

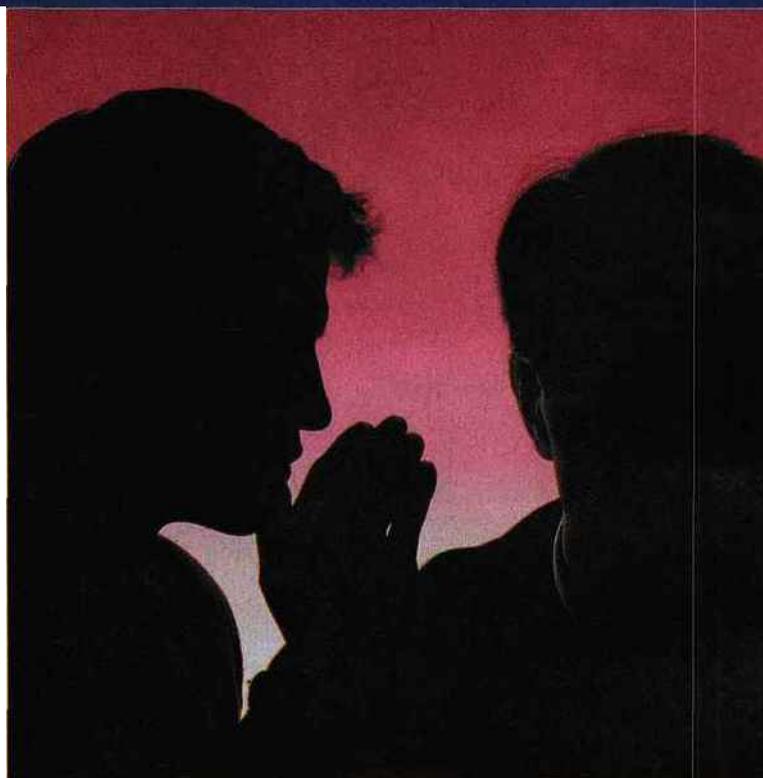
## LA CRÉATION DE VALEUR EST AU CŒUR DES PRÉOCCUPATIONS

des chefs d'entreprise. C'est aussi l'objectif des gérants et des actionnaires. Leurs méthodes ne diffèrent pas beaucoup les unes des autres. Voici les ficelles qui vous permettront de dénicher, comme eux, les sociétés décotées.

# Les secrets des professionnels

Une rentabilité des capitaux engagés supérieure à 15 % et parfois même 20 % ! C'est l'objectif que se donnent bon nombre de patrons de sociétés industrielles cotées, petites ou grandes, lorsqu'ils rachètent des entreprises. Qu'y a-t-il derrière ce *return on capital employed* (Roce) ? Tout simplement la capacité à créer de la valeur à partir d'une ressource : le capital. Et ils sont nombreux à se lancer dans cette aventure : les capitaines d'industrie tentés par la croissance externe, les fonds d'investissement qui prennent des participations, ou encore... les actionnaires qui achètent des actions. Comme le marché connaît régulièrement des excès, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, autant tirer parti d'opportunités, voire d'anomalies, pour débusquer un prix (ou un cours de Bourse) qui ne correspond pas à la valeur économique de la société.

Les méthodes utilisées par les entreprises pour évaluer leurs cibles ne sont pas tellement éloignées du travail effectué par certains gérants pour détecter les bons filons. Au-delà des critères classiques d'évaluation boursière comme le PER, multiple des bénéfices espérés d'une société, d'autres ficelles permettent de traquer la décote. Rodé aux acquisitions, Hugues Vaussy, directeur financier de la société de bio-analyse Eurofins



Au-delà du classique PER, les gérants utilisent d'autres critères pour débusquer les bons filons.

Scientific, estime qu'il vaut mieux « investir 100 euros dans une affaire qui ne dégage pas de bénéfices immédiats et obtenir 20 % de retour sur capitaux investis deux ou trois ans plus tard, plutôt que de déboursier 300 euros pour une acquisition plus profitable, mais qui va générer 10 à 15 % de retour sur capitaux investis, avec des perspectives de croissance moins élevées ». Une telle démarche peut-elle être transposée aux

investissements boursiers ? Pas nécessairement. La Bourse, dont l'horizon se trouve souvent plus limité, privilégie volontiers le court terme. Il n'empêche : les valorisations révélées lors de transactions peuvent servir de référence pour évaluer une société cotée, surtout si elle est susceptible d'être rachetée. Les clés pour parvenir à détecter les valeurs bon marché ■

Dossier réalisé par Christine Colmont

# Les indicateurs pour traquer la décote

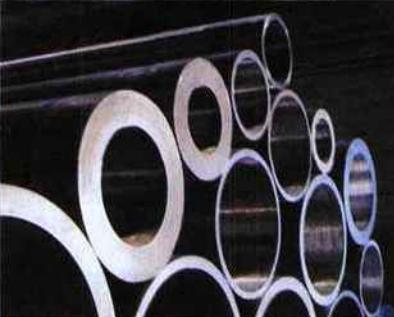
**Les sociétés les plus décotées du SBF 120**



Valeur d'entreprise/Ebitda 2007 (e)		Capitalisation/Capitaux propres	
PEUGEOT	2,4	PEUGEOT	0,79
VALEO	3,6	FAURECIA	0,91
AIR FRANCE - KLM	3,9	AIR FRANCE - KLM	1,02
EADS	4,3	GEMALTO	1,08
GÉOPHYSIQUE	4,5	GEICINA	1,15

Sources : FactSet JCF Estimates, analystes.

**Les entreprises les plus rentables du SBF 120**



Rentabilité des capitaux engagés 2007 (e)	
VALLOUREC	85,2 %
APRIL GROUP	80,3 %
M6	78,1 %
BÉNÉTEAU	62,8 %
DASSAULT SYSTÈMES	54,5 %

## RETOUR SUR CAPITAUX EMPLOYÉS OU ROCE La création de valeur en question

### → EXPLICATION

Cet indicateur mesure la rentabilité des fonds investis. C'est le rapport, en pourcentage, entre le résultat opérationnel courant et les capitaux utilisés moyens (c'est-à-dire la somme des capitaux propres, intérêts minoritaires compris, provisions et autres passifs à plus d'un an, et de l'endettement net). Concrètement, un Roce de 12 % signifie que 100 euros investis par un industriel dans son usine dégagent 12 euros de résultat opérationnel courant.

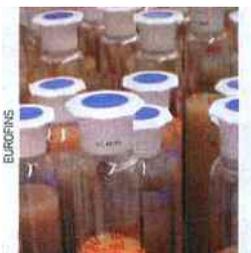
### → LA MÉTHODE

Chaque chef d'entreprise a sa marque de fabrique, mais tous tendent vers le même but : créer de la valeur. Une démarche partagée par bon nombre de gérants. Ainsi Marc Renaud, directeur de CCR Actions, cherche à évaluer des sociétés dont les Roce paraissent passagèrement bas et à détecter les firmes peu rentables par rapport à la moyenne du secteur (12 %) et dont les cours recèlent un potentiel de rebond. Mais attention tout de même, certaines firmes ne dégageront jamais un fort retour sur capitaux investis. En outre, l'investissement devra être évalué en fonction du type de financement : par endettement et/ou par fonds propres. Enfin, ce critère ne doit pas être utilisé seul mais croisé avec

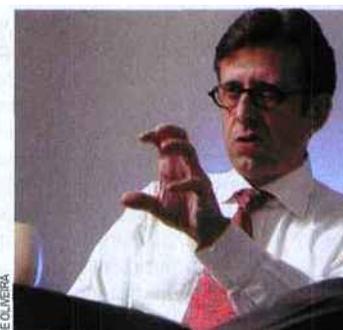


**Plus de 20 %**

C'est le taux de retour sur capitaux employés (Roce) que souhaite maintenir la société de bioanalyse Eurofins Scientific dans les années à venir. Cette priorité donnée au Roce, par rapport à la taille ou à la marge opérationnelle, distingue la firme de nombreuses entreprises moins focalisées sur cet indicateur.



Marc Renaud (CCR Actions) recherche les entreprises dont le retour sur capitaux employés est momentanément bas.



d'autres ! Il n'est d'ailleurs pas pertinent pour le secteur bancaire.

### → LES VALEURS

Marc Renaud privilégie le riche énergéticien allemand E.ON, dont la stratégie lui semble bien identifiée et séduisante. Le groupe, dont le Roce avoisine 18 % et la rentabilité des fonds propres (résultat net rapporté aux capitaux propres) 10 %, ne se paie que 5,6 fois son excédent brut d'exploitation estimé pour 2007. L'évolution du statut boursier de PPR éveille, par ailleurs, son attention. Le groupe de distribution s'oriente vers les métiers du luxe, l'enjeu consistant désormais à transférer avec succès les liquidités tirées des cessions dans la distribution (vente du Printemps) et de celles à venir d'autres enseignes dans le luxe. Le rendement de ses capitaux investis, de 12,4 %, et sa capitalisation boursière sur capitaux propres, de 1,7 fois, ne reflètent pas encore cette mutation en cours. ■ ■ ■

## VALEUR D'ENTREPRISE SUR CHIFFRE D'AFFAIRES Le prix du fonds de commerce

### → EXPLICATION

Cet indicateur met en avant la valeur du fonds de commerce et donc de la clientèle d'une société. La valeur d'entreprise se calcule en ajoutant la capitalisation boursière et les dettes d'une entreprise. Elle est rapportée au chiffre d'affaires. Ce ratio est à la base de toute analyse car les ventes, en première ligne du compte de résultat, présentent l'avantage d'être accessibles facilement. Il est principalement pertinent pour les sociétés de services, les agences de publicité, les chaînes de restauration et les distributeurs dont le métier est de vendre.

### MÉTHODE

Gérard Augustin-Normand, président de Richelieu Finance, affectionne particulièrement ce ratio. Pour François Chaulet, gérant chez Montségur Finance, le principal attrait d'une valorisation anormalement faible, réside dans la perspective d'une reprise de cette société par un industriel, un fonds d'investissement ou des managers. « Cela peut avoir aussi du sens d'acquérir une action d'une entreprise qui se paie plusieurs fois son chiffre d'affaires, dès lors qu'on peut attendre une forte croissance bénéficiaire. Cependant, notre culture de gestion de valeurs décotées nous rend frileux quand un titre se paie plus de 2,5 fois son chiffre d'affaires », ajoute-t-il.

### → LES VALEURS

« CASINO, dont le ratio VE/chiffre d'affaires estimé pour 2007 ressort à seulement 0,48, offre une décote de 20 % par rapport à l'ensemble de la profession, explique Gérard Augustin-Normand. En outre, sa valeur d'entreprise sur résultat d'exploitation, de 10,9, est inférieure à la moyenne du secteur (11,6). Certes, sa marge opérationnelle est légèrement plus faible que celle de certains concurrents, mais son potentiel d'amélioration reste élevé. Et nous faisons confiance à son président actionnaire, Jean-Charles Naouri. »

Pour François Chaulet, « ITALCEMENTI, maison mère de Ciments français (détenu à 75 %) bénéficie d'une excellente diversification géographique et devrait s'implanter sur des marchés porteurs (Chine et Inde). Même si le marché italien pèse sur les comptes, cette activité est valorisée avec une forte décote. La capitalisation boursière atteint 5 milliards



DE OLIVEIRA

d'euros et celle de Ciments français (valorisé 1,5 fois le chiffre d'affaires 2007) représente plus de 4 milliards ».

Plusieurs valeurs technologiques sont également en retard. C'est le cas d'ATOS ORIGIN, déniché par Marc Renaud. « Très contesté, ce groupe international de services informatiques a souffert d'un fort recul de ses facturations au Royaume-Uni. Des difficultés trop fortement sanctionnées. Aujourd'hui, la valeur d'entreprise d'Atos ne vaut plus que 0,55 fois son chiffre d'affaires estimé 2007 et devrait remonter dans la moyenne du secteur (entre 0,7 et 1,3 fois). D'autant que cette SSII ne manquera pas de participer au mouvement de concentration. » Pour sa part, François Chaulet a sélectionné CS (COMMUNICATION & SYSTEMES), créateur de systèmes critiques (qui ne doivent pas tomber en panne) qui vaut seulement 0,5 fois ses facturations 2007 et devrait recueillir les fruits de son plan de redressement cette année. De même, SAFRAN ne se paie que 0,6 fois son chiffre d'affaires estimé 2007 et pourrait tirer parti du changement de sa direction puis de la cession de sa branche de téléphonie pour retrouver les niveaux de marges de son métier. Enfin, l'éditeur de logiciels électriques, IGE+XAO, choisi par Didier Roman, gérant chez Tocqueville Finance, « profite d'applications de plus en plus nombreuses, avec le durcissement de l'environnement réglementaire, et d'une accélération de certains marchés comme l'aéronautique, par exemple. A 1,6 fois son chiffre d'affaires estimé 2006, sa valeur d'entreprise reste bon marché pour la profession (entre 2 et 2,5 fois). Très rentable, la société dispose d'une trésorerie nette de 10 millions d'euros (un quart de sa capitalisation boursière) qu'elle pourrait utiliser pour doubler son chiffre d'affaires et dégager une marge nette de 15 % d'ici trois ans.

Gérard Augustin-Normand (Richelieu Finance) privilégie ce ratio, qui donne une bonne indication du prix de l'entreprise en fonction de ses ventes.



105 %

C'est le retour annuel sur investissement réalisé par Eurazeo sur Terreal. Le fonds a acheté cette société le 30 octobre 2003 pour un montant de 56 millions d'euros et l'a revendue 196 millions (soit 3,5 fois plus !) le 10 octobre 2005.



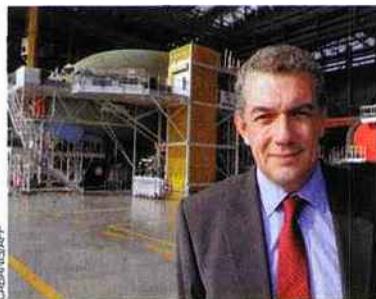
JUPITER IMAGES

## Les compétences des dirigeants sur le gril

**Le critère de la qualité du management** est souvent plus pertinent que le calcul du résultat net par action. Or ce concept apparaît difficilement quantifiable. Il n'en reste pas moins capital lorsqu'on investit dans une société. « Avoir confiance dans les dirigeants est un élément déterminant dans le choix d'une valeur. Il faut se poser une question :

le manager fait-il ce qu'il dit ? De la qualité de la réponse dépend la note de risque », explique Gérard-Augustin Normand, président de Richelieu Finance. Il peut également se révéler judicieux de mesurer leurs capacités d'adaptation, de détecter ceux qui sauront saisir les opportunités de croissance externe, par exemple, sans succomber à la pression du marché en surpayant une acquisition. Parmi les managers plébiscités : Baudouin Prot, président de BNP Paribas, et Thierry de La Tour d'Artaise, président de SEB. Parmi les successeurs de figures emblématiques figure notamment Christian Streiff, qui succède à Jean-Martin Folz à la tête de Peugeot ■

De même, la petite société de services informatiques OSIATIS (valeur d'entreprise/chiffre d'affaires de 0,5) devrait renouer rapidement avec la croissance et dégager une marge opérationnelle de l'ordre de 6 % dès 2007. Dans un autre secteur, le groupe de radio NRJ (valorisé seulement 2,3 fois son chiffre d'affaires) pourra être mis en portefeuille, notamment pour jouer le succès du développement de ses nouvelles activités dans la téléphonie et la télévision numérique. Enfin, le groupe de distribution spécialisée, GO SPORT (0,4 fois les ventes), est considéré comme un beau dossier par Didier Roman, mais seulement à un horizon de deux ans à deux ans et demi pour miser sur l'amélioration de la rentabilité en 2007 et sur une éventuelle vente par sa maison mère Rallye.



Christian Streiff va succéder en février 2007 à Jean-Martin Folz à la tête de Peugeot.

## VALEUR D'ENTREPRISE SUR EBITDA Une évaluation rapide de l'entreprise

### → EXPLICATION

La valeur d'entreprise (capitalisation plus dettes) rapportée au résultat opérationnel avant amortissement (Ebitda) est un excellent ratio. Il permet de réaliser une évaluation rapide de la société et de la comparer à ses concurrents plus finement que le classique PER. L'augmentation de l'Ebitda (*Earnings before interest, taxes and amortization*, en anglais, ou résultat opérationnel avant amortissement) découle des leviers de création de valeur actionnés dans l'entreprise.

### → LA MÉTHODE

Marc Renaud décrit la pertinence de ce critère : « En excluant la charge d'amortissement (des survaleurs notamment), il permet de comparer des sociétés d'un même secteur qui connaissent des cycles de développement différents. »

### → LES VALEURS

Ainsi, pour Gérard Augustin-Normand, le numéro un mondial de la construction et de la concession VINCI, ainsi que le leader mondial des matériaux SAINT-GOBAIN présentent tous deux une décote aussi bien sur la base du critère valeur d'entreprise sur excédent brut d'exploitation par rapport à leur secteur (voir tableau page 16) qu'en ce qui concerne la valeur d'entreprise rapportée au chiffre d'affaires. ALÈS GROUPE, selon Didier Roman, devrait continuer



Didier Roman (Tocqueville Finance) parie sur une évolution de l'actionariat d'Alès Groupe.

à voir ses marges s'améliorer grâce à des ventes en hausse à l'international. Valorisé 8,7 fois son résultat d'exploitation avant amortissement attendu pour 2007, son capital pourrait changer de mains dans les années à venir.

Certaines sociétés peuvent présenter un ratio de rentabilité faible mais avec une forte chance d'amélioration, grâce à un retournement de la conjoncture ou à des efforts de redressement en interne, selon François Chaulat. C'est le cas du chimiste PCAS, qui a connu un problème de rentabilité mais qui revient sur le devant de la scène depuis cet été. Sa marge d'exploitation devrait s'améliorer, pour atteindre 8 % en 2007-2008, et son excédent brut d'exploitation représenter 15 % du chiffre d'affaires. La fusion avec sa maison mère Dynaction, annoncée pour le premier trimestre 2007, peut aussi être jouée.



## CAPITALISATION BOURSIÈRE SUR ACTIF NET COMPTABLE OU RÉÉVALUÉ Une évaluation des actifs



François Chaulet (Montségur Finance) conseille de tirer parti de la myopie de la Bourse et de valoriser les actifs des entreprises.

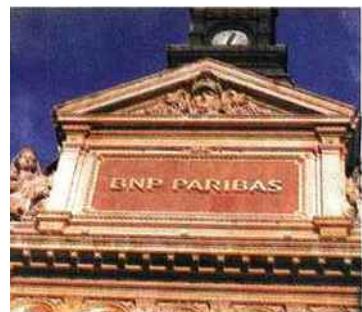
### →EXPLICATION

C'est la valorisation en Bourse rapportée à l'actif net ou les capitaux propres comptables, l'un des principaux postes au bilan d'une entreprise. Il indique le plus souvent la valeur minimale de l'entreprise. Pour une société de services, les actifs peuvent être la qualité des équipes, la compétence sur des produits ou des marchés... L'actif net doit être corrigé du montant des survaleurs (différence entre le prix des acquisitions et leur valeur) qui peut être positif ou négatif. Aux capitaux propres comptables, on peut substituer l'actif net réévalué (ANR). C'est une réévaluation des capitaux propres qui consiste à estimer séparément les différents actifs et engagements de l'entreprise et à en faire la somme, ce qui exige un travail d'analyse. L'ANR présente aussi l'avantage d'intégrer des passifs environnementaux, des montants de retraites non provisionnés qui peuvent hypothéquer les résultats futurs, ainsi que d'autres risques.

### →LA MÉTHODE

« Pour les banques, c'est un excellent indicateur », souligne Gérard Augustin-Normand. Pour sa part, Marc Renaud préfère ce critère au PER (le cours divisé par le bénéfice net par action). « La capitalisation boursière rapportée à l'actif net (ou encore fonds propres) donne une indication de ce que vaut l'entreprise à la casse. Il n'a donc du sens que pour les secteurs à forte capacité capitalistique (qui utilisent beaucoup de capitaux) comme la sidérurgie, le ciment, les banques ou les sociétés de portefeuille. » Quant à François Chaulet, il préconise de tirer parti de la myopie de la Bourse. « Le marché se contente parfois de valoriser les bénéfices futurs d'une entreprise sans regarder le cash qu'elle détient dans ses caisses, ses produits, ses brevets, ses marchés... Et les offres de

BNP Paribas présente une décote sur ses concurrents en dépit de nombreux atouts.



6,3

C'est le nombre de fois par lequel aurait été multipliée la mise d'un actionnaire qui aurait investi, il y a dix ans, dans la major pétrolière Total (dividendes réinvestis), soit un rendement de 20,3 % par an. Une conséquente création de valeur.



fonds ou de managers qui, eux, regardent les actifs donnent un bon indicateur de la valorisation des autres firmes du secteur. »

### →LES VALEURS

Avec un cours rapporté à son actif net par action de 1,75 contre 2,2 pour Société générale, BNP PARIBAS présente une décote. Ses atouts sont nombreux, selon Gérard Augustin-Normand : des actifs de qualité, un excellent management, une activité diversifiée, un profil défensif de banque universelle et des perspectives de croissance sécurisées (voir fiche résultat page 57). Le constructeur PEUGEOT, dont le cours actuel (49 euros environ) rapporté à son actif net par action ressort à seulement 0,8 fois, est aussi fortement décoté. Ses difficultés (recul des ventes en Europe, hausse des matières premières) ont été intégrées par le marché, une anomalie qui devrait être corrigée, estiment Gérard Augustin-Normand et Marc Renaud. BULL est aussi décoté par rapport à son actif net : une situation de *recovery*, pour François Chaulet, alors que la société informatique a du cash (2,40 euros par action) tout en bénéficiant d'un report fiscal déficitaire (1,50 euro). Pour cet unique opérateur européen de serveurs hautes performances, le gérant n'imagine pas une opération de rachat en deçà de 6 à 7 euros par action. A vos calculettes ■

### Les valeurs décotées dénichées par les gérants

Valeur	Roce 2007 estimée (%)	VE/CA 2007 estimée (en fois)	VE/Ebitda 2007 estimée (en fois)	Capitalisation/capitaux propres
ALÈS GROUPE	-	-	8,7	-
ATOS ORIGIN	-	0,5	-	-
BNP PARIBAS	-	-	-	1,75
BULL	-	-	-	5,81
CASINO	-	0,5	-	-
CS	-	0,5	-	-
E.ON	18,2	-	5,6	-
GO SPORT	-	0,4	-	-
IGE+XAO	-	1,6	-	-
ITALCEMENTI	-	0,7	-	-
NRJ	-	2,3	-	-
OSIATIS	-	0,5	-	-
PCAS	-	-	4,8	-
PEUGEOT	-	0,2	2,4	0,8
PPR	12,4	-	-	1,7
SAFRAN	-	0,6	-	-
SAINT-GOBAIN	-	0,8	6	-
VINCI	-	1,4	8,6	-

Sources : FactSet JCF Estimates, analystes.