

## Price Earning Ratio-2 : pratique

### Résumé :

Pourquoi les valeurs de croissance, les valeurs de rendement et les valeurs cycliques ont-elles des PER différents ?

Comment réaliser une évaluation par le PER ?

### Sommaire :

1. Trois types de valeurs caractéristiques
  - 1.1. Les valeurs de croissance
  - 1.2. Les valeurs de rendement
  - 1.3. Les valeurs cycliques
  
2. Évaluation par le PER
  - 2.1. Une méthode de valorisation incontournable
  - 2.2. Deux exemples d'évaluation avec le PER

Mise à jour : 2017-01-02  
Auteur : Fabien Joly  
Expert : Y.B. / P.N.  
ISSN : 1623-3255

## A. Trois types de valeurs caractéristiques

### 1. Les valeurs de croissance

#### 1.1. Une croissance régulière et soutenue

On peut dresser une typologie des titres cotés en les répartissant en trois groupes : valeurs de croissance, valeurs de rendement, valeurs cycliques. Comme nous allons le montrer, ce sont les taux de croissance et le risque qui permettent d'expliquer les PER caractéristiques de ces différents groupes.

Type	PER	Croissance	Risque
Valeurs de croissance	> Moyenne	Forte	Moyen
Valeurs de rendement	< Moyenne	Faible	Faible
Valeurs cycliques	Variable	Irrégulière	Fort

*Typologie des actions*

Les valeurs de croissance, dont les figures emblématiques sont l'Oréal à Paris et Apple à l'échelle planétaire, sont les titres des entreprises connaissant une croissance régulière et soutenue de leurs résultats. Plutôt que de distribuer d'importants dividendes, elles réinvestissent le montant de leur autofinancement afin de maintenir leur haut niveau de croissance.

#### 1.2. Un PER supérieur à la moyenne

Etant donné la régularité de la progression de leurs résultats, ce type d'entreprises est souvent caractérisé par des niveaux de PER élevés. La confiance qu'elles inspirent aux investisseurs justifie ces niveaux. Les valeurs du secteur cosmétique qui peuvent être considérées comme des valeurs de croissance offrent une prime de l'ordre de 50 % par rapport à la moyenne du marché. L'actionnaire détenteur de ce type d'actions s'enrichira grâce aux plus-values réalisées.

#### 1.3. Attention aux accidents

En avril 2010, le volcan Islandais Eyjafjöll se réveillait et provoquait l'arrêt pour plusieurs jours du trafic aérien. Les conséquences pour les entreprises travaillant dans le secteur aéroportuaire ont été immédiatement touchées.

Prenons l'exemple d'Air-France-KLM qui perdait 20 millions d'Euros par jour. Une somme colossale à laquelle s'ajoutent tous les frais d'hébergement des voyageurs bloqués, sans oublier ceux générés par la modification des itinéraires de vols.

Les pertes qui résultent de cet évènement ont eu un impact négatif sur le PER de l'entreprise.

A l'inverse, il peut être intéressant de se positionner sur des titres ayant les caractéristiques pour devenir des valeurs de croissance mais n'en ayant pas encore le statut, en particulier le niveau de PER élevé.

Secteur d'activité	Exemple
Télécommunication, électronique	Equant, Alcatel
Communication, publicité	TF1, Havas Advertising
Cosmétique	L'Oréal, Clarins
Distribution générale	Carrefour, Casino
Distribution industrielle	Guilbert, Rexel

Distribution spécialisée  
Pharmacie  
Services informatiques

GrandVision  
Aventis, Sanofi-Aventis  
Atos, Dassault Systèmes

*Les valeurs de croissance*

## 2. Les valeurs de rendement

### 2.1. Faible risque, faible croissance et faible PER

#### 1. Secteur mature

Les valeurs de rendement interviennent en général sur des secteurs d'activité matures. Ayant peu d'opportunité de croissance, elles peuvent rémunérer largement leurs actionnaires au moyen de dividendes. Le niveau de risque est réduit, mais les perspectives de croissance sont faibles. Ces caractéristiques ne méritent pas un niveau de PER élevé.

#### 2. Distribution de dividendes

L'investisseur privilégiant les valeurs de rendement ne s'attend pas à faire d'importantes plus-values ; il fonde plutôt sa performance sur le rendement que lui procurent les dividendes versés par l'entreprise.

Secteur d'activité	Exemple
Agro-alimentaire	Danone
Immobilier	Simco, Sophia
Holding	Wendel Investissement, Fimalac

*Les valeurs de rendement*

Le taux de distribution élevé qui caractérise les valeurs de rendement est normal dans un secteur arrivé à maturité où les entreprises sont capables de s'autofinancer largement. En revanche, dans les secteurs en croissance, il se fait au détriment de la capacité d'investissement et donc des futures opportunités de croissance, ce qui pénalise d'autant plus le PER.

### 2.2. La question des foncières

Les foncières sont ordinairement considérées comme des valeurs de rendement. Mais la réévaluation récente de leur patrimoine a dopé leur cours, diminuant de facto leur taux de rendement tant que les loyers n'auront pas permis de revenir à une situation plus ordinaire. D'autre part, le processus de concentration en cours justifie un attrait spéculatif sur le secteur immobilier.

### 3. Les valeurs cycliques

#### 3.1. Un niveau de PER extrêmement variable

Les valeurs cycliques sont en général des entreprises évoluant dans la production de biens d'équipements dont les ventes sont sensibles à l'environnement économique.

Ces entreprises sont caractérisées par des résultats en dent de scie et ont donc un niveau de risque élevé. Lorsque l'entreprise se trouve en bas de cycle, ses résultats sont faibles, le PER de la société est au plus haut. En milieu de cycle, les résultats décollent et le PER se trouve à un niveau intermédiaire. En haut de cycle les résultats sont au maximum et le PER atteint un plancher. Normalement le PER moyen sur l'ensemble du cycle est inférieur à la moyenne constatée sur le marché.

Secteur d'activité	Exemple
Armement, aviation	EADS
Automobile, équipementiers	Renault, Faurecia
Autres biens d'équipement	Alstom
Banque	LCL, Société Générale
Biens d'équipement mécanique	De Dietrich
BTP	Bouygues, Vinci
Chimie	Rhodia
Matériaux de construction	Lafarge, Saint-Gobain
Pétrole	Total
Transformation des métaux	Arcelor
Transformation du bois	Gascogne

*Les valeurs cycliques*

#### 3.2. Investissez aux premiers signes de reprise de la croissance

Le moment le plus intéressant pour investir sur une valeur cyclique est celui où la société entre dans sa phase de reprise. En effet, le cycle décrit se déroule sur plusieurs années et la société s'appréciera au fur et à mesure que les investisseurs prendront conscience de la force de la phase de croissance qui se dessine.

Lorsque l'on considère des entreprises cycliques, il est clair que le PER est un outil d'évaluation assez inadapté car il ne permet pas d'englober le cycle entier.

Dans de nombreux cas, vous pourrez vous aider du niveau du carnet de commande ou du cours des matières premières pour apprécier la phase du cycle dans laquelle la société se trouve. Mais cette appréciation reste délicate l'investisseur impétueux risque de rentrer trop tôt, tandis que celui qui attend des signes tangibles sortira généralement trop tard.

## B. Évaluation par le PER

### 1. Une méthode de valorisation incontournable

#### 1.1. Un indicateur pouvant être agrégé

Le PER est la méthode d'évaluation boursière la plus connue. Simple à calculer au niveau d'une société, il est aussi adapté pour rendre compte de la valorisation de secteurs entiers.

#### 1. Le PER est une unité de mesure

Outre l'évaluation d'un titre en particulier, le PER est utilisé pour comparer un titre avec un secteur, un secteur avec le marché ou même comparer deux marchés entre eux. En effet, on peut aisément faire la moyenne de PER pour obtenir une mesure agrégée, ce qui n'est pas le cas de tous les indicateurs d'évaluation. Cette caractéristique fait du PER une véritable unité de mesure. Le PER moyen d'un échantillon est égal à la somme des capitalisations boursières des entreprises de l'échantillon divisée par la somme de leurs résultats, qu'ils soient bénéficiaires ou déficitaires.

$$\text{PER d'un échantillon} = \frac{(\text{Cours} \times \text{Nombre de titres}) \text{ Société A} + (\text{Cours} \times \text{Nombre de titres}) \text{ Société B} + \text{A}}{\text{Résultat net courant Société A} + \text{Résultat net courant Société B} + \text{A}}$$

Une fois que l'on connaît le PER moyen, il est facile de calculer un PER relatif en rapportant un PER à un autre PER.

$$\text{PER Relatif} = \frac{\text{PER}_n \text{ d'une société}}{\text{PER}_n \text{ d'un échantillon}^*} \quad \text{ou} \quad \frac{\text{PER}_n \text{ d'un échantillon}^*}{\text{PER}_n \text{ d'un marché}}$$

\* L'échantillon peut être sectoriel ou indiciel ou basé sur l'ensemble du marché.

Le calcul d'un PER relatif historique (moyenne des observations sur une longue période) est une étape importante d'une valorisation par comparaison. En effet, cela permet de savoir si la situation que l'on observe est normale ou bien si elle est transitoire et constitue une opportunité d'investissement. Le passage par le PER relatif est également particulièrement adapté pour effectuer des comparaisons internationales, le niveau de PER moyen des marchés nationaux étant assez dispersé.

#### 2. Les blue-chips bénéficient d'une prime

En règle générale, les blue chips occupent une position dominante dans leur secteur d'activité. Leur notation financière est excellente, ce qui garantit leur solvabilité auprès de leurs actionnaires qui touchent régulièrement des dividendes. Aux États-Unis, les sociétés Wall-Mart et Coca-Cola sont des blue chips. Tandis qu'en France, ce terme est souvent associé aux groupes L'Oréal ou Total.

Le PER des blue-chips est souvent supérieur au PER moyen des autres entreprises du CAC 40. Cet écart de valorisation en faveur des blue-chips par rapport au reste du marché est une constante. Le PER nous permet de le mesurer et donc de vérifier s'il est en phase de réduction ou bien s'il se creuse.

#### 1.2. Limites de la méthode

## **1. Le PER est inadapté pour les sociétés déficitaires ou à très forte croissance**

Même si elle constitue un passage quasi obligé pour une analyse financière, l'évaluation par le PER a des lacunes.

Le critère du PER est en particulier inadapté lorsque l'on aborde une société déficitaire. Il ne permet pas non plus d'appréhender la valorisation d'entreprises intervenant dans les secteurs de haute technologie comme l'Internet, caractérisés par des croissances hors normes.

## **2. Croisez les méthodes de valorisation**

Une évaluation par le PER n'aboutit pas à une valorisation intrinsèque ; il faut procéder par comparaison, ce qui implique que si le marché se paie globalement sur des multiples élevés, on ne pourra pas dire qu'un titre pris individuellement est trop cher. C'est pourquoi il est nécessaire de croiser les résultats obtenus avec ceux issus d'autres méthodes telles que l'actualisation des cash-flows ou l'actif net réévalué. En effet, seule une approche multicritère permet d'avoir une vue objective de la valorisation d'une entreprise, les défauts des différentes méthodes utilisées pouvant se compenser.

## 2. Deux exemples d'évaluation avec le PER

### 2.1. Carrefour : approche comparative simple

#### 1. Sélectionner un échantillon de valeurs comparables

Le PER s'utilise dans des comparaisons. Lorsque l'on cherche à évaluer une société, il faut comparer le PER de l'entreprise considérée au PER moyen d'un échantillon d'au moins 4 entreprises ayant des caractéristiques proches. La comparaison réalisée sera naturellement plus riche si on compare le PER attendu pour deux années, plutôt qu'une seule (résultats de l'année en cours et de l'exercice suivant). La difficulté ne réside pas dans le calcul qui est, comme nous l'avons vu, simple, mais dans la recherche des entreprises comparables.

Pour cet exemple, nous avons choisi Casino, Guyenne Gascogne et Promodès. Ces entreprises ont été sélectionnées pour leurs caractéristiques communes avec Carrefour :

- Elles sont toutes françaises, c'est-à-dire soumises au même niveau de taux d'intérêts. Elles interviennent dans le même domaine que Carrefour : celui de la grande distribution non spécialisée ; elles ont par conséquent un risque relativement proche ;
- Le taux de croissance de leurs résultats prévisionnels est du même ordre que celui de Carrefour.

#### 2. Hypothèses de travail sur Carrefour

- Résultat net en 1999 : 770 millions d'euros.
- Résultat net en 2000 : 935 millions d'euros.
- Nombre d'actions : 233 millions d'actions ; il n'existe pas de titres cotés pouvant permettre d'en créer de nouvelles.
- Le PER moyen de l'échantillon de valeurs de grande distribution est le suivant : 36,0 en 1999 et 32,0 en 2000.

#### 3. Mise en œuvre de l'évaluation

##### Calcul des BPA de Carrefour :

- BPA 1999 : Résultat net courant 1999 / nombre de titres cotés =  $770 / 233 = 3,3$  euros par action.
- BPA 2000 : Résultat net courant 2000 / nombre de titres cotés =  $935 / 233 = 4,0$  euros par action .

##### Calcul du cours théorique :

- BPA 1999 x PER 1999 de l'échantillon :  $36,0 \times 3,3 = 118,8$  euros.
- BPA 2000 x PER 2000 de l'échantillon :  $32,0 \times 4,0 = 128,0$  euros.

	PER échantillon	BPA Carrefour	Cours Objectif
<b>1999</b>	36,0	3,3	118,8
<b>2000</b>	32,0	4,0	128,0
<b>Croissance 1999 / 2000</b>	+12,5 %	+ 21,2 %	

*Récapitulatif des éléments de valorisation*

L'objectif moyen donné par cette évaluation est de 123,4 euros.

#### 4. Analyse du résultat



Reste à comparer le résultat trouvé au cours de Carrefour pour définir si la société est correctement évaluée, si elle est sur-évaluée ou bien si elle est sous-évaluée. Le calcul a été réalisé alors que Carrefour cotait 155 euros. D'après notre évaluation, Carrefour serait sur-évaluée de près de 25 %.

Reste que plusieurs éléments doivent être soulignés :

- Carrefour connaît depuis de longues années une prime par rapport à la moyenne de son secteur ;
- Elle venait de lancer, à l'époque du calcul, une offre sur Promodès qui lui permettait d'avoir un vrai leadership à l'échelle française et de faire jeu égal avec ses concurrents européens.

Elle a donc de bonnes raisons pour bénéficier d'une prime par rapport à un échantillon d'entreprises françaises de grande distribution.

## 2.2. Approche comparative après prise en compte de la croissance

Si on ne dispose pas d'un échantillon d'entreprises ayant une croissance proche de celle de l'entreprise à valoriser, on ne peut pas appliquer l'approche comparative simple. Il faut alors modifier le PER en fonction de la croissance des BPA.

### 1. Croissance moyenne des résultats prévisionnels

La première étape est de calculer la croissance moyenne des bénéfices par action sur trois ou quatre années (en partant des derniers résultats connus). Si le bénéfice par action d'une entreprise est de 10 en 1999 et qu'il est supposé s'élever à 17,28 en 2002, la croissance moyenne devrait être de 20 % par an. On la trouve de la manière suivante :

$$g = \left[ \frac{BPA_{n+4}}{BPA_n} \right]^{\left\{ \frac{1}{3} \right\}} - 1$$

$$g = \left[ \frac{17,28}{10} \right]^{\left\{ \frac{1}{3} \right\}} - 1 = 20 \%$$

### 2. Comparer le ratio PER / Croissance moyenne

Reste maintenant à rapporter le PER à la croissance des résultats. Supposons que le PER 1999 de cette société s'élève à 25, la société aura un ratio " PER 1999 / croissance des résultats " de :

$$\frac{25}{20} = 1,25.$$

Si on suppose qu'une concurrente de cette entreprise affiche une croissance espérée s'élevant seulement à 10 %, quel niveau de PER peut-on payer ? Une simple réponse par le PER ne serait pas satisfaisante car la croissance espérée est beaucoup trop divergente. Grâce au ratio " PER / croissance des résultats ", on peut au contraire donner une réponse simple. On applique le ratio moyen d'un échantillon de société comparable à cette valeur :

--	--

Société à forte croissance			Société à faible croissance		
BPA	Croissance	PER	BPA	Croissance	PER
1999	10		25	10	
2000	12	20 %	20,8	11	10 %
2001	14,4	20 %	17,4	12,1	10 %
2002	17,28	20 %	14,4	13,31	10 %

*Récapitulatif des BPA et PER*

Le PER de l'entreprise à faible croissance pourrait sur cette base s'élever à 12,5 fois les résultats 1999. Avec une croissance inférieure de moitié à un échantillon de concurrentes, cette société devrait être valorisée moitié moins cher.

Cette méthode a donc pour atout de permettre de lier la valorisation d'entreprises par le PER à la croissance attendue des résultats. Mais elle donne des résultats assez approximatifs et ne doit être utilisée que lorsque l'on n'arrive pas à constituer un échantillon de sociétés comparables satisfaisant.