer financièrement. Cependant, ne pas les prendre en compte reviendrait à oublier une partie non moins importante des facteurs explicatifs de la valeur et des performances futures de l'entreprise. Rappelons au besoin que dans le cadre d'une opération d'introduction en bourse, l'investisseur prend un risque sur l'avenir et non sur le passé.

Section 3 : La sous-évaluation des entreprises à l'introduction en bourse

Ibbotson (1975)¹ a été le premier à mettre clairement en évidence l'idée selon laquelle les introductions en bourse réalisent des rentabilités initiales positives à l'introduction. Les études qui ont succédé aux Etats-Unis et dans les autres pays du monde, ont montré que ces rentabilités initiales positives ne sont pas spécifiques aux Etats-Unis mais constituent un phénomène d'une envergure internationale. Nous présentons dans les paragraphes qui suivent les explications de nature théorique qui justifient une telle sous-évaluation.

Cinq explications théoriques de la sous-évaluation ont été formulées : l'hypothèse d'aversion au risque des banquiers conseillers des sociétés, l'hypothèse de pouvoir de monopsonne des banquiers introducteurs, l'hypothèse de bulles spéculatives, l'hypothèse d'assurance et l'hypothèse d'asymétrie d'information.

L'hypothèse d'aversion au risque des banquiers introducteurs

Selon cette hypothèse, les banquiers introducteurs qui conseillent les sociétés sous-évalueraient le prix des titres afin de réduire leurs risques et leurs coûts. En d'autres termes, la sous-évaluation aurait pour objet de réduire la probabilité que la demande de titres soit inférieure à l'offre et les risques qui en découlent. Bien qu'elle ait un certain attrait, cette explication soulève un certain nombre de critiques. La principale critique a trait au fait que la sous-évaluation devrait selon cette hypothèse être beaucoup plus forte pour les introductions selon lesquelles il y a prise ferme que pour celles où les banquiers introducteurs ne font que conseiller la société. Or les études empiriques de Ritter², Husson et Jacquillat³ montrent que c'est l'inverse : c'est pour les introductions avec prise ferme par un syndicat d'émission que la sous-évaluation est la plus faible.

L'hypothèse de pouvoir de monopsonne du banquier introducteur

Certains auteurs dont Ritter⁴ ont suggéré que la sous-évaluation des titres à l'introduction résultait du pouvoir de monopsonne qu'exerceraient les grandes

¹ Ibbotson R.G. (1975), Price performance of common stock new issues, Journal of financial economics, Vol. 2

² J. Ritter, The hot issue market of 1980, Journal of Business, 57 avril 1984.

³ B. Husson et B. Jacquillat, French New issues, Underpricing and alternative methods of distribution, in J. Taylor, Proceeding of a NATO conference on market efficiency, Springer Verlag, 1988

⁴ J. Ritter, The hot issue market of 1980, Journal of Business, 57 avril 1984

banques introductrices vis-à-vis des petites et moyennes entreprises qui s'introduisent en bourse. Les banques auraient intérêt à sous-évaluer les titres de ces sociétés dans la mesure où elles pourraient ensuite les placer auprès de leurs meilleurs clients institutionnels qui empocheraient les plus-values ; clients auprès desquels elles sont en relation d'affaires et à qui elles vendent d'autres services. En d'autres termes, selon l'hypothèse de monopsonne, les banquiers introducteurs sous-évaluent intentionnellement le prix des titres des sociétés car elles récupèrent indirectement la vente qui en résulte. Cette explication suppose une profonde inefficience du marché des introductions en bourse et notamment une méconnaissance des sociétés et de leur valeur.

L'hypothèse des bulles spéculatives

Selon cette hypothèse, les rendements anormaux positifs constatés sur le marché des titres récemment introduits en bourse s'expliqueraient par les achats spéculatifs des investisseurs qui n'auraient pas reçu de titres à l'introduction. En d'autres termes, les prix d'offre des titres introduits seraient en rapport avec leur vraie valeur économique, mais la spéculation s'empare de ces titres après qu'ils soient introduits et poussent leurs prix à des niveaux déraisonnablement élevés. L'hypothèse des bulles spéculatives implique pour être vraie que les rendements anormaux positifs soient suivis de rendements anormaux négatifs. Ce qui ne correspond à aucune évidence empirique comme l'ont montré Jacquillat, Mac Donald, Rolfo¹ et Ritter.

L'hypothèse d'assurance

Selon Tinic², la sous-évaluation sert d'assurance implicite aux banquiers introducteurs qui engagent leur responsabilité civile auprès des investisseurs en « apposant leur sceau de conseiller lors des introductions en bourse » un peu à la manière des auditeurs qui certifient les comptes des sociétés. Pour se prémunir contre les poursuites éventuelles d'investisseurs mécontents, les banquiers pourraient souscrire une police d'assurance. Mais à cause des problèmes de « hasard moral », la prime d'une telle police serait prohibitive. L'écart de sous-évaluation entre le prix de marché et le prix d'offre correspondrait à une prime d'assurance implicite.

L'hypothèse d'asymétrie d'information

Une première explication théorique, due à Rock³, de la sous-évaluation est basée sur l'asymétrie d'information qui existe entre les demandeurs de titres « informés » et « non informés ».

¹ B. Jacquillat, J. Mac Donald et J. Rolfo, L'introduction en bourse des sociétés, 1966-1974. Banque, juin 1979

² S. Tinic, Anatomy of initial public offerings of common stock, Journal of Finance, 43, septembre 1988

³ K. Rock, Why new issues are underpriced ?, Journal of Financial Economics, 15, 1986

Encadré

Rock (1982) présente un modèle selon lequel les sociétés et les banquiers ne connaissent pas exactement la valeur V de l'action à introduire. Les investisseurs non plus. Mais moyennant un coût, ils peuvent la connaître. Ceux qui acceptent de payer un tel coût sont qualifiés d'informés. Ils ne passeront des ordres d'achats que si le prix d'offre P_0 est inférieur à V , contrairement aux investisseurs non informés. Fondamentalement, la sous-évaluation compense les coûts encourus pour devenir fortuné. Et comme l'on peut s'y attendre, plus est grande l'incertitude en ce qui concerne la valeur à introduire, plus grande est la compensation demandée par les investisseurs.

(Source : B. Jacquilat, L'introduction en bourse, PUF, coll. « Que sais-je ? »)

Le modèle de Baron¹ repose sur un type d'asymétrie de l'information totalement différent puisqu'il s'agit de celle pouvant exister entre la société qui s'introduit et son banquier.

Encadré

Baron (1982), affirme que si la firme émettrice et son banquier possédaient des informations équivalentes sur les marchés des capitaux, un prix optimal pourrait être obtenu. Par contre, si la firme émettrice ne connaît pas les conditions du marché, elle est obligée de compenser le banquier afin de le pousser à faire état de ses informations privilégiées. Ceci va éloigner le prix d'offre et l'effort de placement du banquier de l'optimum trouvé précédemment. De plus, la délégation au banquier du choix du prix d'offre est une fonction décroissante de l'incertitude en ce qui concerne la demande future des titres.

(Source : B. Jacquilat, L'introduction en bourse, PUF, coll. « Que sais-je ? »)

Beatty et Ritter² ont, quant à eux, essayé de tester les hypothèses concernant la sous-évaluation en utilisant des données empiriques sur les émissions.

Encadré

Beatty et Ritter (1986) font l'hypothèse qu'il existe un équilibre de sous-évaluation. En effet, si le banquier sous-évalue trop, il va perdre des clients futurs qui s'adresseront aux services d'autres banques introductrices. Par contre si le banquier ne sous-évalue pas assez, il perd des investisseurs potentiels.

Par la suite, Beatty et Ritter montrent de façon empirique que les banques qui s'éloignent du niveau optimal de sous-évaluation perdent par la suite des parts de marché. C'est pourquoi elles essaient de maintenir un niveau de sous-évaluation.

(Source : B. Jacquilat, L'introduction en bourse, PUF, coll. « Que sais-je ? »)

¹ D. Baron, A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues, *Journal of Finance*, 1982

² Beatty et Ritter, Investment banking, reputation and the underpricing initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, 15, p. 213-232.

Il existe donc de nombreuses explications théoriques à la sous évaluation des actions lors de leur introduction en bourse. Le tableau suivant présente pour différentes études réalisées les performances initiales des titres à l'introduction.

Auteurs	Période étudiée	Taille de l'échantillon	Performance initiale
Stoll et Curley	1957	205	Positive (60.6%)
Logue	1965-1969	250	Positive (60%)
Mac Donald et Fischer	1969	142	Positive 1ère semaine : 28.5% 2ième semaine : 34.6% 3ième semaine : 3.1%
Reilly	1972-1975	53	Positive Marché haussier 1ère semaine : 9.9% 1er mois : 8.7% 1ère année : 43.7% Marché baissier 1ère semaine : 10.2% 1er mois : 12.8% 1ère année : 20.4%
Ibbotson	1960-1969	120	Positive
Ibbotson et Jaffe	Même période	Même échantillon	Positive
Chalk et Peavy	1975-1982	400	Positive (plus de 50%)

(Source : B. Jacquilat, L'introduction en bourse. PUF, coll « Que sais-je ? »)

Une étude réalisée par nos soins à la suite d'une collecte de données sur le marché boursier de l'UEMOA permet d'affirmer que dans l'ensemble, l'on y assiste également à une sous-évaluation à l'introduction en bourse. L'étude a consisté à observer sur une période de un mois après leur introduction en bourse (1998) le comportement hebdomadaire d'un échantillon de 31 sociétés. On retiendra que le tableau ci-dessous met en exergue empiriquement la sous évaluation de plus de la moitié des sociétés de l'échantillon lors de l'introduction en bourse.

Performance initiale	1ère semaine	2ième semaine	3ième semaine	4ième semaine
Positives (%)	50.08	51.61	58.06	58.06
Négatives (%)	41.93	48.39	41.94	41.94

(Source : L'auteur)

CONCLUSION PARTIELLE PREMIERE PARTIE

En guise de conclusion à la première partie de ce mémoire, il nous paraît important de mentionner que dans la valorisation financière d'une entreprise, l'usage simultané des méthodes actuarielles et comparatives s'impose. Privilégier exclusivement l'une des approches au profit de l'autre serait ignorer certaines réalités à même de faire ressortir une valorisation qui s'écarte sensiblement du juste prix.

Toutefois, les méthodes d'évaluations sont sujettes à de nombreuses insuffisances. Certaines d'entre elles ont été évoquées. Plus particulièrement, les hypothèses retenues pour l'explication des fréquentes sous-évaluations nous rappellent d'une part que la valorisation d'une entreprise intègre des aspects non-financiers (notoriété de la banque introductrice, démarche marketing...) et d'autre part que l'efficacité des marchés financiers n'est pas totale.

CRSAG - BIBLIOTHEQUE

PARTIE II : APPLICATION DES TECHNIQUES D'EVALUATION SUR LA BOURSE REGIONALE DES VALEURS MOBILIERES D'ABIDJAN

CHAPITRE 1 : LE MARCHE FINANCIER OUEST AFRICAIN

Section 1 : Présentation et organisation du marché financier ouest africain

1.1 : Présentation du marché financier ouest africain

La mise en place d'un marché financier organisé, a été prévue par le traité du 14 novembre 1973 constituant l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA), regroupant au départ sept pays (Bénin, Burkina-Faso, Côte d'Ivoire, Mali, Niger, Sénégal, Togo). L'union s'est par la suite enrichie avec l'adhésion d'un huitième Pays (Guinée-Bissau). En 1991, les autorités monétaires ont entamé des réflexions en vue de la mise en place d'un marché financier unique et efficace pour l'ensemble des Pays de l'Union. En effet, la libéralisation de plus en plus poussée des économies de la zone Monétaire Ouest Africaine exigeait une adaptation des mécanismes de régulation de l'économie, notamment le recours aux instruments indirects de gestion de la monnaie et de mobilisation de l'épargne. En outre, la création d'un espace financier commun à l'ensemble des pays de la sous-région de l'UEMOA apparaissait comme un moyen de renforcer l'intégration régionale pour un développement des échanges commerciaux entre les pays membres. Dès lors, au-delà des divers chantiers d'intégration dans la zone, l'existence d'une Banque Centrale commune (BCEAO), d'une Commission Bancaire commune et désormais d'un marché financier (y compris une Bourse) commun, paraissait l'option appropriée sans minimiser la dimension symbolique qu'elle confère au projet et les économies d'échelle. A partir de cette date, plusieurs expertises ont été utilisées, notamment celle de la France, des Etats Unis d'Amérique, du Canada, de la Banque Mondiale pour réaliser la phase conceptuelle du projet. Aussi le Conseil des Ministres de l'Union a-t-il décidé en décembre 1993 de la création d'un marché financier régional et donné à cet effet mandat à la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) de conduire le projet.

Outre sa principale mission de renforcement de l'intégration des économies des Etats membres et d'accompagnement de la politique économique libérale amorcée dans la zone, le marché financier régional s'est fixé trois objectifs : Le relèvement du taux d'épargne, grâce à la diversification des produits financiers susceptibles de créer les conditions pour la mobilisation accrue de l'épargne intérieure et de capitaux extérieurs ; le renforcement de la structure financière des entreprises qui pourront mobiliser des capitaux à long terme et la réduction des coûts d'intermédiation financière par la mise en relation directe des offres et demandes de capitaux.

1.2 : Organisation du marché financier ouest africain

Les structures du marché financier régional sont classées en deux grands ensembles à savoir :

Un pôle public, constitué du Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF), qui représente l'intérêt général et garantit la sécurité du marché. Un pôle privé, composé de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) et du Dépositaire Central / Banque de Règlement (DC / BR) qui sont statutairement des sociétés privées, mais qui sont investies d'une mission de service public. Le pôle privé comprend également les intervenants commerciaux, notamment les Sociétés de Gestion et d'Intermédiation (SGI), les Sociétés de Gestion de Patrimoine (SGP), les Apporteurs d'Affaires, les Sociétés de Conseil en Investissement Boursier et les Démarcheurs.

a) la bourse régionale des valeurs mobilières

La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) est une société anonyme au capital provenant des Etats de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA), des Sociétés de Gestion et d'Intermédiation (SGI), des Chambres de Commerce et d'Industrie, des Institutions sous-régionales et d'autres personnes ou entreprises privées de l'UEMOA..

La BRVM a en charge l'organisation du marché boursier et la diffusion des informations boursières ; pour cela elle effectue les opérations suivantes : l'inscription des titres à la cote de la Bourse ; la cotation des valeurs mobilières ; la publication des cours et des informations boursières ; la promotion et le développement des valeurs mobilières.

La BRVM est un marché au comptant, centralisé et dirigé par les ordres. La cotation des valeurs est journalière. La bourse Ouest africaine est dotée d'un système électronique et dispose d'un réseau satellite qui permet aux Sociétés de Gestion et d'Intermédiation (SGI) de transmettre les ordres de bourse des différents pays de l'Union vers le site central situé à Abidjan.

La BRVM dispose de deux (2) compartiments pour les actions et d'un (1) compartiment pour les obligations : le premier compartiment des actions est réservé aux sociétés justifiant d'au moins cinq (5) comptes annuels certifiés, d'une capitalisation boursière de plus de cinq cents millions (500.000.000) francs CFA et d'une part de capital diffusé dans le public d'au moins 20% ; le second compartiment des actions est accessible aux sociétés de taille moyenne présentant une capitalisation boursière d'au moins deux cents millions (200.000.000) francs CFA ainsi que deux (2) années de comptes certifiés, et s'engageant à diffuser au moins 20% de leur capital dans le public dans un délai de deux (2) ans ou 15% en cas d'introduction par augmentation de capital. Le compartiment obligataire est accessible aux emprunts obligataires dont le nombre total de titres à l'émission est supérieur à vingt cinq mille (25.000) et le montant nominal de l'émission au moins égal à cinq cents millions (500.000.000) francs CFA.

b) le Dépositaire Central / Banque de Règlement

Le Dépositaire Central/Banque de Règlement (DC/BR) est une Société Anonyme (distincte de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières) avec un capital provenant des mêmes sources que celles du capital de la BRVM.

Le DC/BR est chargé de la conservation et de la circulation des valeurs mobilières. Il agit aussi bien pour le compte des émetteurs que celui des intermédiaires financiers agréés par le Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers. Il fait office de Banque de Règlement et peut détenir des encaisses des négociateurs (comptes espèces). Dans l'organisation du DC/BR, la fonction de Banque de Règlement est déléguée à une banque commerciale. Le DC/BR assure les missions suivantes :

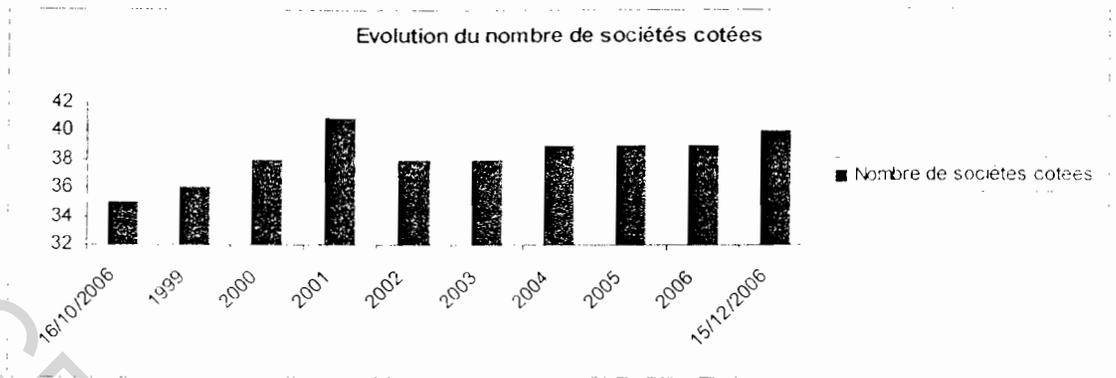
- la centralisation de la conservation des comptes titre pour le compte de ses adhérents ;
- le dénouement des opérations de bourse, en organisant pour chaque Société de Gestion et d'Intermédiation (SGI), la compensation valeur par valeur entre les titres achetés et vendus; le règlement des soldes résultant des compensations relatives aux opérations de marché et le paiement des produits (intérêts, dividendes, etc.) attachés à la détention des valeurs mobilières ;
- la mise en œuvre du fonds de garantie du marché en cas de défaillance d'un intervenant ;
- Les titres inscrits en compte chez le Dépositaire Central sont dématérialisés pour en faciliter la circulation, et réduire les risques dans la conservation et la gestion de ces titres. Les opérations du marché financier sont dénouées de manière électronique à J+5 (jour de négociation plus cinq (5) jours ouvrés).

Le marché financier de l'UEMOA étant régional (il regroupe 8 pays), il a été jugé utile de doter chacun des Etats membres d'une Antenne Nationale de Bourse reliée chacune au site central de la bourse régionale par un réseau satellite. L'objectif étant de centraliser la transmission des ordres de bourse, de diffuser au plan local les informations du marché et d'en assurer la promotion.

1.3 : Performances et perspectives de la BRVM

Au démarrage de ses activités le 16 septembre 1998, la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières comportait 35 sociétés, toutes ivoiriennes. Au fil des ans l'on a enregistré l'arrivée d'entreprises sénégalaise (SONATEL), nigérienne (Bank Of Africa Niger) et béninoise (Bank Of Africa Bénin). Dernière entreprise introduite en date (le 11 septembre 2006) Ecobank Transnational Incorporated une société de holding bancaire togolaise qui porte le nombre d'entreprises cotées à la BRVM à 40 contre 32 sociétés cotées au Ghana Stock Exchange (Bourse des valeurs du Ghana) et 191 listées sur le Nigeria Stock Exchange (bourse des valeurs du Nigeria).

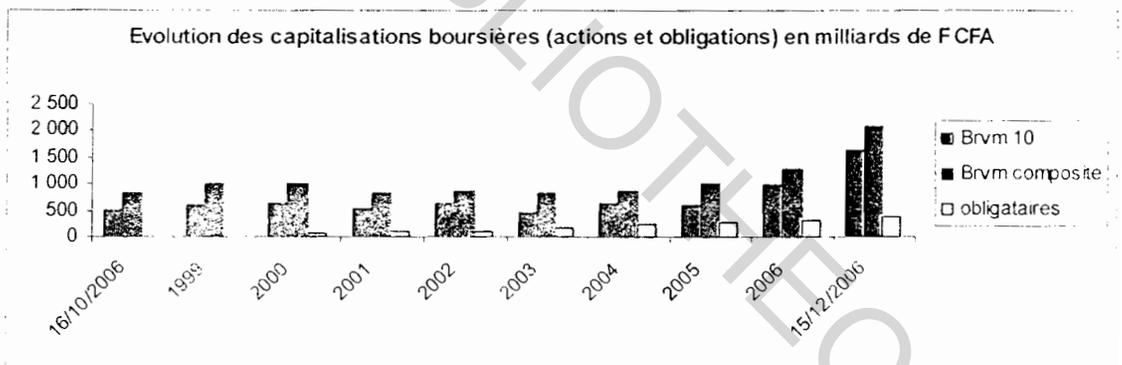
Le graphique qui suit retrace l'évolution du nombre d'entreprises listées sur la bourse régionale depuis 1998.



(Source : BRVM)

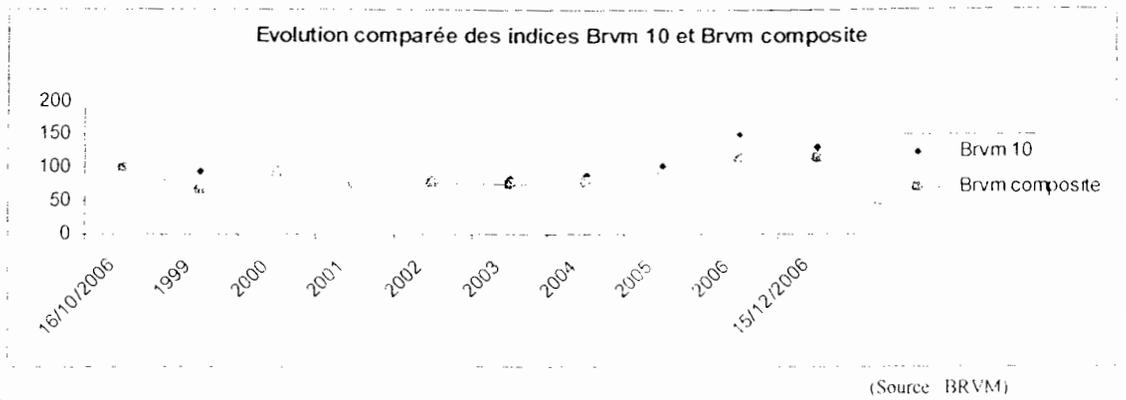
Parallèlement, la capitalisation boursière de l'ensemble du marché ainsi que celle des dix sociétés les plus actives (représentée par l'indice Brvm 10) a fortement évolué. Il en est de même pour la capitalisation obligataire. Pour ce qui est du marché action dans son ensemble, la capitalisation a progressé de 148% sur la période allant du démarrage des activités de la BRVM (16 septembre 1998) au 15 décembre 2006 et s'établit à F CFA 2 075 milliards. Sur cette même période, la capitalisation du Brvm 10 enregistre un gain de 225% et se chiffre à F CFA 1 635 milliards. Il en est de même du marché obligation (+351% à F CFA 374 milliards).

L'évolution des capitalisations boursières (actions et obligations) est représentée ci-après.



(Source : BRVM)

Depuis le démarrage des activités de la BRVM, les indices synthétiques Brvm composite et Brvm 10 (base 100 au 16 septembre 1998) ont constamment terminé l'année en dessous de la barre des 100 points indiquant une contre performance du marché dans son ensemble, en référence au 16 septembre 1989. Cependant, depuis l'année 2005, les indices ont passé la barre des 100 points matérialisant un retour à la croissance sur la BRVM.



Ce retour à la croissance des indices boursiers sur la BRVM reste toutefois timide en comparaison aux deux autres bourses de la sous région. En effet, la progression de l'indice synthétique du marché (Brvm composite) est de +0.45% (janvier 2006 au 15 décembre 2006) contre 4.96% sur le Ghana Stock Exchange et 36.09% sur le Nigeria stock Exchange pour la période sous revue.

Afin de consolider la croissance amorcée sur la BRVM et lui permettre de jouer pleinement son rôle de catalyseur de financements en faveur des économies de l'union, il a été décidé avec l'appui de partenaires extérieurs de la mise sur pied d'un projet de développement du marché financier de l'UEMOA. Il a été retenu à cet effet d'initier des actions visant à améliorer le cadre de fonctionnement des activités de la bourse. L'on pourrait citer entre autres :

- Le développement de la culture boursière et la sensibilisation des acteurs de la sous région ;
- La disponibilité et la diffusion de l'information relative aux activités du marché ;
- La diversification du système financier et des produits offerts aux épargnants ;
- Le renforcement de la capacité d'expertise et du professionnalisme des acteurs du marché ;
- L'harmonisation au niveau de l'UEMOA de la fiscalité des valeurs mobilières ;
- La réforme et la diversification des mécanismes de garantie qu'exige le développement du marché.

La réussite de ce programme devrait augurer de perspectives meilleures pour le marché émergent de l'UEMOA.

Section 2 : Le concept de marché émergent

2.1 : Définition d'un marché émergent

A l'heure actuelle, il n'existe pas de définition universellement acceptée du concept de marché émergent. Les définitions varient d'une structure à une autre. Au nombre des organismes ayant définis des critères permettant de qualifier et circonscrire la notion de marché émergent, l'on pourrait citer entre autres la Société Financière Internationale (SFI) ou aussi les fournisseurs d'indices tels Morgan Stanley Capital international (MSCI) et Standard and Poor (S&P).

Dans l'ensemble, la notion de marché émergent est liée à certains éléments comme la taille (PIB, capitalisation boursière), la richesse par habitant, la liquidité, le degré d'ouverture, la corruption et la qualité de gouvernance, ... etc. C'est par la prise en compte simultanée des notions citées précédemment que l'on établit des critères à même de discriminer les marchés émergents de ceux dits développés. Force est de constater que la tâche est ardue, vu l'étendue vaste des critères qu'il est difficile de satisfaire simultanément.

L'ensemble des marchés émergents considérés par les fournisseurs d'indices tels S&P ou MSCI ne forment pas un ensemble homogène et cachent des réalités fort différentes. A titre d'exemple, un large fossé peut séparer le marché ayant la plus importante capitalisation boursière et celui ayant la plus faible. Les critères qui caractérisent les marchés émergents peuvent également diverger de manière importante d'un pays à l'autre.

De plus, les frontières du groupe des marchés émergents ne sont pas étanches. En effet, les marchés émergents les plus importants en termes de capitalisation boursière peuvent à bien des égards se qualifier de marchés aussi développés que les plus petits des marchés développés. Toute chose qui accentue la difficulté à trouver une définition juste au marché émergent et le distinguer de ceux dits développés.

Pour la SFI, plusieurs critères aussi bien quantitatifs que qualitatifs concourent à qualifier un marché d'émergent.

Pour qualifier un pays d'émergent, la SFI considère que le PIB par habitant doit être en dessous d'un certain seuil durant trois années consécutives. Ce seuil restrictif de trois années consécutives fut basé en 1995 à un PIB de 9,385 dollars US par habitant. Ce critère n'est cependant pas assez exhaustif pour définir un pays émergent.

La seconde caractéristique quantitative est un ratio d'investissement sur la place boursière : La capitalisation boursière ouverte à l'investissement étranger / PIB. Pour figurer dans l'indice des pays émergents, le ratio du pays doit être, durant trois années consécutives, quasi équivalent à la moyenne de ces mêmes ratios calculés sur les pays développés.

D'autre part des restrictions pour les investisseurs étrangers ne doivent pas exister dans les pays développés. Ce qui induit donc que les pays ne satisfaisant pas aux critères quantitatifs précédents pour être classés pays développés seront requalifiés au rang de pays émergents. Les restrictions peuvent être des limitations d'accès au marché par les investisseurs étrangers, une implication importante de l'Etat dans les sociétés cotées.

La SFI utilise d'autres critères qualificatifs pour désigner un marché émergent ; la qualité des autorités de régulation de marché, la transparence ou le niveau de la réglementation comptable doit être suffisante.

En l'absence d'une définition formelle, une question fondamentale se pose : sur quelles bases se fonde-t-on pour établir qu'un marché peut être qualifié d'émergent ? S'il n'existe pas de définition qui fasse consensus, il y a tout de même plusieurs caractéristiques qui permettent de qualifier les marchés d'émergent. Citons en quelque unes.

2.2 : Caractéristiques générales d'un marché émergent

La principale caractéristique des marchés est l'existence d'un couple rendement/risque élevé. Les perspectives de gains sont essentiellement liées à celle de la forte croissance économique des pays dans lesquels ces marchés opèrent. Les risques observés sur ces marchés combinent des risques traditionnels, propres à toute activité d'investissement, mais également les risques spécifiques dus au caractère émergent de ces marchés.

L'instabilité des capitaux investis et l'inflation mal maîtrisée

Pour combler leurs retards les pays émergents ont recours aux investisseurs étrangers selon qu'ils sont plus ou moins ouverts à la mondialisation. Certains de ces pays se sont ouverts sur l'économie mondiale puis ont adopté une politique protectionniste face à certaines crises et ont accru leurs barrières financières. D'autres par contre, comme les anciens régimes communistes, se sont ouverts tardivement et ont soudainement dû s'intégrer dans une économie mondiale libérale. Ce qui donne des à-coups d'investissements sur certains pays en raison des faibles coûts de production de ces économies où le niveau de vie est très faible.

En outre, des problèmes de mouvement de capitaux se font jour dans divers cas : soit par effet protectionniste d'un pays pour limiter l'inflation par exemple, soit par protectionnisme dû à un changement politique, soit par le fait que des économies se sont développées trop vite et dont les investisseurs déplacent les capitaux vers des pays moins chers, soit lors de crises économiques mondiales.

L'accentuation des cycles économiques dans les pays émergents rend donc plus difficile la maîtrise de l'inflation. L'impact des retraits de capitaux crée des problèmes de gestion économique d'un pays. Les problèmes de dettes extérieures engendrent souvent des déficits de la balance courante. Ce qui donne des effets de réduction de la production et engendre de l'inflation par déstabilisation de l'offre vis à vis de la demande.

Les risques politiques

L'instabilité politique reste une menace dans les pays émergents. L'hypothèse d'un renversement des pouvoirs en place plane sur de nombreux pays. Couramment définis comme imprévisibles, les risques politiques recouvrent cinq faits générateurs de sinistres : le risque catastrophique, le risque de non-paiement d'un débiteur de statut public, le risque de non-transfert, le risque de changement de réglementation et enfin le risque de nationalisation lié à des chocs politiques. A ce sujet, l'instabilité politique qui prévaut en Côte d'Ivoire depuis 1999 est caractéristique des marchés émergents.

Par ailleurs les marchés émergents étant des marchés jeunes, les investisseurs manquent de repères pour analyser toutes les conséquences d'un choc politique ou social. En fait, au fur et à mesure que les pays ouvrent leur marché aux capitaux étrangers, il leur est difficile de revenir en arrière. Un faux pas ou un manque de clarté dans la politique suivie est immédiatement sanctionné et peut entraîner une sortie de capitaux dommageables pour l'économie.

Le risque opérationnel

Le risque opérationnel recouvre un certain nombre de difficultés rencontrées par les investisseurs : un manque de fiabilité de l'information, une protection insuffisante du droit des actionnaires et des investisseurs, une transparence partielle du système financier, et enfin une absence de sécurité lors des opérations de règlement/livraison et de conservation de titres. Le risque opérationnel est un obstacle qui nuit à la popularité des marchés émergents auprès des investisseurs internationaux.

En l'occurrence, peu nombreux sont les pays qui appliquent les recommandations en matière de compensation et de conservation de titres : le développement des dépositaires centraux, la livraison contre paiement (DVP : delivery vs payment), un délai de règlement en $J + 3$. Le respect de ces dispositions simplifierait bien entendu la tâche des conservateurs de titres et attirerait plus d'investisseurs. Précisément les dates de valeur dans les pays d'Amérique latine sont, à quelques exceptions près, de l'ordre de $j + 2$ à $j + 5$, alors qu'en Asie le délai de règlement varie de quelques jours à un mois. A titre d'exemple, les délais entre les dates de négociation et de règlement en Inde et au Pérou dépassent parfois trois semaines. Le rôle du conservateur est donc crucial sur les marchés émergents où le système de compensation et de conservation demeure fréquemment inefficace.

La fiabilité de l'information

Les marchés émergents ont souvent des standards comptables peu formalisés, et des principes sous-jacents différents de ceux qui prévalent sur les marchés développés. Limitée, l'information sur les sociétés n'est souvent disponible que seulement longtemps après la fin de l'exercice (publication tardive sur la BRVM des rapports semestriels et annuels). En outre, des dates de fin d'exercice changeantes rendent toute comparaison difficile. Plusieurs méthodes comptables particulières peuvent être relevées. Elles concernent l'amortissement, les méthodes

d'inventaire, les impôts différés, les principes de consolidation, les réserves facultatives, les ajustements du fait de l'inflation.

Sur le plan fiscal les pays sont souvent imaginatifs. Des procédures fiscales sont mises en place selon que le pays veut se protéger plus ou moins des investisseurs étrangers. Pour limiter les excès d'investissement la fiscalité sera plus restrictive ou plus souple si le pays veut attirer des capitaux. Évidemment comme ce sont des pays souvent éloignés et mal connus sur le plan international, la connaissance de ces lois fiscales et normes comptables sont difficiles à obtenir. De la même manière les documents comptables des sociétés cotées sont dans beaucoup de cas difficiles à se procurer. Cependant, même s'ils sont disponibles pour les plus grandes sociétés, la méconnaissance des normes du pays permet difficilement de retraiter ces documents pour analyser la société sur les mêmes bases que les pays développés. De ce constat, l'investissement sur ces sociétés est plus risqué.

Risque de liquidité

La liquidité d'un marché exprime la capacité à réaliser des volumes d'échanges important sans faire décaler les cours. Dans son acception la plus restreinte, la liquidité exprime la possibilité de trouver à tout instant sur le marché les titres souhaités à l'échange.

Le risque de liquidité n'est pas propre aux pays émergents mais il en est néanmoins un trait majeur, tant il est vrai que l'aspect émergent de ces marchés se manifeste par leur étroitesse à tout point de vue : nombre limité de titres, d'intervenants et de surface financière, contraintes réglementaires, insuffisance d'épargne locale. Le manque de liquidité fait que les investisseurs encourent le risque d'être pris au piège d'achats de titres devenus invendables et contraints à une logique d'investissement à long terme. Ce risque de liquidité est d'autant plus critique que, par essence, il n'est pas diversifiable. En contrepartie, les titres émergents offriraient une rentabilité plus attractive.

L'illiquidité des marchés émergents se manifeste par la concentration de la capitalisation boursière sur un faible nombre de titres. Alors que les 10 premières valeurs du marché ne représentent que 13 % de la capitalisation boursière américaine, elles représentent respectivement 30% de la capitalisation indonésienne, 74 % de la capitalisation vénézuélienne. Le tableau ci-après présente l'évolution de la capitalisation des 10 premières valeurs du marché pour les fins de mois de l'année 2006 sur la bourse ouest africaine.

	Janv.	Févr.	Mars	Avril	Mai	Juin	Juill.
Valeurs des 10 premières capitalisations en milliards	1 297	1 325	1 349	1 369	1 315	1 294	1 253
Valeurs des 10 premières capitalisations en % du marché	86.08 %	86.58 %	86.32 %	86.26 %	85.58 %	84.68 %	84.54 %

(Source : BRVM)

A la concentration des cotes sur les marchés émergents correspond celle des volumes d'échanges : le volume d'échange réalisé sur les 10 titres les plus actifs représente 81 % du volume d'échanges total du Venezuela, 35 % en Indonésie, 56 % au Mexique, 36 % au Brésil et 33 % en Pologne. Sur le marché ouest africain, la concentration des volumes d'échanges sur un faible nombre de titres est assez remarquable comme le montre les statistiques suivantes pour l'année 2006.

	Janv.	Févr.	Mars	Avril	Mai	Juin	Juill.
Volumes échangés sur les 10 premiers titres actifs	34 722	77 965	103 444	29 354	59 860	51 873	45 621
Valeurs des 10 titres actifs en % du total des transactions	92.05 %	95.23 %	96.34 %	92.43 %	91.76 %	95.84 %	94.53 %

(Source : BRVM)

Au terme du premier chapitre de la seconde partie de notre mémoire, il convient de préciser que les paragraphes s'y afférents ont porté sur la présentation du marché financier de l'UEMOA, la définition des marchés émergents ainsi que la présentation de certaines de ses caractéristiques.

Afin de fixer les idées quant à la qualification du marché financier de l'UEMOA d'émergent, nous avons particulièrement fait allusion à l'instabilité politique (notamment en Côte d'Ivoire) et au risque de liquidité des titres cotés à la BRVM.

CHAPITRE 2 : CAS PRATIQUES D'EVALUATION D'ENTREPRISES SUR LA BRVM

Section 1 : Présentation des hypothèses retenues pour l'évaluation

Après avoir théoriquement présenté les méthodes d'évaluation d'entreprise, nous en arrivons à une application pratique. Bien avant, nous allons procéder à un bref rappel utile.

Il existe plusieurs pratiques en matière d'évaluation financières. Celles-ci se classent en deux grandes méthodes : les méthodes actuarielles et celles dites des comparables.

Les méthodes actuarielles partent du business plan de l'activité. Elles consistent à évaluer la valeur de l'entreprise sur la base de ses prévisions financières, actualisées au taux de rentabilité exigé par les investisseurs.

Les grandes étapes des méthodes actuarielles sont les suivantes :

- Calcul des flux financiers futurs à court terme (5 ans environ) ;
- Estimation du taux de croissance des flux futurs à long terme (flux à l'infini) ;

- Détermination du taux d'actualisation ; le WACC (Weighted Average Cost of Capital) ou CMPC (Coût Moyen Pondéré du Capital) qui est le taux de rentabilité exigé par l'ensemble des investisseurs (actionnaires ou créanciers). Ce taux de rentabilité permet d'actualiser les flux, c'est-à-dire calculer la valeur présente (ou actuelle) des flux futurs. Le calcul est le suivant où k désigne le WACC.

$$Valeur = \sum \frac{Flux_t}{(1+k)^t}$$

Les méthodes comparables privilégient une évaluation sur la base des niveaux de valorisation (multiples) observés pour des sociétés comparables suivant des références transactionnelles ou les secteurs d'activités en général.

$$Valeur = Multiple * Solde Comparable$$

Les déterminants des multiples sont les taux d'intérêts, les perspectives de croissance et de rentabilité de l'entreprise compte tenu de son niveau de risque opérationnel et financier.

Les grandes étapes de cette méthode sont les suivantes :

- La détermination des sociétés comparables ;
- Le calcul des multiples. Ce chiffre se traduit par exemple par « cette entreprise vaut x fois son chiffre d'affaires, son résultat d'exploitation ou autre ».

Afin de procéder à l'évaluation de certaines sociétés lors de leur introduction sur le marché financier de l'UEMOA, nous avons décidé comme il est conseillé d'utiliser cumulativement les méthodes actuarielles et comparatives.

Concernant les méthodes actuarielles, il a été retenu celle dite de l'actualisation des « free cash flows ». Pour rappel, le calcul du cash flow est le suivant :

$$free\ cash\ flow = EBE - Variation\ du\ BFR - Investissement\ Net - Im\ pôt\ Normatif$$

Pour ce qui est des méthodes des comparables, nous avons volontairement exclu la référence à des méthodes transactionnelles. Un choix qui s'explique par l'étroitesse du marché des transactions d'entreprises sur la BRVM. En effet, il n'est pas courant d'assister à des fusion-absorption, des fusion-acquisition, des rachats d'entreprises ou des offres publiques d'achat. La rareté sur ce type de marché induit un manque de visibilité quand à tout recours à des références liées à ce type de transaction financières.

Notre choix s'est porté sur la comparaison par rapport à d'autres sociétés cotées, en tenant compte du secteur d'activité de l'entreprise à évaluer.

Les multiples retenus sont :

- Valeur d'entreprise / Chiffre d'affaires, noté VE / CA ;
- Valeur d'entreprise / Résultat d'Exploitation, noté VE / R. Expl. ;
- Valeur d'entreprise / Excédent Brut d'Exploitation, noté VE / EBE,
- Le Price Earning Ratio.

Les données comptables ou financières (CA, R.Expl., EBE, PER) qui seront utilisées par la suite sont celles des douze derniers mois précédents l'introduction en bourse de la société à qui elles sont comparées.

Nous avons choisit d'évaluer avec nos hypothèses trois entreprises au moment de leur introduction en bourse. Elles ont été volontairement sélectionnées dans des secteurs d'activités différents (Industrie, Agriculture, Télécommunication).

Les entreprises à évaluer sont la Société Ivoirienne Oxygène et d'Acétylène (SIVOA CI) ; la Palmindustrie (PALM CI) et la Société Nationale de Télécommunication (SONATEL SN).

Le tableau qui suit présente les sociétés à évaluer suivant leur secteur d'activité ainsi que leurs cours à l'introduction.

Entreprise	Secteur à la BRVM	Entrée en bourse	Cours de référence	Cours à l'introduction
SIVOA CI	Industrie	19 avril 1999	6 000	9 995
PALM CI	Agriculture	18 octobre 1999	6 000	8 000
SONATEL SN	Services Publics	02 octobre 1998	19 500	22 000

(Source BRVM)

Afin de procéder à la méthode comparative, nous avons défini un échantillon de sociétés déjà introduites en bourse au moment où les sociétés à évaluer dans ce document entamait à leur niveau leur entrée sur le marché financier.

Le tableau ci-dessous présente l'échantillon qui nous servira de référence par la suite.

	CA	R. Expl.	EBE	Résultat net	BNPA	Cours
Industrie						
SICABLE CI	8 816	1 338	3 451	979	6 615	56 550
FILTISAC CI	25 168	5 254	5 438	3 924	2 968	22 490
NESTLE CI	83 879	11 368	13 624	6 257	5 670	76 020
SAEC CI	3 537	-223	131	-386	-1 919	8 800
SIVOA CI	6 478	1 583	1 799	1 031	1 180	
SOLIBRA CI	73 318	10 996	16 107	5 833	14 192	199 995
SMB CI	21 184	1 746	2 097	920	1 888	18 800
SITAB CI	65 649	9 519	12 235	7 024	7 824	83 250
TRITURAF CI	28 832	1 408	3 521	1 081	1 039	9 995
UNILEVER	118 352	9 644	13 322	8 557	5 313	41 620
UNIWAX CI	24 522	3 192	3 794	1 999	5 711	79 215
Secteur Sces Publiques						
SONATEL SN	80 135	42 644	47 308	36 246	3 624	
Secteur Agriculture						
PALM CI	68 674	10 269	17 162	4 337	1 084	
PHCI	3 394	-376	-34	-586	-1 465	7 495
SICOR CI	8 748	816	1 964	562	1 873	11 800
SOGB CI	16 635	1 375	4 442	579	268	6 000
SAPH CI	14 508	-3 810	-1 669	-4 024	-966	5 300

(Source : Rapports annuels des sociétés)

Les données ci-dessus sont exprimées en millions de francs excepté le BNPA (bénéfice net par action) et le cours de l'action.

Bien évidemment, les données affichées sont celles de l'exercice précédent l'introduction en bourse de la société à évaluer. Quant au cours affiché, il s'agit de celui issu du fixing le jour de l'introduction en bourse.

Section 2 : Evaluation d'entreprise

2.1 : Evaluation à l'introduction de l'action SIVOA CI

La Société Ivoirienne d'Oxygène et d'Acétylène (SIVOA CI) s'est introduite au premier compartiment du marché action de la BRVM le 19 avril 1999 à F CFA 9 995. Son domaine d'activité est la production d'oxygène, d'azote, d'acétylène et autres gaz à des fins industrielles ou médicales. Elle est inscrite au secteur industrie. Son capital se divise en 873 400 actions.

2.1-a) Application de la méthode des comparables

	VE / CA	VE / EBE	VE / R. Expl.	PER
Industrie				
SICABLE CI	1.09	2.80	7.21	8.55
FILTISAC CI	1.25	5.77	5.97	7.58
NESTLE CI	1.25	7.67	9.19	13.41
SAEC CI	1.07	28.78		
SOLIBRA CI	1.37	6.24	9.14	14.09
SMB CI	0.91	9.16	11.00	9.96
SITAB CI	1.22	6.57	8.44	10.64
TRITURAF CI	0.44	3.59	8.97	9.62
UNILEVER	0.77	6.82	9.43	7.83
UNIWAX CI	1.41	9.10	10.82	13.87

(Source: Rapports annuels des sociétés)

Les ratios VE / R.Expl. et PER n'ont pas été calculés pour la valeur SAEC CI. L'explication est que le résultat net de l'entreprise ainsi que son résultat d'exploitation sont négatifs.

Le tableau qui suit présente la moyenne du secteur pour les ratios qui seront utilisés dans la valorisation de l'entreprise. Seront également représentés le chiffre d'affaires, l'excédent brut d'exploitation, le résultat d'exploitation ainsi que le bénéfice net par action de l'entreprise à évaluer pour l'année précédent son introduction en bourse.

Pour le calcul du ratio VE / EBE moyen du secteur industrie, nous n'avons pas pris en compte celui de l'entreprise SAEC CI qui s'écarte fortement de la tendance des entreprises du secteur.

	VE / CA	VE / EBE	VE / R. Expl.	PER
Moyenne secteur Industrie (I)	1.08	6.49	8.91	10.62
	CA	EBE	R. Expl.	BNPA
SIVOA CI (II)	6 478	1 598	1 583	1 180

(Source : L'auteur)

Au vu des ratios comparatifs, des valeurs comptables de SIVOA CI et de son endettement, les différentes valeurs de l'entreprise sont les suivantes :

NB : Les chiffres qui suivent sont exprimés en millions, à l'exception de la valeur des capitaux propres par action

	VE / CA	VE / EBE	VE / R. Expl.	PER
Valeur de SIVOA CI (I) * (II) = (III)	6 996	10 380	14 105	12 532
Valeur de la dette (IV)	25			
Valeur des capitaux propres (III) - (IV)	6 971	10 355	14 080	
Valeur des capitaux propres par action	7 982	11 856	16 120	12 532

(Source : L'auteur)

2.1-b) Application de la méthode des flux actualisés

Nous avons élaborés certaines hypothèses afin de déterminer les taux de croissance des flux et les taux d'actualisation.

Le calcul du flux financier pour l'exercice précédent l'introduction en bourse est le suivant :

Excédent brut d'exploitation : F CFA 1 598

Investissement net des désinvestissements : F CFA - 5

Variation du besoin en fonds de roulement : F CFA 88

Impôts : F CFA 615

Flux (A-B-C-D): F CFA 900

NB: les chiffres sont en millions. Il en est de même pour les tableaux qui suivent, exception faite de la valeur des capitaux propres par action

Pour le calcul de la valeur terminale, nous avons fait l'option de la perpétuité croissante.

Hypothèses n° 1

Taux d'actualisation : 20%

Taux de croissance des flux financiers : 5%

Taux de croissance de la valeur résiduelle : 2%

Année	1	2	3	4	5
Flux	900	992	1 042	1 094	1 149
Flux actualisé	750	689	603	528	462
Cumul des flux actualisés	750	1 439	2 042	2 570	3 031
Valeur résiduelle	1 206				
Valeur résiduelle actualisée (I)	6 834				
Cumul total des flux actualisés (II)	3 031				
Valeur de l'entreprise (I)+(II)= (III)	9 866				
Valeur de la dette (IV)	25				
Valeur des capitaux propres (III)-(IV)	9 841	Le nombre total d'actions SIVOA CI est de 873 400			
Valeur des capitaux propres par action	11 267				

(Source : L'auteur)

Selon ces hypothèses, le prix de l'action est de F CFA 11 267

Hypothèses n° 2

Taux d'actualisation : 18%

Taux de croissance des flux financiers : 3%

Taux de croissance de la valeur résiduelle : 2%

Année	1	2	3	4	5
Flux	900	955	983	1 013	1 043
Flux actualisé	763	686	599	522	456
Cumul des flux actualisés	763	1 448	2 047	2 569	3 026
Valeur résiduelle	1 075				
Valeur résiduelle actualisée (I)	6 851				
Cumul total des flux actualisés (II)	3 026				
Valeur de l'entreprise (I)+(II)= (III)	9 876				
Valeur de la dette (IV)	25				
		Le nombre total d'actions SIVOA CI est de			
Valeur des capitaux propres (III)-(IV)	9 851	873 400			
Valeur des capitaux propres par action	11 279				

(Source : L'auteur)

Selon ces hypothèses, le prix de l'action est de F CFA 11 279

Hypothèses n° 3

Taux d'actualisation : 17%

Taux de croissance des flux financiers : 3%

Taux de croissance de la valeur résiduelle : 2%

Année	1	2	3	4	5
Flux	900	955	983	1 013	1 043
Flux actualisé	769	698	614	541	476
Cumul des flux actualisés	769	1 467	2 081	2 621	3 097
Valeur résiduelle	1 075				
Valeur résiduelle actualisée (I)	7 308				
Cumul total des flux actualisés (II)	3 097				
Valeur de l'entreprise (I)+(II)= (III)	10 405				
Valeur de la dette (IV)	25				
		Le nombre total d'actions SIVOA CI est de			
Valeur des capitaux propres (III)-(IV)	10 380	873 400			
Valeur des capitaux propres par action	11 884				

(Source : L'auteur)

Selon ces hypothèses, le prix de l'action est de F CFA 11 884

2.2 : Evaluation à l'introduction de l'action PALM CI

La société Palminindustrie de côte d'ivoire (PALM CI) s'est introduite au second compartiment du marché action de la BRVM le 18 octobre 1999 au cours de F CFA 8 000. Son domaine d'activité gestion de plantations industrielles et l'encadrement de plantations villageoises en vue de la production d'huiles de palmes et de palmistes. Elle est inscrite au secteur agriculture. Son capital se divise en 4 000 000 actions.

2.2-a) Application de la méthode des comparables

	VE / CA	VE / EBE	VE / R. Expl.	PER
Secteur Agriculture				
PHCI	1.86			
SICOR CI	0.71	3.15	7.64	6.30
SOGB CI	0.92	3.49	11.10	22.39
SAPH CI	2.87			

(Source : Rapports annuels des sociétés)

Les ratios VE / R.Expl., VE / EBE et PER n'ont pas été calculés pour les entreprises PH CI et SAPH CI. Cette option s'est imposée compte tenu des valeurs comptables négatives (excédent brut d'exploitation, chiffre d'affaires et résultat net).

Le tableau qui suit présente la moyenne du secteur pour les ratios qui seront utilisés dans la valorisation de l'entreprise. Seront également représentés le chiffre d'affaires, l'excédent brut d'exploitation, le résultat d'exploitation ainsi que le bénéfice net par action de l'entreprise à évaluer pour l'année précédent son introduction en bourse.

Dans la valorisation finale de l'entreprise, nous n'avons tenu compte de la méthode du Price Earning Ratio (PER). Nous justifions cette décision par le grand écart existant entre le PER affiché par SICOR CI (6.30) et celui de SOGB CI (22.39).

	VE / CA	VE / EBE	VE / R. Expl.	PER
Moyenne secteur Agriculture (I)	1.59	3.32	9.37	14.34
	CA	EBE	R. Expl.	BNPA
PALM CI (millions) (II)	27 281	15 044	24 054	3 887

(Source : L'auteur)

Au vu des ratios comparatifs, des valeurs comptables de SIVOA CI et de son endettement, les différentes valeurs de l'entreprise sont les suivantes :

NB : Les chiffres qui suivent sont exprimés en millions, à l'exception de la valeur des capitaux propres par action

	VE / CA	VE / EBE	VE / R. Expl.	PER
Valeur de PALM CI (I) * (II) = (III)	96 095	49 975	63 622	6 252
Valeur de la dette (IV)	40 812			
Valeur des capitaux propres (III)-(IV)	55 283	9 163	22 810	
Valeur des capitaux propres par action	13 821	2 291	5 703	6 252

(Source : L'auteur)

2.2-b) Application de la méthode des flux actualisés

Nous avons élaborés certaines hypothèses afin de déterminer les taux de croissance des flux et les taux d'actualisation.

Le calcul du flux financier pour l'exercice précédent l'introduction en bourse est le suivant :

Excédent brut d'exploitation : F CFA 15 044 ;

Investissement net des désinvestissements : F CFA 6 149 ;

Variation du besoin en fonds de roulement : F CFA 1 855 ;

Impôts : F CFA 1 640.

Flux (A-B-C-D): F CFA 5 400

NB: les chiffres sont en millions. Il en est de même pour les tableaux qui suivent, exception faite de la valeur des capitaux propres par action

Pour le calcul de la valeur terminale, nous avons fait l'option de la perpétuité croissante.

2.2-b.1) Hypothèse n° 1

Taux d'actualisation : 16%

Taux de croissance des flux financiers : 5%

Taux de croissance de la valeur résiduelle : 4%

Année	1	2	3	4	5
Flux	5 400	5 954	6 251	6 564	6 892
Flux actualisé	4 655	4 424	4 005	3 625	3 281
Cumul des flux actualisés	4 655	9 080	13 084	16 710	19 991
Valeur résiduelle	7 237				
Valeur résiduelle actualisée (I)	62 716				
Cumul total des flux actualisés (II)	19 991				
Valeur de l'entreprise (I)+(II)= (III)	82 707				
Valeur de la dette (IV)	40 812				
Valeur des capitaux propres (III)-(IV)	41 895	Le nombre total d'actions PALMCI est de 4 000 000			
Valeur des capitaux propres par action	10 474				

(Source : L'auteur)

Selon ces hypothèses, le prix de l'action est de F CFA 10 474

2.2-b.2) Hypothèse n° 2

Taux d'actualisation : 15%

Taux de croissance des flux financiers : 4%

Taux de croissance de la valeur résiduelle : 3%

Année	1	2	3	4	5
Flux	5 400	5 841	6 074	6 317	6 570
Flux actualisé	4 696	4 416	3 994	3 612	3 266
Cumul des flux actualisés	4 696	9 112	13 106	16 718	19 984
Valeur résiduelle	6 833				
Valeur résiduelle actualisée (I)	58 648				
Cumul total des flux actualisés (II)	19 984				
Valeur de l'entreprise (I)+(II)= (III)	78 632				
Valeur de la dette (IV)	40 812				
Valeur des capitaux propres (III)-(IV)	37 820	Le nombre total d'actions PALMCI est de 4 000 000			
Valeur des capitaux propres par action	9 455				

(Source : L'auteur)

Selon ces hypothèses, le prix de l'action est de F CFA 9 455

2.2-b.3) Hypothèse n° 3

Taux d'actualisation : 14%

Taux de croissance des flux financiers : 4%

Taux de croissance de la valeur résiduelle : 3%

Année	1	2	3	4	5
Flux	5 400	5 841	6 074	6 317	6 570
Flux actualisé	4 737	4 494	4 100	3 740	3 412
Cumul des flux actualisés	4 737	9 231	13 331	17 071	20 484
Valeur résiduelle	6 833				
Valeur résiduelle actualisée (I)	63 979				
Cumul total des flux actualisés (II)	20 484				
Valeur de l'entreprise (I)+(II)= (III)	84 463				
Valeur de la dette (IV)	40 812				
Valeur des capitaux propres (III)-(IV)	43 651	Le nombre total d'actions PALMCI est de 4 000 000			
Valeur des capitaux propres par action	10 913				

(Source : L'auteur)

Selon ces hypothèses, le prix de l'action est de F CFA 10 913

2.3 : Evaluation à l'introduction de l'action SONATEL SN

La Société Nationale de Télécommunication du Sénégal (SONATEL SN) s'est introduite au premier compartiment du marché action de la BRVM le 02 octobre 1998 à F CFA 22 000. Son domaine d'activité est la téléphonie. Elle est inscrite au secteur Services Publics.

SONATEL SN constitue avec la Compagnie Ivoirienne d'Electricité (CIE CI) et la Société de Distribution d'Eau de Côte d'Ivoire (SODEC!) les entreprises du secteur Services Publics de la BRVM. Cependant, elles exercent sur des domaines d'activité différents.

Considérant qu'il n'existe à la BRVM aucune société exerçant dans un domaine d'activité identique à celui de la SONATEL, nous n'avons évalué l'entreprise uniquement que par la méthode des flux actualisés.

Application de la méthode des flux actualisés

L'une des difficultés majeures liées à la méthode des flux actualisés est le choix des hypothèses qui devraient servir à estimer les flux futurs puis également à déterminer le taux d'actualisation de ces flux.

Nous avons élaboré des hypothèses tenant compte du secteur d'activité de l'entreprise, des performances passées et des perspectives futures au regard de la tendance du marché.

Le calcul du flux financier pour l'exercice précédent l'introduction en bourse est le suivant :

Excédent brut d'exploitation : F CFA 47 308

Investissement net des désinvestissements : F CFA 31 829

Variation du besoin en fonds de roulement : F CFA -1 980

Impôts : F CFA 11 185

Flux (A-B-C-D): F CFA 6 274

NB: les chiffres sont en millions. Il en est de même pour les tableaux qui suivent, exception faite de la valeur des capitaux propres par action

Pour le calcul de la valeur terminale, nous avons fait l'option de la perpétuité croissante.

2.3-1) Hypothèses n° 1

Taux d'actualisation : 15%

Taux de croissance des flux financiers : 18%

Taux de croissance de la valeur résiduelle : 5%

Année	1	2	3	4	5
Flux	6 274	8 736	10 308	12 164	14 353
Flux actualisé	5 456	6 606	6 778	6 955	7 136
Cumul des flux actualisés	5 456	12 061	18 839	25 794	32 930
Valeur résiduelle	16 937				
Valeur résiduelle actualisée (I)	177 839				
Cumul total des flux actualisés (II)	32 930				
Valeur de l'entreprise (I)+(II)= (III)	210 769				
Valeur de la dette (IV)	-16 788				
Valeur des capitaux propres (III)-(IV)	227 557	Le nombre total d'actions Sonatel est de 10 000 000			
Valeur des capitaux propres par action	22 756				

(Source : L'auteur)

Selon ces hypothèses, le prix de l'action est de F CFA 22 756

2.3-2) Hypothèses n° 2

Taux d'actualisation : 14%

Taux de croissance des flux financiers : 20%

Taux de croissance de la valeur résiduelle : 4%

Année	1	2	3	4	5
Flux	6 274	9 035	10 841	13 010	15 612
Flux actualisé	5 504	6 952	7 318	7 703	8 108
Cumul des flux actualisés	5 504	12 407	19 725	27 428	35 536
Valeur résiduelle	18 734				
Valeur résiduelle actualisée (I)	194 834				
Cumul total des flux actualisés (II)	35 536				
Valeur de l'entreprise (I)+(II)= (III)	230 370				
Valeur de la dette (IV)	-16 788				
Valeur des capitaux propres (III)-(IV)	247 206	Le nombre total d'actions Sonatel est de 10 000 000			
Valeur des capitaux propres par action	24 721				

(Source : L'auteur)

Selon ces hypothèses, le prix de l'action est de F CFA 24 720

2.3-3) Hypothèses n° 3

Taux d'actualisation : 13%

Taux de croissance des flux financiers : 15%

Taux de croissance de la valeur résiduelle : 5%

Année	1	2	3	4	5
Flux	6 274	8 297	9 542	10 973	12 619
Flux actualisé	5 552	6 498	6 613	6 730	6 849
Cumul des flux actualisés	5 552	12 050	18 663	25 393	32 243
Valeur résiduelle	14 512				
Valeur résiduelle actualisée (I)	190 472				
Cumul total des flux actualisés (II)	32 243				
Valeur de l'entreprise (I)+(II)= (III)	222 715				
Valeur de la dette (IV)	-16 788				
Valeur des capitaux propres (III)-(IV)	239 503	Le nombre total d'actions Sonatel est de 10 000 000			
Valeur des capitaux propres par action	23 950				

(Source : L'auteur)

Selon ces hypothèses, le prix de l'action est de F CFA 23 950

2.4 : Comparaison des cours théoriques calculés et des cours à l'introduction

Tout au long de la section précédente, nous avons procédé à l'évaluation théorique des actions des entreprises que sont SIVOA CI, PALM CI et SONATEL SN. Pour ce faire, des hypothèses ont été réalisées selon les secteurs d'activités et les rendements du marché action pour les années précédant l'introduction en bourse des entreprises à évaluer.

Les tableaux qui suivent présentent la synthèse des analyses suivant les méthodes actuarielles et comparatives ainsi que les cours retenus à l'introduction.

Cours des actions suivant les méthodes des comparables

	VE / CA	VE / EBE	VE / R. Expl.	PER	A l'introduction	La référence
SIVOA CI	7 982	11 856	16 120	12 532	9 995	6 000
PALM CI	13 821	2 291	5 703	6 252	8 000	6 000

(Source : L'auteur)

Cours des actions suivant les méthodes actuarielles

	Hypothèses 1	Hypothèses 2	Hypothèses 3	A l'introduction	La référence
SIVOA CI	11 884	11 279	11 267	9 995	6 000
PALM CI	10 913	9 455	10 474	8 000	6 000
SONATEL SN	22 756	24 721	23 950	22 000	19 500

(Source : L'auteur)

Dans l'ensemble, les cours calculés sont pour la plupart supérieurs aux cours à l'introduction et aux cours de références annoncés.

Nous allons à présent déterminer les intervalles dans lesquels devraient se situer les cours à l'introduction selon nos analyses.

Concernant Sonatel, les hypothèses effectuées aboutissent à une valorisation située dans l'intervalle [F CFA 22 756 ; F CFA 24 720] selon la méthode des flux actualisés. Pour rappel, l'introduction s'est faite à F CFA 22 000, suivant un cours de référence de F CFA 19 500.

S'agissant des valorisations de PALM CI et SIVOA CI, la dispersion est forte entre les résultats obtenus par les méthodes actuarielles et comparatives. Afin d'obtenir selon nos hypothèses un intervalle de valorisation plus affiné, il nous est apparu opportun d'éliminer certaines valeurs extrêmes s'écartant de la tendance observée.

Ainsi, pour l'action SIVOA CI, les valeurs F CFA 7 982 et F CFA 16 120 (obtenues par la méthode des comparables) n'ont pas été prises en compte. De même, les cours PALM CI, F CFA 13 821, F CFA 2 291, F CFA 6 252 et F CFA 5 703 également issues des méthodes comparatives ont été écartées.

En définitive, les intervalles de valorisation pour SIVOA CI et PALM CI sont respectivement de [F CFA 11 267 ; F CFA 12 532] et [F CFA 9 455 ; F CFA 10 913]. Notons que les cours de référence étaient pour chacun de F CFA 6 000 et les prix à l'introduction de F CFA 9 995 pour SIVOA CI et F CFA 8 000 pour PALM CI.

Une remarque s'impose : pour chacune des entreprises évaluées, les cours à l'introduction et ceux de référence se sont avérés inférieurs à nos valorisations. En d'autres termes, selon nos hypothèses, il y a eu sous valorisation à l'introduction des sociétés passées en revue.

Cependant, l'évolution des cours après introduction semble contredire nos hypothèses. Le tableau qui suit présente sur deux mois après leur introduction les

prix affichés à la cotation pour les entreprises que sont SONATEL SN, PALM CI et SIVOA CI.

	Cours après introduction			
	2 semaines	4 semaines	6 semaines	8 semaines
SIVOA CI	9 500	9 995	9 000	8 100
PALM CI	5 990	6 000	6 000	6 000
SONATEL SN	22 000	22 000	23 000	23 950

(Source BRVM)

Excepté SONATEL SN qui semble avoir été effectivement sous valorisé à l'introduction, PALM CI et SIVOA CI ont connu deux mois après leur entrée en bourse durant l'année 1999 une baisse de leur cours.

Il importe toutefois de souligner que l'année 1999 fut marquée dans son mois de décembre par des troubles socio politique en Côte d'Ivoire (où se logent la bourse régionale ainsi que PALM CI et SIVOA CI). Une situation instable qui caractérise les marchés émergents.

Le marché avait-il perçu des signes annonciateurs d'éventuels troubles au point d'évoluer à la baisse ?

CONCLUSION PARTIELLE DEUXIEME PARTIE

La seconde partie du document s'est attelée à appliquer à certaines entreprises de la BRVM les techniques décrites précédemment.

Ne disposant pas à l'introduction des prévisions financières et d'une série plus ou moins longue de l'historique des performances des entreprises, nous avons élaboré des hypothèses de croissance future et de rentabilité exigée par les investisseurs. Pour ce faire, nous avons tenu compte des taux sans risques (obligataires) en vigueur à l'époque et des performances du marché des actions (rendements moyens et ratios comparables).

Ces problèmes récurrents des marchés émergents que sont l'absence de données et la fiabilité de l'existant ont fortement influencé nos résultats, vu les hypothèses qui n'engagent que l'auteur.

Par la suite, des intervalles dans lesquels devraient se situer les prix à l'introduction ont été définis. Les résultats auxquels nous sommes parvenus sont mitigés. Toutefois, cela ne remet pas en cause la pertinence de nos analyses.

CONCLUSION GENERALE

Ce mémoire a essayé de répondre à la difficile question qu'est celle de la valorisation des entreprises exerçant sur le marché émergent de l'UEMOA avant leur introduction en bourse.

Dans une première partie, nous avons abordé avec insistance le concept d'efficience des marchés. A ce niveau, il ressort que les marchés ne sont pas efficaces au sens strict du terme mais qu'ils sont plutôt efficaces selon certain degré. Par la suite, les fondements de la sous valorisation des entreprises à l'introduction en bourse ont fait l'objet de notre attention. Il ressort de l'analyse que dans l'ensemble, l'asymétrie d'information ainsi que l'aversion au risque des banquiers en charge de l'introduction en bourse expliquent la décote observée sur les titres lors de l'entrée sur les marchés financiers.

Dans les faits, on observe deux principales approches qui permettent de valoriser les sociétés voulant s'introduire en bourse. On distingue l'approche actuarielle qui va valoriser la société à partir de sa capacité à générer à moyen terme des flux de revenus (cash-flows, dividendes, ...). Il existe également l'approche comparative qui valorise une société à partir des données sur des sociétés cotées présentant un profil comparable (opérations comparables, indices de référence, données financières de concurrents...). Il est à noter que ces approches ne sont pas exemptes de critiques. L'on pourrait citer entre autres l'influence forte des hypothèses de départ pour ce qui est de l'approche actuarielle et la difficulté à trouver un échantillon de sociétés réellement comparables, s'agissant de l'approche comparative.

L'application pratique des théories de valorisation d'entreprises a constitué l'objet de la seconde partie de ce document. Bien avant, il nous est apparu primordial de présenter le marché de la BRVM tout en insistant sur sa caractéristique de marché émergent. Un choix qui se justifie par la difficulté d'application des théories d'évaluation d'entreprise sur ce type de marché, eu égard au faible degré d'efficience.

Il convient de remarquer que la valorisation financière d'une entreprise avant son introduction en bourse n'est pas une science exacte. Elle met en jeu divers acteurs aux intérêts souvent divergents : les chef d'entreprises, les investisseurs et la société de bourse en charge de l'introduction.

Cette précision faite, il devient aisé de se rendre compte que l'évaluation financière ne doit pas représenter un exercice de style, mais une approche globale permettant de cerner avec précision la valeur d'une société et répondre ainsi aux

souhaits des parties intéressées par l'opération. Face à l'investisseur qui est un client, l'analyste (ou le banquier introducteur) va « vendre » la société en mettant en avant son potentiel de croissance.

Il s'en suit que la fourchette de prix retenue n'est pas celle résultant de l'utilisation rigoureuse et simultanée des méthodes comparatives et actuarielles. Cette fourchette obtenue par les méthodes de valorisation constitue plutôt une base pour les négociations futures. Le prix qui sera finalement retenu lors de l'introduction en bourse risque de fluctuer de nombreuses fois entre la première estimation du banquier introducteur et l'entrée sur le marché. Ce qui permet encore d'insister sur le fait que l'évaluation ne se fait pas de façon mécanique pour aboutir à un prix unique et définitif.

Au total, l'analyse effectuée dans le présent mémoire permet de relever que pour l'évaluation financière des entreprises, les méthodes actuarielles et comparatives sont complémentaires. Couplée à la prise en compte des données qualitatives, l'on aboutit à une fourchette de prix qui constitue une base de départ pour les négociations futures devant aboutir au cours définitif d'introduction en bourse.

BIBLIOGRAPHIE

➤ Ouvrages

Pierre VERNIMMEN (2000) : « Finance d'entreprise », Edition Dalloz.

Pierre VERNIMMEN (2002) : « Finance d'entreprise », Edition Dalloz.

Aswath DAMODARAN (2001) : « Corporate Finance, theory and Practice », deuxième édition, John WILEY & Sons.

Josette PEYRARD (1998) : « Analyse financière », Edition Vuibert.

Pierre VIZZAVONA : « Marchés Financiers », troisième édition, Atol.

Alain CHOINEL : « Introduction à l'Ingénierie Financière », quatrième édition, Revue Banque.

Hervé HUTIN (1998) : « Gestion Financière », Les éditions d'organisation.

Bertrand JACQUILAT et Bruno SOLNIK (1997) : « Marchés financiers », Edition Dunod.

BAKER R. (2002) : « L'évaluation des entreprises, modèles et mesures de la valeur », Les Échos Éditions.

CHAHINE S. (2001) : « La sous-évaluation à l'introduction en Bourse, quelle source d'asymétrie d'information ? », Banque et Marchés.

FAUGERON A.-M. (2001) : « Les procédures d'introduction en Bourse en France ». Banque et Marchés.

Bertrand JACQUILAT (1989) : « L'introduction en bourse », Edition Presse Universitaire de France.

FERERES M., RIVIERE G. (1999) : « Introduction en Bourse, mode d'emploi » Éditions d'Organisation.

Bertrand JACQUILAT et Bruno SOLNIK (1989) : « Les marchés financiers, la gestion de portefeuille et des risques », Edition Dunod.

Bertrand JACQUILAT, Mac Donald J. et Rolfo J. (1979) : « L'introduction en bourse des sociétés », Banque et marchés.

Bertrand JACQUILAT (1988) : « Nationalization and privatization in contemporary France », Hoover institution.

➤ **Articles**

ROCK K. (1986) : « Why new issues are underpriced », Journal of Financial Economics.

IBBOTSON R. G., SINDELAR J. L., Ritter J. R., (1994), : « The Market's Problem with the Pricing of Initial Public Offerings », Journal of Applied Corporate Finance.

MALKIEL B. G., (2003) : « The Efficient Market Hypothesis and Its Critics », Journal of Economic Perspectives.

J. RITTER (1984) : "The hot issue market of 1980", Journal of Business.

S. TINIC (1988) : "Anatomy of initial public offerings of common stock", Journal of Finance.

D. BARON (1982) : "A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues", Journal of Finance.

BEATTY et RITTER (1986) : " Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings", Journal of Financial Economics.

Robert G. Eccles and Sarah C. Mavrinac (1995) : " Improving the disclosure process" Journal of Economics.

➤ **Cours**

Gérard MAZZIOTTA (Juin 2005) : « Evaluation d'Entreprise ».

➤ **Sites Internet**

www.boursorama.com

www.lesechos.fr

www.yahoofinance.fr

www.brvm.org

www.crepmf.org

www.imf.org

www.vernimmen.dalloz.fr

www.google.com

www.lefigaro.fr

www.afge-asso.org