

Valorisation des entreprises

Que regardent les marchés
financiers ?

Seconde édition

Juin 2015

Avant-propos



Nicolas Klapisz

Associé, Ernst & Young

Responsable du département Évaluation et Modélisation financière d'EY France, Maghreb et Luxembourg

Reprise économique dans les pays développés, risque politique accru dans d'autres régions du globe, évolution significative du prix des matières premières ou des taux de change ou encore reprise marquée des opérations de fusions-acquisitions... : force est de constater que les changements d'environnement économique ou géopolitique ont été nombreux ces derniers mois ! Ces événements n'ont pas laissé les marchés financiers indifférents et appellent plusieurs questions : quels ont été les facteurs privilégiés par les investisseurs dans leurs prises de décision ? Ont-ils évolué par rapport à l'année précédente ou sont-ils toujours d'actualité ? Comment les marchés ont-ils réagi à ces chocs conjoncturels ou à ces phénomènes contradictoires ? Ont-ils « sur-réagi », pour reprendre l'expression de l'économiste Rudy Dornbusch ? Cette réaction s'est-elle produite avec un effet immédiat ou avec un effet retard ? Ont-ils adopté, enfin, des réactions différentes à certains critères au fil des années ?

C'est pour répondre à ces questions, et à l'intérêt toujours plus vif que suscitent les mécanismes de formation des cours boursiers chez les observateurs et acteurs des sphères économique et financière, qu'EY a souhaité reconduire ses travaux initiés l'année dernière sur le comportement boursier du SBF 120.

Afin d'apporter des éléments de réponse à ces questions complexes et de les comparer avec les conclusions de l'édition précédente, l'équipe Évaluation et Modélisation financière d'EY a retenu une approche et une méthodologie d'étude similaires à celles développées en 2014, à savoir :

- ▶ en premier lieu, **une analyse qualitative** fondée sur un échantillon de près de 300 notes d'analystes financiers et visant à recenser les facteurs majoritairement cités par ces derniers ;
- ▶ en second lieu, **une analyse quantitative** fondée sur la construction d'un modèle statistique *ad hoc* permettant de mesurer la corrélation de la performance boursière avec un certain nombre de facteurs.

Si, sans surprise, les marchés privilégient toujours les critères de croissance et de risque, il n'en demeure pas moins que la pondération des facteurs explicatifs des cours a été modifiée, traduisant ainsi certaines inquiétudes des marchés sur des problématiques de positionnement géographique, de prix des matières premières ou encore de taux de change.

Excellente lecture à tous !

Principaux enseignements de l'étude

Les analystes citent comme facteurs clés dans l'appréciation de la valeur d'une entreprise :

- ▶ Le positionnement géographique à **62 %** ;
- ▶ Le recours à la croissance externe à **55 %** ;
- ▶ La stabilité de l'activité/la récurrence des *cash-flows* à **31 %**.

La performance empirique des cours boursiers est principalement liée à une croissance de l'EBITDA portée par des projets de croissance externe et la présence dans des pays à forte croissance.



Évolution des marchés financiers depuis 2011

4

Points d'attention du marché

6

Analyse de la corrélation entre la performance des sociétés du SBF 120 et les facteurs clés de croissance identifiés par les analystes financiers

8

Cohérence de nos conclusions avec la théorie financière

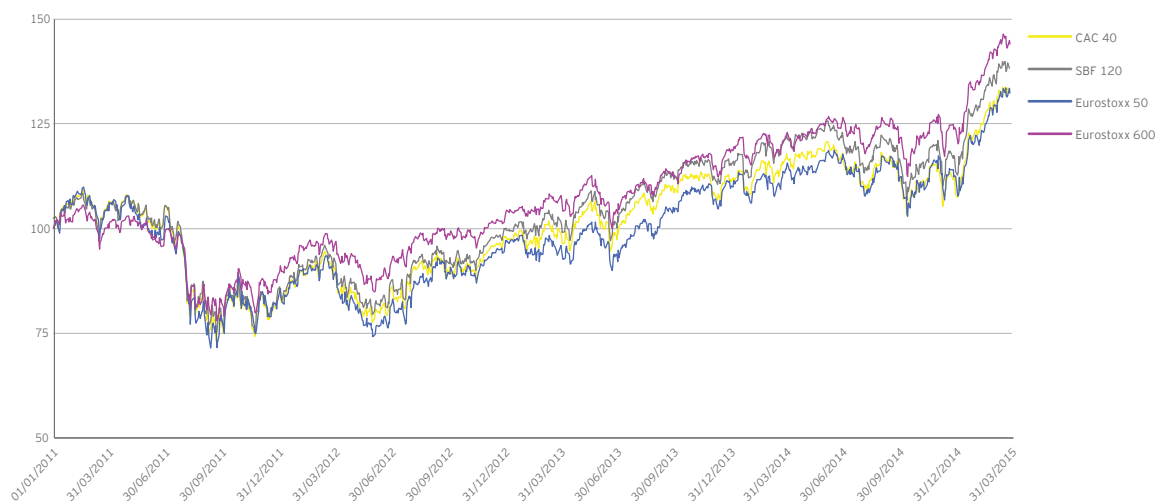
10



Évolution des marchés financiers depuis 2011

Évolution des indices boursiers depuis 2011

Évolution comparée du SBF 120*, du CAC 40, de l'Eurostoxx 50 et de l'Eurostoxx 600 entre le 1^{er} janvier 2011 et le 31 mars 2015 (base 100 au 1^{er} janvier 2011).



Source : Capital IQ

Après le 9 mars 2009, date à laquelle le SBF 120 était tombé à son niveau le plus bas (1 823 points) suite à la crise bancaire et financière de l'automne 2008, les marchés boursiers ont connu une hausse qui s'est prolongée jusqu'au second semestre 2011, avant de chuter à nouveau sous l'effet de la crise des dettes souveraines européennes. S'en sont suivies, entre juillet et septembre 2011, plusieurs tempêtes boursières qui ont agité les places européennes, entraînant de profonds mouvements baissiers sous l'effet simultané de plusieurs facteurs : on retiendra notamment l'accord européen d'aide à la Grèce signé le 22 juillet 2011 visant à limiter son risque de défaut de paiement, la mise sous surveillance de la dette espagnole

et enfin, la crainte d'un ralentissement de la reprise économique mondiale, susceptible de déclencher une aggravation des déficits publics.

A l'instar des principaux indices boursiers européens, le SBF 120 est ensuite reparti à la hausse en 2012 et 2013, traduisant un regain de confiance de la part des investisseurs, qui ont été rassurés par l'action de la BCE et ont vu leurs craintes quant à l'issue du feuilleton de la dette grecque se dissiper.

Le bilan de l'année boursière 2014 a, quant à lui, été globalement décevant, avec une baisse du CAC 40 de 0,54 % sur l'ensemble de l'année, soit une performance inférieure à la majorité des autres places européennes. Le début de l'année avait pourtant été porteur,

avec une progression du CAC 40 de près de 3 % au cours du premier semestre. En revanche, les risques économiques (interrogations autour de la transition économique et la santé de certains pays en forte croissance), géopolitiques (tensions Ukraine/Russie), ou encore sanitaires (craintes d'épidémie du virus Ebola) sont venus gommer cette progression au second semestre, le CAC 40 enregistrant une baisse de 3,4 % sur cette période (2,7 % sur le seul mois de décembre).

Les indices boursiers sont repartis à la hausse en 2015, le CAC 40 dépassant les 5 000 points pour la première fois depuis 2008, signe peut-être de l'éloignement d'un spectre de récession et de déflation en Europe.

« Les pays émergents ont soutenu le marché ces dernières années. »

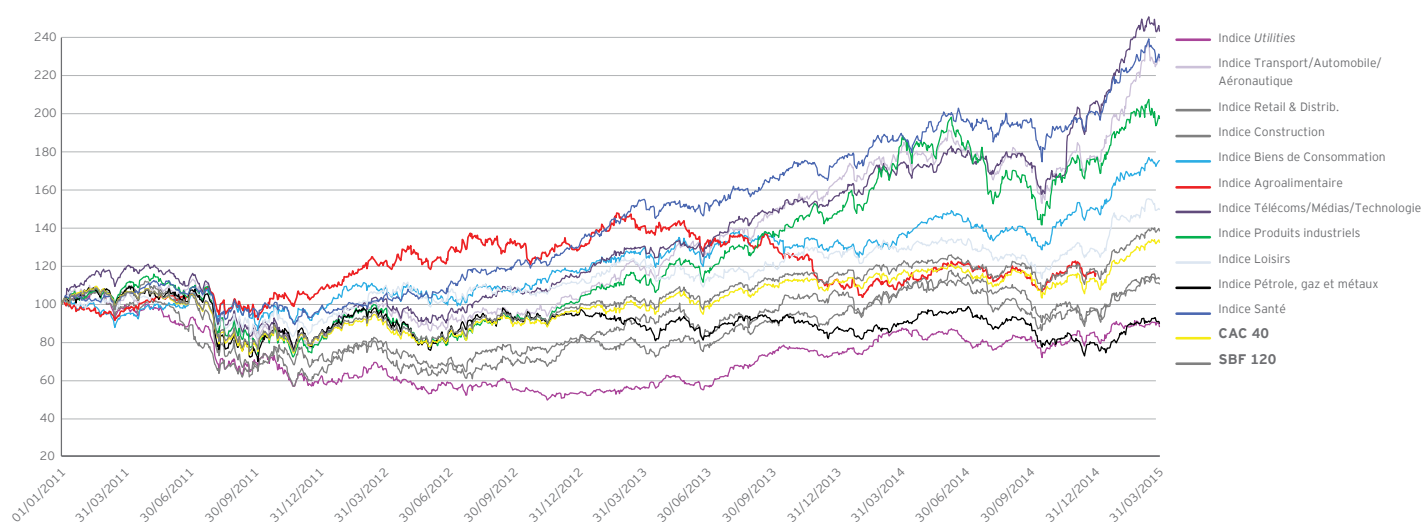
Société Générale, 4 octobre 2014

* Déterminé à partir des cours des 40 actions du CAC 40 et de 80 valeurs des premier et second marchés les plus liquides, le SBF 120 a l'avantage d'offrir une vision plus large et plus diversifiée que le CAC 40. Défini avec la valeur de 1 000 points au 31 décembre 1990, le SBF 120 est calculé et diffusé en continu depuis le 18 avril 1994.

Des performances boursières inégales selon les secteurs

Le graphique ci-dessous présente la performance boursière par secteur depuis 2011.

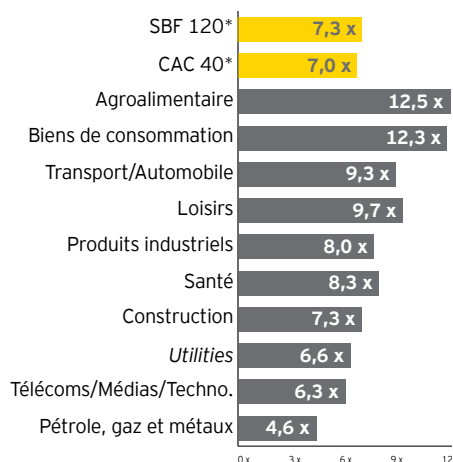
Évolution des indices sectoriels depuis 2011 (base 100 au 1^{er} janvier 2011)



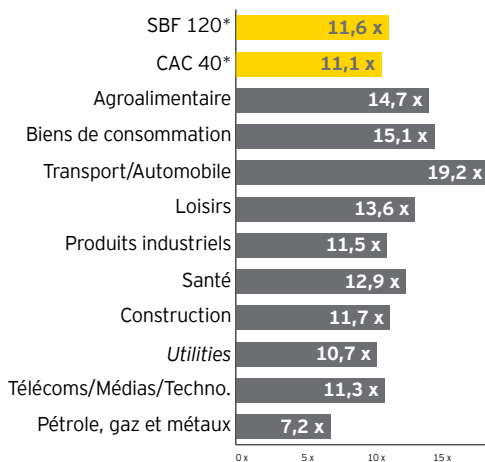
Source : Capital IQ

Les graphiques ci-dessous présentent la moyenne des multiples d'EBITDA (multiple de résultat d'exploitation avant prise en compte des dotations aux amortissements et provisions), d'EBIT (multiple du résultat d'exploitation après prise en compte des dotations aux amortissements et provisions) et de P/E (multiple de résultat net) entre le 31 décembre 2010 et le 31 décembre 2014, par secteur d'activité :

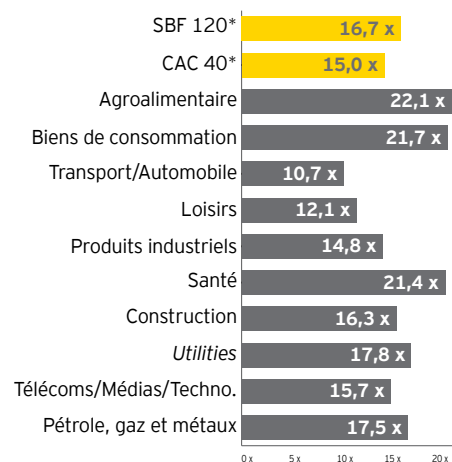
VE¹/EBITDA² moyen par secteur
(31 décembre 2010 - 31 décembre 2014)



VE¹/EBIT³ moyen par secteur
(31 décembre 2010 - 31 décembre 2014)



P/E⁴ moyen par secteur
(31 décembre 2010 - 31 décembre 2014)



Source : Capital IQ

1 VE : Valeur d'entreprise

2 EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

3 EBIT : Earnings Before Interest and Taxes

4 P/E : Price/earnings

* Les multiples du SBF 120 et du CAC 40 sont basés sur le LTM ("Last Twelve Months") en date du 31 décembre 2014.

Points d'attention du marché



Facteurs clés de croissance identifiés par les analystes financiers

Méthodologie

Notre analyse a consisté à identifier les principaux critères d'appréciation de la valeur des entreprises mentionnés par les analystes financiers dans leurs notes. Nous avons ainsi étudié les occurrences des critères les plus fréquemment cités pour 101 sociétés du SBF 120 (hors sociétés bancaires, d'assurance et immobilières).

La méthodologie suivante (inchangée par rapport à l'étude précédente afin de permettre la comparaison des résultats) a été appliquée :

- ▶ Nous avons constitué un échantillon total de 304 notes d'analystes entre le 1^{er} janvier et le 31 décembre 2014, soit en moyenne environ 3 notes par société.
- ▶ Nous avons analysé le nombre de citations des analystes afin de mesurer l'occurrence des critères suivants :
 - récurrence des cash-flows/stabilité de l'activité,
 - répartition géographique des activités,
 - diversification du portefeuille d'activités,
 - liquidité du titre,
 - recours à la croissance externe,
 - politique de gestion des immatériels,
 - permanence de la gouvernance,
 - innovations/nouvelles offres/R&D,
 - dépendance aux matières premières.

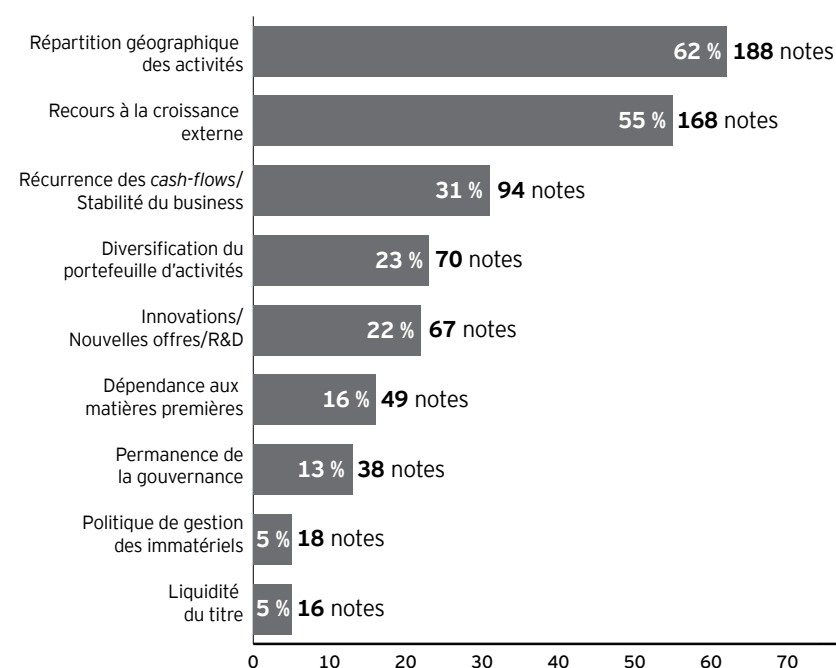
« La croissance en Europe a été totalement compensée par le déclin des pays émergents. »

Deutsche Bank, 1^{er} août 2014

Conclusion

Occurrence des critères cités par les analystes

Source : Rapports d'analystes financiers, analyse EY



« Parmi les leviers, on pourrait voir resurgir l'activité M&A. »

Deutsche Bank, 12 décembre 2014

Il ressort de notre étude que les facteurs majoritairement cités par les analystes dans leur appréciation de la valeur d'une entreprise sont, par ordre d'importance décroissante :

- ▶ la répartition géographique des activités (62 %) ;
- ▶ le recours à la croissance externe (55 %) ;
- ▶ la récurrence des cash-flows (31 %).

En 2014, plus encore que les années précédentes, les analystes ont accordé une importance particulière à l'exposition géographique des sociétés. Si certains pays offrent un potentiel de croissance toujours appréciable et apprécié des analystes (croissance anticipée en 2015 de 4,3 % pour les pays émergents contre 2,4 % pour les pays développés¹), force est de constater que les perspectives des pays dits « émergents » ont tendance à être moins favorables que par le passé et contrastées d'un pays à l'autre. Dès lors, une valorisation à tout prix de la présence dans les pays à fort potentiel a laissé place à des analyses plus nuancées mettant certes en avant le gisement de croissance offert par ces pays mais également les facteurs de risque additionnels qu'ils apportent. Par ailleurs, le recours à la croissance externe fait l'objet d'une grande attention de la part des analystes, traduisant l'intérêt du marché pour la recherche de nouveaux vecteurs de développement, notamment à l'international.

Ainsi, à nouveau en 2014, les deux piliers de la valeur d'une entreprise, à savoir la croissance (qu'elle soit organique ou externe) et le risque (avec un point de vigilance particulier sur la notion de risque pays) ont fait l'objet d'une attention particulière de la part des analystes. Mais est-ce vérifié de manière empirique sur la performance des cours boursiers ? Ces derniers sont-ils sensibles aux mêmes phénomènes ? C'est ce que nous avons cherché à tester à l'aide d'un modèle statistique *ad hoc*.

¹ Source : FMI, Avril 2015

Analyse de la corrélation entre la performance des sociétés du SBF 120 et certains facteurs clés



Méthodologie

Données

Notre analyse s'est appuyée sur les données financières fournies par Capital IQ sur le même échantillon de 101 sociétés de l'indice SBF 120. La croissance et la volatilité de leurs agrégats financiers ainsi que les différents indicateurs pris en compte ont été suivis sur les quatre dernières années disponibles.

Modèle utilisé

Le modèle utilisé est une **régression linéaire multiple**. Il s'agit du résultat de l'estimation d'une relation de la forme suivante :

$$y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_n x_n + \varepsilon$$

y est la variable expliquée, les x_i sont les variables explicatives, et ε est un terme d'erreur aléatoire.

Seules les relations linéaires sont observées par ce modèle. Lorsque x_i augmente de 1, y augmente de β_i . Lorsque x_i augmente de 2, y augmente de $2 \times \beta_i$ et ainsi de suite.

On suppose que cette relation existe dans la réalité, le but d'une régression linéaire étant d'effectuer une estimation de cette relation. Il ne s'agira donc pas de la vraie relation, mais simplement d'une estimation *via* les données que nous avons à notre disposition. C'est pour cela que les coefficients issus de notre régression sont notés $\hat{\beta}$ (prononcer « bêta chapeau »), pour les différencier des « vrais » β .

L'estimation de ce modèle dans le cas simple avec une seule variable explicative revient à trouver la droite passant le plus près possible d'un ensemble de points. Avec plusieurs variables explicatives, le principe reste le même mais avec un nombre de dimensions plus important. Pour trouver les meilleurs coefficients $\hat{\beta}$, on minimise la somme des carrés des écarts par rapport à y .

Ainsi, le calcul mène à la relation suivante pour un coefficient* :

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sum (x_i - \bar{x})^2}$$

Cet estimateur est également associé à un écart-type $\hat{\sigma}_i$ qui représente la précision de l'estimation. Plus l'écart-type est faible, et plus il y a de chances que $\hat{\beta}_i$ soit proche du vrai coefficient β_i .

Si le $\hat{\sigma}_i$ obtenu pour un coefficient $\hat{\beta}_i$ est trop élevé, cela signifie que soit la variable n'a pas de lien avec y , soit la relation entre les deux n'est pas linéaire. Dans les deux cas, on dit que la variable x_i n'est pas significative. Enfin, pour savoir si $\hat{\sigma}_i$ est trop élevé, on effectue un test appelé **Test de Wald**. Le résultat de ce test est appelé *p-valeur*, et correspond intuitivement à la probabilité que $\hat{\beta}_i = 0$. Une convention consiste à dire que si la *p-valeur* est supérieure à 5 %, la variable x_i n'est pas significative. En effet, lorsque $\beta_i = 0$, x_i n'a pas de lien avec y .

« La croissance sur les marchés émergents et asiatiques a été solide, mais partiellement éradiquée par des effets monétaires contraires. »

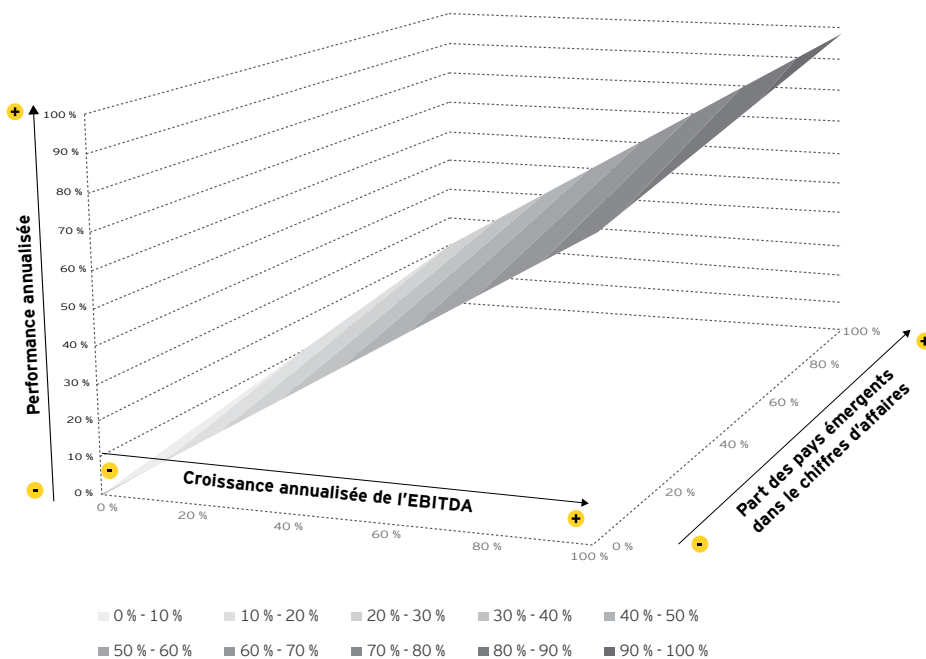
Natixis, 29 août 2014

Conclusion

Variable	Coefficient	P-valeur
Part des pays émergents dans le chiffre d'affaires	+ 0.20	< 1 %
Croissance annualisée de l'EBITDA	+ 0.79	< 1 %

L'interprétation de ces résultats est la suivante :

- La performance historique d'un cours boursier est une fonction croissante de la part des pays à forte croissance dans le chiffre d'affaires : toutes choses égales par ailleurs, lorsque la part du chiffre d'affaires réalisé dans les pays à forte croissance augmente de 1,0 %, la performance boursière de la société est améliorée de 0,20 %.
- Cette présence est d'autant plus bénéfique qu'elle apporte un supplément de croissance de l'EBITDA qui est valorisé par le marché : toutes choses égales par ailleurs, lorsque la croissance de l'EBITDA augmente de 1,0 %, la performance boursière de la société croît de 0,79 %.



Ces conclusions viennent conforter l'analyse qualitative développée ci-avant : la croissance reste un véritable vecteur de hausse des cours et une présence accrue dans certains pays émergents reste positive tant qu'elle est synonyme de croissance additionnelle et de complémentarité par rapport à une exposition géographique essentiellement tournée vers des pays matures.

Mais est-ce bien fondé théoriquement ? C'est ce que nous avons voulu vérifier à partir des apprentissages de la théorie financière traditionnelle.

« Nous félicitons le management pour avoir su stabiliser les cash-flows durant la crise financière. »

Crédit Suisse, 2 juillet 2014

Cohérence de nos conclusions avec la théorie financière

Si la croissance économique dans les pays émergents s'est récemment essouffée, nos analyses (à la fois qualitatives et quantitatives) confirment que le développement à l'international continue à être apprécié par les marchés boursiers, dans la mesure où il apporte un complément de croissance rentable.

Néanmoins, et les marchés ont démontré qu'ils en avaient pleine conscience, la diversification géographique entraîne également des risques complémentaires tels que le risque politique, le risque de change, etc.

Comme nous le démontrions l'an passé à partir d'un modèle de valorisation simplifié, les modèles de valorisation usuels, qu'ils soient fondés sur des approches par les revenus (*Discounted Cash-Flows* par exemple) ou par les comparables (comparables boursiers, comparables transactionnels) sont toujours - explicitement ou implicitement - fondés sur deux piliers : la croissance (à court, moyen et long termes) et le risque.

En mettant un accent plus particulier sur l'étude précise de l'exposition géographique des émetteurs, les analystes - et les marchés financiers dans leur ensemble - ont démontré que la baisse des taux de croissance anticipés avaient un impact sur les cours. Ils ont aussi démontré que les facteurs de risque pays étaient analysés et pris en compte, en parfaite cohérence avec les théories de calcul du coût du capital.

D'un point de vue financier, ces risques peuvent être pris en compte par un ajustement des cash-flows ou par l'utilisation d'un taux d'actualisation plus élevé.

En effet, et pour rappel, d'après le Modèle d'Équilibre des Actifs Financiers (MEDAF), un actionnaire a une espérance de rentabilité $E(R_i)$ égale à :

$$E(R_i) = R_f + \beta_i * (E(R_m) - R_f)$$

Avec R_f : taux sans risque du pays de l'investissement considéré

β_i : mesure du risque systématique (non diversifiable) du projet i

$E(R_m)$: rentabilité attendue du portefeuille de marché

Bien qu'il existe différentes méthodologies de calcul, une prime pays est communément ajoutée à la formule du MEDAF dans la détermination de cette espérance de rentabilité dès lors que l'investissement est réalisé dans un pays jugé plus risqué :

$$E(R_i) = R_f + \beta_i * (E(R_m) - R_f) + CRP$$

Avec CRP : Prime de risque pays (*Country Risk Premium*)

En ce qui concerne le risque de change, le taux d'actualisation sera fonction de la devise dans laquelle les cash-flows liés à un investissement sont exprimés, si bien que le taux d'actualisation sera d'autant plus élevé que l'inflation du pays considéré sera forte.

Les points de vigilance du marché autour de l'exposition géographique sont ainsi bien le reflet des apprentissages de la théorie financière en la matière. Ces points de vigilance sont d'ailleurs également observés lors de transactions sur des cibles étrangères, pour lesquelles l'analyse du potentiel de croissance à court et moyen termes mais aussi les risques associés au projet doivent systématiquement faire l'objet de diligences approfondies.



BOURSE

EY est un des leaders mondiaux de l'audit, du conseil, de la fiscalité et du droit, des transactions. Partout dans le monde, notre expertise et la qualité de nos services contribuent à créer les conditions de la confiance dans l'économie et les marchés financiers. Nous faisons grandir les talents afin qu'ensemble, ils accompagnent les organisations vers une croissance pérenne. C'est ainsi que nous jouons un rôle actif dans la construction d'un monde plus juste et plus équilibré pour nos équipes, nos clients et la société dans son ensemble.

EY désigne l'organisation mondiale et peut faire référence à l'un ou plusieurs des membres d'Ernst & Young Global Limited, dont chacun est une entité juridique distincte. Ernst & Young Global Limited, société britannique à responsabilité limitée par garantie, ne fournit pas de prestations aux clients. Retrouvez plus d'informations sur notre organisation sur www.ey.com.

L'équipe Évaluation et Modélisation financière

L'équipe Évaluation et Modélisation financière d'EY TAS est spécialisée dans l'évaluation d'entreprises, d'actifs corporels, incorporels et d'instruments financiers. Leader français sur le marché, cette équipe composée de 9 associés et directeurs et 70 consultants a vu cette année son positionnement renforcé avec notamment le rapprochement avec les équipes ex-RLCF. L'équipe Évaluation et Modélisation financière d'EY accompagne les dirigeants d'entreprises sur leurs problématiques de modélisation financière et de valorisation. Elle réalise chaque année plus de 300 missions dans des secteurs variés, pour des grands comptes, des acteurs du *Private Equity* ou des clients *middle market*, et ce dans des contextes transactionnels, fiscaux ou de *reporting* financier.

© 2015 Ernst & Young Advisory
Tous droits réservés.
Studio EY France - 1505SG631
SCORE France N° 15-026
Photos : Fotolia

Document imprimé conformément à l'engagement d'EY de réduire son empreinte sur l'environnement.

Cette publication a valeur d'information générale et ne saurait se substituer à un conseil professionnel en matière comptable, fiscale ou autre. Pour toute question spécifique, vous devez vous adresser à vos conseillers.

ey.com/fr

Contacts

Nicolas Klapisz

Associé, Ernst & Young Advisory
Responsable du département Évaluation et Modélisation financière
France, Maghreb, Luxembourg
E-mail : nicolas.klapisz@fr.ey.com

Laurent Dronniou

Manager, Ernst & Young Advisory
Évaluation et Modélisation financière
France
E-mail : laurent.dronniou@fr.ey.com