

75 Analyse Financière

Revue publiée par
la Société Française des Analystes Financiers

L'ÉVALUATION DES ENTREPRISES

- | | | |
|----|---|--|
| 5 | PANORAMA DES MÉTHODES D'ÉVALUATION ENSEIGNÉES AU CENTRE DE FORMATION À L'ANALYSE FINANCIÈRE | Jean Brilman
Michel Jollant |
| 10 | L'ÉVOLUTION DE L'ÉVALUATION DE L'ENTREPRISE DEPUIS LE DÉBUT DES ANNÉES 70 | Didier Pène |
| 18 | ÉVALUATION : LA PRATIQUE ET LE MARCHÉ | Jacques Fournier
Claude Frémont
Jean-Jacques Guiony
Chantal Latapie
Jean-Marie Reinson |
| 23 | ÉVALUATION DES SOCIÉTÉS ET DES MARCHÉS FINANCIERS : LE MODÈLE RENTABILITÉ ATTENDUE/RISQUE | Bernard Petit
Brigitte Richard-Hidden |
| 27 | L'ADÉQUATION DU MODÈLE DE BATES AU CONTEXTE EUROPÉEN | Pierre Chatain
Michel Jollant
Pierre Loiret |
| 32 | L'ÉVALUATION DU DROIT DE VOTE ET LA DÉCOTE DES CERTIFICATS D'INVESTISSEMENTS ET DES ACTIONS À DIVIDENDES PRIORITAIRES | Marc Lombard
Jean-Baptiste Bellon
Laurent Jacquier-Laforge |
| 38 | VARIABILITÉ D'UN MODÈLE ACTUARIEL D'ÉVALUATION | Félix Rosenfeld |
| 44 | ANALYSE STRATÉGIQUE DES SOCIÉTÉS DE CROISSANCE | Renaud Saleur |
| 48 | L'ÉVALUATION D'UNE SOCIÉTÉ D'ASSURANCES DOMMAGES | Étienne Broquet
Rémi Grenier
Christian Maligorne
Robert Teyssier |
| 53 | LE BILAN DE LIQUIDATION : UN OUTIL DE GESTION ? | Gérald Augustin
Michel Capelle |

LA CRISE D'OCTOBRE (SUITE)

- | | | |
|----|--|--|
| 58 | Y A-T-IL UNE FATALITÉ DU KRACH ? LE CAS DE LA FRANCE | Michel de Raismes |
| 64 | ANATOMIE D'UN KRACH : INTRODUCTION À LA THÉORIE DE DOW | Bertrand Fétiveau |
| 76 | LE D.R. CONFRONTÉ À LA RÉALITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS | Rainsy Sam  |

RUBRIQUE

- | | | |
|----|--|-------------------|
| 88 | La location financière : une démarche d'analyse et de couverture du risque de taux d'intérêt | Dominique Jacquet |
|----|--|-------------------|

- | | |
|-----|----------------------------------|
| 97 | Sommaire des numéros disponibles |
| 107 | Index des matières |
| 109 | Liste des auteurs |

Revue trimestrielle
4^e trimestre 1988

Le D.R. confronté à la réalité des marchés financiers

Dans deux articles précédents parus dans les numéros 57 (2^e trimestre 1984) et 62 (3^e trimestre 1985) de cette revue, j'ai exposé les fondements théoriques du D.R. et ébauché quelques compléments opérationnels à ce nouvel outil d'évaluation des actions. Après plus de quatre ans d'observations, de tâtonnements et d'expérimentations, je suis heureux de livrer dans ce troisième article les enseignements que j'ai tirés de l'application du D.R. à la gestion de portefeuille.

I. - RAPPEL DU CONCEPT

Le D.R. se définit comme le délai nécessaire (en années) pour égaliser le cours d'une action avec la somme des bénéfices futurs actualisés.

Il a pour formule :

$$\frac{\text{Log}[X(Q-1)+1]}{\text{Log} Q}$$

où :

X = P.E.R. (rapport cours sur bénéfice par action du dernier exercice).

C = taux de croissance nominal annuel estimé du bénéfice par action.

R = taux de rendement des obligations à long terme de première catégorie.

$$Q = \frac{1 + \frac{C}{100}}{1 + \frac{R}{100}}$$

Ainsi défini, le D.R. peut servir de critère d'évaluation et de comparaison pour les actions : plus ce

délai est court, moins la valeur est chère, pour un même degré de risque.

L'avantage du D.R. comme critère d'appréciation des actions est d'intégrer, en plus du P.E.R., deux autres éléments déterminants pour l'évolution des cours des actions : le taux de croissance des bénéfices et le taux d'intérêt sur le marché obligataire.

II. - LES INSTRUMENTS D'APPLICATION

J'ai élaboré principalement deux sortes d'études :

- la comparaison des marchés, destinée à apprécier la cherté absolue du marché des actions en général, et la cherté relative de chaque marché en particulier, à un moment donné ;
- l'étude D.R. proprement dite qui permet, à l'intérieur d'un marché donné, de classer, de trier et de sélectionner les valeurs en fonction de leur attrait relatif exprimé en termes de décote ou de surcote.

1. La comparaison des marchés

Un exemple de ce type d'étude est donné en annexe 1 où l'on voit sept grandes bourses mondiales avec notamment leur P.E.R. et leur D.R.

Cette étude répond à deux objectifs :

- Apprécier, dans un contexte économique et financier donné, si un investissement en actions est justifié. Pour cela, il faut se référer au D.R. moyen des marchés (11,5 au 30-09-1988) en ayant en tête la norme historique qui se situe entre 10 et 12. En effet, le D.R. est une donnée qui reste homogène dans l'espace et dans le temps, contrairement au P.E.R. qui peut varier sensiblement en fonction des conditions écono-

(*) Membre de la S.F.A.F.

miques et financières du lieu et du moment (phase du cycle économique, niveau des taux d'intérêt,...).

- Établir les bases d'une stratégie internationale d'investissement en identifiant les marchés les plus attractifs fondamentalement, c'est-à-dire ceux qui présentent les D.R. les plus faibles. A cet égard, on peut remarquer que les disparités de D.R. sont minimales (de 10,9 à 12,7) par rapport aux disparités de P.E.R. (de 12,1 à 35,8). Le D.R. semble mieux refléter la réalité des choses car la cherté réelle d'un marché par rapport à un autre n'est pas aussi évidente que le laisse supposer l'écart de leur P.E.R. Autrement, tout le monde vendrait systématiquement les marchés à P.E.R. élevé (Tokyo, Madrid) et achèterait tout aussi systématiquement les marchés à P.E.R. faible (Londres, Zurich). En revanche, étant beaucoup plus faibles et dépendant de multiples facteurs qui varient constamment, les écarts de D.R. peuvent s'inverser facilement, ce qui explique mieux les mouvements réels de capitaux passant continuellement d'un marché à un autre.

2. La sélection de valeurs

Un modèle d'étude D.R. portant sur un large échantillon de valeurs françaises cotées sur le marché du Règlement Mensuel, est présenté en annexe 2. La signification des abréviations et l'interprétation des résultats sont contenues dans l'annexe 3. Quelques remarques s'imposent quant au choix et à la définition de certains paramètres.

En ce qui concerne le P.E.R., il y a lieu de le calculer en utilisant le dernier bénéfice connu, en l'occurrence celui de 1987 même si l'on est déjà bien avancé sur 1988. En effet, il vaut mieux se baser sur un chiffre sûr à partir duquel on applique un taux de croissance prévisionnel, plutôt que de faire reposer tous les calculs sur un chiffre encore incertain, ce qui, dans la projection des résultats dans le futur, risque d'accroître considérablement le décalage par rapport à la réalité. Cette attitude de prudence justifie un petit écart par rapport à la définition du D.R. qui fait appel seulement aux bénéfices futurs. Mais ceci est sans importance dans le résultat final du moment qu'on applique la même formule à toutes les sociétés que l'on veut comparer les unes aux autres. Il est vrai que lorsqu'on se réfère uniquement au P.E.R. pour apprécier une action, on préfère le calculer sur la base du bénéfice de l'année en cours, mais s'agissant du D.R., le bénéfice de l'année en cours (et ceux des années suivantes) est déjà pris en compte à travers le taux de croissance prévisionnel des résultats.

En ce qui concerne le taux de croissance des bénéfices, il convient de retenir le taux estimé pour les douze mois à venir que l'on appréhende assez bien, plutôt qu'un taux correspondant à une prévision sur plusieurs années qui s'avère forcément hasardeux. En effet, l'expérience montre que la Bourse est

beaucoup plus sensible aux inflexions du taux de croissance à court terme des résultats (révision des bénéfices pour l'année en cours, ou, à la rigueur, pour l'année à venir) qu'au taux de croissance plus ou moins fixe que l'on pourrait estimer sur une très longue période (cinq ans par exemple). C'est pourquoi, dans la formule du D.R., il convient de changer le taux de croissance retenu chaque fois que l'on perçoit une évolution dans les conditions d'exploitation des entreprises susceptible de modifier les bénéfices attendus à un horizon rapproché.

En ce qui concerne le risque associé à chaque valeur, on peut le traduire en calculant l'écart-type des taux de variation des résultats sur quatre ou cinq ans passés, l'année en cours et l'année suivante, ce qui constitue une bonne mesure de la volatilité des bénéfices, qui détermine elle-même la volatilité des cours et le risque pour l'investisseur.

Des études D.R. sont aussi produites pour les valeurs françaises du Second Marché, les valeurs américaines, les valeurs britanniques, les valeurs allemandes, les valeurs suisses, les valeurs espagnoles et les valeurs japonaises.

Par ailleurs, des comparaisons sectorielles sont aussi effectuées, qui regroupent des valeurs d'un même secteur d'activité cotées sur plusieurs places différentes (comparaison entre General Electric, Hitachi, Siemens et C.G.E., par exemple).

III. - LES RÉSULTATS OBTENUS

Les études mentionnées plus haut ont été envoyées régulièrement depuis plusieurs années à une centaine d'investisseurs institutionnels qui sont en mesure de vérifier les résultats obtenus.

Les performances des recommandations basées sur le D.R. ont été établies périodiquement. Elles ont été dans l'ensemble très encourageantes, mais il a fallu parfois attendre six mois après la formulation des recommandations pour apprécier les résultats. Cela veut dire qu'il faut du temps pour que les facteurs fondamentaux tels qu'ils sont synthétisés dans le D.R. finissent par l'emporter. Je ne développerai ici que les résultats obtenus sur les neuf à douze derniers mois.

1. La comparaison des marchés

Comment se situaient les D.R. des marchés à la veille du krach boursier d'octobre 1987? Les remarques suivantes avaient été formulées dans plusieurs éditions successives des comparaisons des marchés :

- Le 18 mai 1987: « Dans leur ensemble, les marchés des actions paraissent chers. Le D.R. qui est un critère d'appréciation homogène dans l'espace et dans le temps, devrait se situer normalement entre 10 et 12. Or, le D.R. moyen des

marchés est actuellement de l'ordre de 13. Pour qu'il rebaisse, sans correction des cours et des P.E.R., il faudrait soit que la croissance des bénéfices des sociétés s'accélère, soit que les taux d'intérêt diminuent. Ni l'une ni l'autre de ces deux hypothèses ne paraît probable actuellement pour les prochains mois. »

- Le 14 septembre 1987 : « Cette hausse des cours des actions (en août 1987), combinée avec un renchérissement général du loyer de l'argent, amène les D.R. à un niveau historiquement élevé (13,2 en moyenne). »
- Le 15 octobre 1987 : « Comme nous l'avons déjà souligné, les marchés des actions commencent à paraître chers en terme de D.R. Historiquement, les D.R. se situent entre 10 et 12. Actuellement, la moyenne atteint 13,5. Le tassement du rythme de croissance des bénéfices d'une part et la hausse des taux d'intérêt d'autre part, ne permettent plus de justifier des P.E.R. aussi élevés. »

La violente correction des cours (et des P.E.R.) survenue durant la dernière quinzaine d'octobre 1987 et au cours des mois suivants a ramené les D.R. des marchés vers le bas de la fourchette normale de 10 à 12. Des excès ont même été commis à la baisse, notamment sur le marché français dont le D.R. à fin janvier 1988 est tombé à 9,7, ce qui a entraîné une correction en sens opposé le mois suivant : février 1988 s'est distingué par une reprise du marché de 22 % !

Au 31 décembre 1987, le marché français avait un P.E.R. plus élevé que celui du marché allemand (12,3 contre 12,2), mais le D.R. français (11,1) était parmi les plus faibles tandis que le D.R. allemand (12,3) était parmi les plus élevés. Neuf mois plus tard, Paris qui était le moins cher en terme de D.R., a effectivement monté nettement plus que Düsseldorf : 35 % contre 20 %.

Quant au marché japonais, il paraissait cher à l'époque (DR = 14,6) parce que le taux de croissance des bénéfices avait été sous-estimé à 17 %. Si on avait retenu un taux de 25 %, comme on a été conduit à le faire depuis (révision en hausse des bénéfices), le D.R. japonais aurait été de 11,6 seulement, ce qui explique mieux la hausse de 28 % de ce marché depuis le 31 décembre 1987.

2. La sélection de valeurs

En annexe 4 figurent les performances sur neuf mois des valeurs françaises du Règlement Mensuel conseillées à l'achat au début de 1988 puisque présentant alors une décote supérieure à 25 %. Les quinze valeurs recommandées ont progressé, en moyenne, de 47,5 % alors que le marché dans son ensemble n'a monté, sur la même période, que de 32,9 %. Les calculs portant sur des périodes antérieures ont également donné des résultats très favorables aux recommandations D.R. Ponctuellement, il peut y avoir quelques déceptions (comme c'est le

cas de Michelin cette année) dues à des bénéfices moins bons que prévu, d'où la nécessité de se baser sur les estimations les plus fiables formulées par les meilleures sociétés d'analyse financière. Mais, dans l'ensemble, les très bonnes performances de la plupart des valeurs recommandées compensent très largement les déceptions éprouvées çà et là.

Il peut être également intéressant d'observer l'évolution des valeurs présentant au début de cette année une surcote importante (supérieure à 40 %) : il s'agit donc des sociétés les plus chères d'après leurs fondamentaux appréciés sous l'angle du D.R. (voir annexe 5).

Malgré leur forte surcote initiale, certaines de ces valeurs ont sensiblement monté pour l'une ou plusieurs des raisons suivantes :

- O.P.A. et restructuration du capital : Télématique, Midi, La Redoute, Moulinex (là surcote persistante d'une valeur peut effectivement indiquer un ramassage systématique du titre) ;
- bénéfices révisés en hausse : Moulinex, S.F.I.M., Majorette, La Redoute ;
- existence d'actifs cachés importants : Midi ;
- part du rêve dans les résultats futurs : Institut Mérieux (recherche pharmaceutique).

En l'absence de causes évoquées ci-dessus, les autres valeurs surcotées ont très nettement sous-performé par rapport au marché : Avions Marcel Dassault, Screg.

Pratiquement, dans le cadre d'une gestion de portefeuille, on peut acheter systématiquement les valeurs les plus décotées mais il ne faut pas vendre systématiquement les valeurs apparemment surcotées.

Des résultats tout aussi encourageants ont été obtenus sur les marchés américains (sélection D.R. en hausse de 31,7 % sur les neuf premiers mois de 1988 contre une progression de 10,1 % seulement du marché), britannique (respectivement 27,3 % et 7,5 %), allemand (43,3 % et 21,7 %) et suisse (36,2 % et 16,1 %). Par contre, sur le marché japonais (5,5 % et 29,5 %), la spéculation effrénée sur certains types de valeurs et la manipulation des brokers ont provoqué de très fortes distorsions de cours qui n'ont pas profité aux recommandations D.R.

IV. - UNE EXPÉRIENCE DE GESTION D'UNE S.I.C.A.V. D.R.

J'ai géré une S.I.C.A.V. selon la méthode du D.R. de début décembre 1987 (date de l'ouverture de la S.I.C.A.V. au public) à début juillet 1988 (date de mon départ de l'Établissement promoteur de la S.I.C.A.V. en question). Outre la brièveté de l'expérience (7 mois), il faut souligner les conditions particulières et difficiles dans lesquelles la S.I.C.A.V. a démarré et qui expliquent pourquoi je n'ai pas pu, ou pas su, appliquer pleinement et judicieusement

la méthodologie et les recommandations D.R. Tout d'abord, au lendemain du krach boursier, dans un environnement encore très incertain, je devais, par prudence, garder un très fort pourcentage de liquidités, de sorte que la partie investie en actions ne dépassait pas 20 % les premiers mois et atteignait seulement 50 % à la fin de la période sous revue, mais les marchés avaient alors déjà réalisé l'essentiel de leur hausse. Ensuite, j'ai fait un mauvais choix dans la pondération des marchés, privilégiant nettement le marché japonais qui avait le mieux résisté à la tourmente d'octobre 1987, pensant qu'il devait continuer à bien se comporter pour des raisons techniques et spécifiques à la Bourse de Tokyo. Or, c'était le seul marché où l'application de la méthode D.R. s'avérait décevante, allant à contresens de la tendance générale, pour les raisons indiquées plus haut. Enfin, j'ai une fois cédé à la panique sur le marché français, vendant à un mauvais moment pour racheter plus cher quelques semaines plus tard. Tout cela a fait que, de décembre 1987 à juillet 1988, la valeur liquidative par action de la S.I.C.A.V. n'a monté que de 4 %, soit nettement moins que l'évolution d'ensemble des marchés financiers.

Cette expérience m'a appris au moins une chose : ce n'est pas tout d'avoir un bon instrument, il faut aussi savoir bien l'utiliser. Or, le D.R. est un instrument rationnel dont l'application demande du temps, de la patience et de la constance pour s'avérer efficace. Il faut donc avoir le courage et le sang-froid d'appliquer le plus systématiquement et le plus méthodiquement possible les recommandations des études D.R. sur des marchés efficients caractérisés par un comportement rationnel des

investisseurs, une information de qualité, une bonne circulation de cette information, une absence de domination et de manipulation.

V. - CONCLUSION

Le D.R. s'avère une méthodologie capable de déceler les marchés et les titres les plus sous-évalués fondamentalement. Les résultats obtenus à ce jour incitent à poursuivre les travaux d'analyse financière menés depuis plus de quatre ans.

Néanmoins, il faut être conscient des limites de cette approche fondée sur l'anticipation d'un flux mesurable de bénéfices d'exploitation, approche qui peut cependant ne pas avoir de prise sur certains types de valeurs (valeurs spéculatives, valeurs d'actifs, valeurs de rendement, certaines valeurs pharmaceutiques ou de communication pour lesquelles le rêve ou la mode jouent un rôle important).

Il faut enfin rappeler que la validité de la formule mathématique dépend des données qu'on y entre, d'où l'importance primordiale de l'analyse financière classique (prévisions de bénéfices).

Il n'en demeure pas moins que le D.R. qui s'applique particulièrement bien aux sociétés industrielles et commerciales sur des marchés efficients permet, dans l'appréciation d'un titre par rapport à son marché, d'établir une cohérence entre les différents éléments fondamentaux et de formaliser un raisonnement rigoureux et systématique qui peut s'avérer utile dans la gestion de portefeuille dans une optique à moyen terme.

ANNEXE 1
COMPARAISON DES MARCHÉS AU 30-09-88

	PARIS (1)	NEW YORK (2)	TOKYO (3)	LONDRES (4)	DÜSSELDORF (5)	ZÜRICH (6)	MADRID (7)
Indice	380,20	271,91	27.700,13	962,31	1571,10	542,50	281,27
Variation par rapport au mois précédent	+9,3 %	+4,0 %	+1,2 %	+3,6 %	+6,6 %	+2,8 %	-0,5 %
PER 1987	14,6	15,5	35,8	12,1	14,7	13,6	20,4
Taux de croissance des bénéfices sur les 12 prochains mois	15 %	16 %	25 %	12 %	9 %	8 %	24 %
Taux d'intérêt à long terme (Emprunts d'Etat)	8,89 %	9,09 %	5,05 %	9,80 %	6,35 %	4,24 %	12,27 %
DR	11,0	11,1	11,8	10,9	12,7	11,3	11,5

D.R. moyen des marchés : 11,5.

(1) Indice C.A.C.

(2) Indice S.P. 500.

(3) Indice Nikkei. P.E.R. ajusté pour tenir compte des différences de normes comptables.

(4) Indice F.T. Industrial Group (488).

(5) Indice Commerzbank.

(6) Indice S.B.S.

(7) Indice général.

Le D.R. confronté à la réalité des marchés financiers

ANNEXE 2 (a)
 ÉTUDE D.R.
 VALEURS FRANÇAISES
 RÉGLEMENT MENSUEL
 Données au 30 septembre 1988
 Indice C.A.C. : 380.2 (+ 9,4 % depuis le 31-08-1988)

VALEURS LES PLUS DECOTEES

N°	SOCIETES	CODE SECTEUR	COURS	DECOTE	SECTEUR D'ACTIVITE/OBSERVATIONS
84	PEUGEOT	06	1221.00	- 27.8 %	Automobile. Cours + 7.3%. Rendement 2.1%.
111	THOMSON-CSF	05-04	181.00	- 22.6 %	Equipements électroniques militaires. Cours + 3.3%. Rendement 5.0%.
53	GERLAND	02	525.00	- 22.2 %	Travaux routiers / Revêtements divers. Cours + 2.9%. Rendement 3.4%.
27	C.G.E.	03	344.00	- 21.9 %	Construction électrique. Cours + 9.9%. Rendement 3.3%.
93	SAINTE GOBAIN	01	545.00	- 21.4 %	Verre / Matériaux de construction. Cours + 11.7%. Rendement 2.9%.
65	LAFARGE C.	01	1378.00	- 20.8 %	Matériaux de construction. Cours + 3.8%. Rendement 2.7%.
112	T.R.T.	04-05	992.00	- 20.3 %	Electronique / Télécommunications. Cours + 3.3%. Rendement 5.3%.
78	OLIDA	08 *	365.00	- 20.3 %	Charcuterie industrielle / Plats cuisinés. Cours + 11.8%. Rendement 4.1%.
73	MATRA	05-06	195.00	- 19.5 %	Défense-Espace / Equipement automobile / Télécom. Cours + 8.5%. Rendement 4.2%.
28	CIMENTIS FR.	01	1095.00	- 18.4 %	Matériaux de construction. Cours + 12.8%. Rendement 2.9%.
101	SEB	09	836.00	- 18.1 %	Electroménager. Cours + 1.0%. Rendement 3.9%.

VALEURS LES PLUS SURCOTEES

N°	SOCIETES	CODE SECTEUR	COURS	SURCOTE	SECTEUR D'ACTIVITE/OBSERVATIONS
36	DARTY	10	475.10	+ 33.8 %	Distrib. d'appareils électroménagers et Vidéo-Hifi Cours - 3.4%. Rendement 0.2%.
104	SKIS ROSS.	09	1085.00	+ 28.6 %	Fabrication et distrib. de skis et accessoires. Cours + 8.0%. Rendement 2.9%.
7	AUSSEDAT-REY	01	512.00	+ 26.4 %	Papier. Cours + 1.0%. Rendement 1.5%.
99	SCOA	10 *	57.40	+ 25.0 %	Négoce international. Cours + 34.1%. Rendement 0%.

CARACTERISTIQUES DE L'ECHANTILLON (114 valeurs)

PER moyen 1987 : 15.77 | Coef. de corrélation entre DR et ET : -0.7424
 C moyen : 17.02 | Equation de la droite de régression :
 DR moyen : 10.22 | DR = f (ET)
 ET moyen : 44.32 | Y = -0.032 X + 11.64

Le D.R. confronté à la réalité des marchés financiers

ANNEXE 2 (b)

VALEURS FRANÇAISES AU 30 SEPTEMBRE 1988
RÈGLEMENT MENSUEL

Taux d'intérêt : 8.89 %

N°	SOCIETES	CODE SECTEUR	COURS	BPA 87	C	PER 87	DR	ET	DECOTE (-) SURCOTE(+)
1	ACCOR	11	494.00	20.20	24.0	24.46	11.39	5.10	- 1.5 %
2	AIR LIQUIDE	07	538.00	31.10	17.0	17.30	11.52	4.92	+ 0.5 %
3	ALCATEL	04	2352.00	125.20	24.0	18.79	9.87	36.57	- 10.1 %
4	ALSAC. DE SUP	10	1434.00	100.20	15.0	14.31	10.80	6.19	- 7.5 %
5	ALSTHOM	03	377.00	25.30	11.0	14.90	13.22	14.59	+ 20.7 %
6	ARJOMARI P.	01	2145.00	168.50	15.0	12.73	9.87	14.97	- 14.9 %
7	AUSSEDAT-REY	01	512.00	47.50	12.0	10.78	9.53	121.72	+ 26.4 %
8	AUX. ENTR.	02	1090.00	66.20	15.0	16.47	11.99	10.01	+ 8.0 %
9	AV. DASSAULT	05 *	660.00	15.30	N.S.	43.14	11.57	30.53	+ 20.7 %
10	BAFIP	14	390.00	33.30	15.0	11.71	9.25	43.90	- 12.2 %
11	BANCAIRE CIE	14	472.00	50.20	7.0	9.40	10.18	8.96	- 9.5 %
12	BEGHIN-SAY	08	514.00	46.50	17.0	11.05	8.36	125.43	+ 13.0 %
13	B.H.V.	10	447.00	39.00	8.0	11.46	11.99	26.47	+ 10.5 %
14	BIC	08	864.00	54.00	13.0	16.00	12.75	18.12	+ 19.2 %
15	BIS	15	1874.00	112.20	17.0	16.70	11.25	33.13	+ 9.3 %
16	BONGRAIN	08	2690.00	156.40	17.0	17.20	11.48	6.99	+ 0.8 %
17	BOUYGUES	02	598.00	38.30	20.0	15.61	9.81	27.39	- 13.7 %
18	B.S.N.	08	5460.00	318.50	19.0	17.14	10.73	8.92	- 8.6 %
19	CANAL +	12 *	618.00	22.90	N.S.	26.99	8.72	71.10	- 14.9 %
20	CAP GEMINI	15	2380.00	65.40	31.0	36.39	11.51	8.43	+ 2.8 %
21	CARNAUD	01-08	479.90	26.70	24.0	17.97	9.63	38.88	- 12.8 %
22	CARREFOUR	10	2848.00	159.80	14.0	17.82	13.25	11.80	+ 23.7 %
23	CASINO	10	162.00	7.30	27.0	22.19	10.05	22.32	- 15.6 %
24	C.C.F.	14	135.00	10.50	11.0	12.86	11.59	11.14	+ 3.0 %
25	CETELEM	14	662.00	78.20	6.0	8.47	9.46	9.31	- 14.6 %
26	CFAO	10	1677.00	111.30	14.0	15.07	11.66	27.98	+ 11.0 %
27	C.G.E.	03	344.00	26.00	18.0	13.23	9.28	20.35	- 21.9 %
28	CIMENTS FR.	01	1095.00	79.60	17.0	13.76	9.82	10.11	- 18.4 %
29	CLUB MED.	11	425.00	30.10	12.0	14.12	12.03	9.01	+ 7.0 %
30	C.MODERNES	10	770.00	46.30	13.0	16.63	13.15	8.80	+ 19.9 %
31	COLAS	02	619.00	45.60	17.0	13.57	9.73	71.76	+ 5.7 %
32	CREDIT NAT.	14	934.00	123.00	3.0	7.59	9.51	17.87	- 10.6 %
33	CROUZET	04 *	395.00	-16.70	N.S.	N.S.	6.41	152.77	- 12.6 %
34	C.S.E.E.	03-04	585.00	37.00	28.0	15.81	8.22	108.52	+ 1.2 %
35	DAMART	09	2752.00	220.70	12.0	12.47	10.82	13.69	- 4.0 %
36	DARTY	10	475.10	20.40	18.0	23.29	13.46	14.33	+ 33.8 %
37	D.M.C.	09	435.00	39.20	10.0	11.10	10.57	51.69	+ 6.1 %
38	DOCKS FR.	10	2080.00	128.40	15.0	16.20	11.84	7.94	+ 5.4 %
39	DUMEZ	02	713.00	59.10	13.0	12.06	10.13	13.75	- 11.5 %
40	EAUX (GLE)	13	1483.00	75.10	19.0	19.75	11.73	22.22	+ 11.9 %
41	ECCO	15	1660.00	88.80	21.0	18.69	10.66	18.72	- 5.7 %
42	EL. DASSAULT	04	460.00	30.80	14.0	14.94	11.58	20.44	+ 7.0 %
43	EPEDA B.F.	06-09	930.00	64.20	12.0	14.49	12.29	30.83	+ 18.2 %
44	ESSILOR	09	2740.00	148.10	16.0	18.50	12.52	14.01	+ 17.3 %
45	EUROCOM	12	1229.00	59.30	19.0	20.73	12.09	13.28	+ 12.7 %
46	EUROMARCHE	10	2369.00	203.00	10.0	11.67	11.08	43.33	+ 8.6 %
47	EUROPE 1	12	570.00	28.20	33.0	20.21	8.50	76.71	- 15.2 %
48	FACOM	06-09	875.00	61.20	14.0	14.30	11.19	9.43	- 1.6 %
49	FICHET-B.	09 *	980.00	0.80	N.S.	N.S.	8.30	90.68	- 14.9 %
50	FROM. BEL	08	1406.00	91.60	14.0	15.35	11.83	22.60	+ 10.8 %
51	GASCOGNE	10	355.00	26.90	16.0	13.20	9.83	76.63	+ 9.4 %
52	GEOPHYSIQUE	01-15 *	452.00	-33.10	N.S.	N.S.	8.16	121.03	+ 20.9 %
53	GERLAND	02	525.00	37.10	22.0	14.15	8.75	44.82	- 22.2 %
54	G.LAFAYETTE	10 *	1054.00	25.10	N.S.	41.99	8.45	86.95	- 12.3 %
55	GROUPE CITE	12	2875.00	205.10	12.0	14.02	11.96	42.92	+ 19.4 %
56	GTM-ENTR.	02 *	663.00	6.10	N.S.	108.69	7.60	106.47	- 15.1 %
57	GUYENNE G.	10	747.00	42.10	21.0	17.74	10.33	37.98	- 1.4 %
58	HACHETTE	12	257.50	13.60	18.0	18.93	11.82	13.58	+ 8.4 %
59	HAVAS	12	730.00	29.50	28.0	24.75	10.36	63.68	+ 16.7 %
60	HUTCHINSON	06-15	1111.00	108.90	15.0	10.20	8.29	67.03	- 15.7 %
61	INGENICO	04-15	430.00	21.20	30.0	20.28	9.01	68.91	- 9.0 %
62	INTERTECHN.	04	1105.00	78.40	16.0	14.09	10.32	15.66	- 10.1 %
63	LAB. BELLON	07	1517.00	100.40	19.0	15.11	9.87	50.15	- 2.4 %

Le D.R. confronté à la réalité des marchés financiers

ANNEXE 2 (c)

Taux d'intérêt : 8.89 %

N°	SOCIETES	CODE SECTEUR	COURS	BPA 87	C	PER 87	DR	ET	DECOTE (-) SURCOTE(+)
64	LABINAL	03	920.00	44.70	20.0	20.58	11.65	14.19	+ 6.9 %
65	LAFARGE C.	01	1378.00	122.10	14.0	11.29	9.27	14.85	- 20.8 %
66	LEGRAND	03-09	3118.00	166.40	21.0	18.74	10.68	26.20	- 1.9 %
67	LEROY SOMMER	03	938.00	74.60	17.0	12.57	9.20	76.62	+ 0.2 %
68	LESIEUR	08	2040.00	101.60	24.0	20.08	10.25	61.29	+ 10.7 %
69	LUCHAIRE	05 *	327.00	7.50	N.S.	43.60	8.67	78.23	- 8.9 %
70	L.V.M.H.	08-09	3051.00	120.50	26.0	25.32	11.00	7.10	- 7.3 %
71	LYONN. EAUX	13	1515.00	85.10	17.0	17.80	11.75	44.35	+ 22.3 %
72	MAJORETTE	09	236.00	14.10	15.0	16.74	12.13	37.85	+ 22.4 %
73	MATRA	05-06	195.00	11.60	31.0	16.81	8.03	83.55	- 19.5 %
74	MERLIN G.	03	3092.00	197.30	18.0	15.67	10.43	7.18	- 12.7 %
75	MICHELIN	06	180.00	29.60	-1.0	6.08	8.44	63.71	- 7.8 %
76	MOULINEX	09 *	115.90	0.80	N.S.	144.87	6.83	135.75	- 12.5 %
77	NOUV. GAL.	10	412.00	34.20	14.0	12.05	9.77	19.41	- 14.0 %
78	OLIDA	08 *	365.00	-2.10	N.S.	N.S.	8.12	89.03	- 20.3 %
79	OREAL (L')	07	3757.00	186.60	18.0	20.13	12.29	6.57	+ 11.9 %
80	PARIBAS	14	443.00	32.60	15.0	13.59	10.38	7.56	- 11.7 %
81	PAR.REESC.	14	424.50	35.40	13.0	11.99	10.08	24.56	- 8.6 %
82	PERNOD R.	08	1240.00	65.40	18.0	18.96	11.83	9.56	+ 6.7 %
83	PERRIER	08	1206.00	43.00	26.0	28.05	11.56	19.46	+ 10.4 %
84	PEUGEOT	06	1221.00	268.90	-2.0	4.54	5.74	69.65	- 27.8 %
85	POLIET	01	572.00	33.80	22.0	16.92	9.77	32.50	- 12.8 %
86	PRIMAGAZ	01	610.00	51.10	16.0	11.94	9.11	50.81	- 11.8 %
87	PRINTEMPS	10	614.00	32.00	18.0	19.19	11.92	12.66	+ 9.5 %
88	PROMODES	10	2185.00	97.40	24.0	22.43	10.88	16.81	- 3.7 %
89	RADIOTECH.	03-04	647.00	62.00	11.0	10.44	9.60	93.03	+ 11.9 %
90	REDOUTE	10	2999.00	182.00	24.0	16.48	9.16	70.44	- 4.1 %
91	ROUSSEL-U.	07	1329.00	52.70	28.0	25.22	10.46	39.47	+ 1.7 %
92	SAGEM	03-04	1625.00	77.00	25.0	21.10	10.27	30.24	- 7.1 %
93	SAINT GOBAIN	01	545.00	57.10	12.0	9.54	8.56	33.46	- 21.4 %
94	SAINT LOUIS	08	960.00	58.40	25.0	16.44	8.94	81.14	- 2.0 %
95	SALOMON	09-11	1799.00	134.70	10.0	13.36	12.59	24.22	+ 16.9 %
96	SANOFI	07	912.00	43.30	19.0	21.06	12.21	6.47	+ 11.1 %
97	S.A.T.	03-04 *	776.00	21.50	N.S.	36.09	7.80	117.42	- 2.6 %
98	SAUPIQUET	08	1315.00	62.50	30.0	21.04	9.17	90.57	+ 10.1 %
99	SCOA	10 *	57.40	-17.50	N.S.	N.S.	7.59	136.43	+ 25.0 %
100	SCREG	02	633.00	52.80	21.0	11.99	8.03	147.81	+ 24.6 %
101	SEB	09	836.00	62.80	18.0	13.31	9.32	29.76	- 18.1 %
102	SFIM	04-05	1486.00	118.60	11.0	12.53	11.33	46.13	+ 12.7 %
103	S.G.E.	02 *	36.50	-1.90	N.S.	N.S.	9.10	66.15	- 12.9 %
104	SKIS ROSS.	09	1085.00	71.50	14.0	15.17	11.73	63.34	+ 28.6 %
105	SLIGOS	04-15	890.00	35.65	35.0	24.96	9.04	68.68	- 9.4 %
106	SOCIETE GLE	14	451.00	42.50	8.0	10.61	11.06	2.09	- 4.3 %
107	SODEXHO	11	2890.00	164.50	15.0	17.57	12.57	24.57	+ 21.9 %
108	SOMMER ALL.	09	2130.00	166.40	19.0	12.80	8.82	104.79	+ 9.4 %
109	SPIE -BAT.	02	423.00	37.00	12.0	11.43	10.03	83.30	+ 13.6 %
110	STRAFOR	03-15	692.00	46.00	14.0	15.04	11.65	38.57	+ 15.4 %
111	THOMSON-CSF	05-04	181.00	23.40	10.0	7.74	7.48	64.61	- 22.6 %
112	T.R.T.	04-05	992.00	71.90	21.0	13.80	8.82	45.57	- 20.3 %
113	UFB	14	406.00	62.10	-2.0	6.54	10.07	16.99	- 5.2 %
114	VALEO	06 *	627.00	36.50	N.S.	17.18	7.16	114.42	- 16.1 %

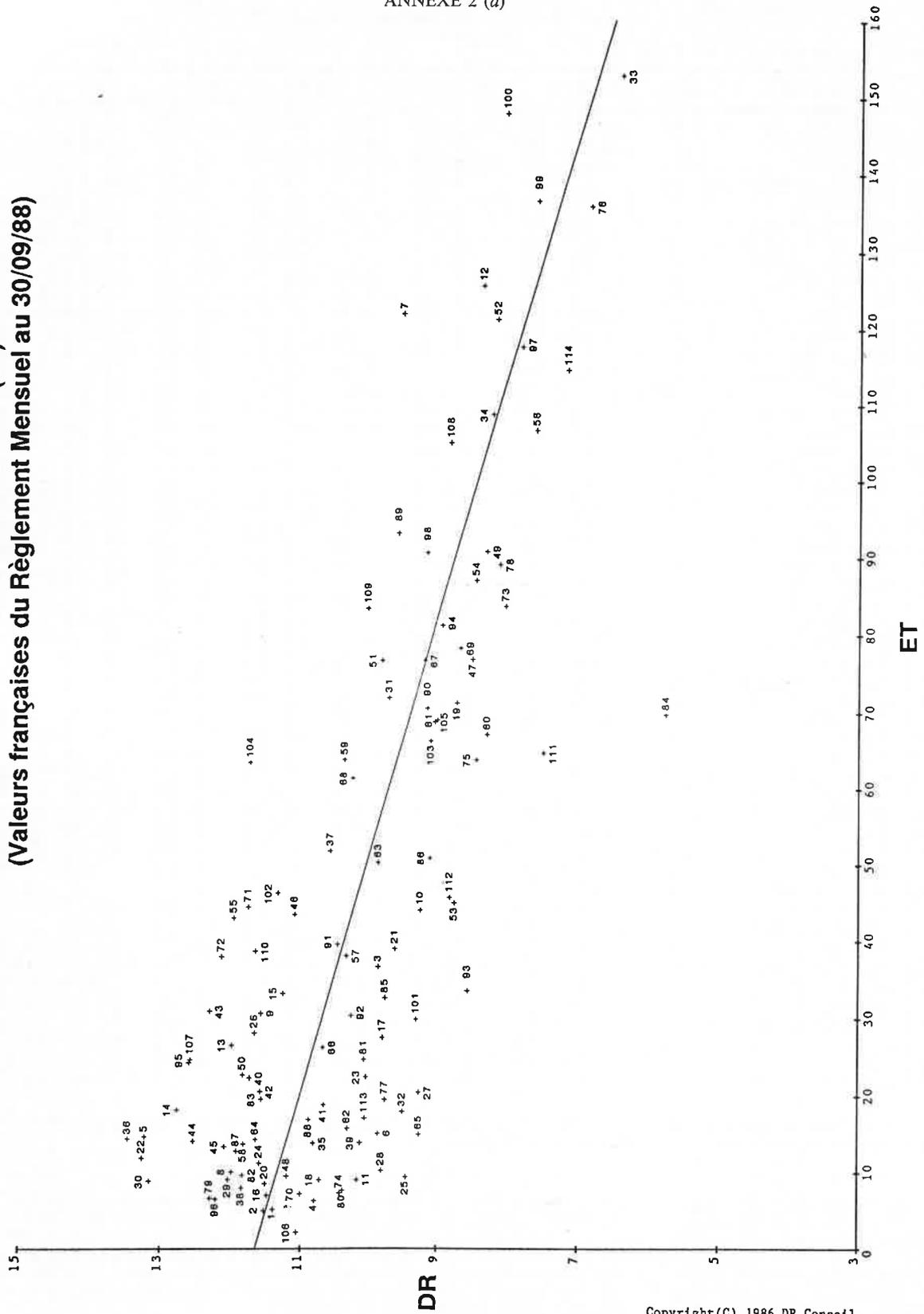
Les sociétés soulignées sont celles pour lesquelles nous disposons de renseignements et de prévisions les plus fiables et/ou celles pour lesquelles les hypothèses les plus prudentes ont été retenus.

CODE SECTEUR

01 : Produits de base (énergie, matières premières, métaux, chimie de base, matériaux de construction, verre, bois, papier). - 02 : Immobilier, B.T.P., logement. - 03 : Construction mécanique, thermique et électrique ; machine-outil. - 04 : Électronique, informatique, bureautique, télécommunications. - 05 : Aéronautique, balistique, défense. - 06 : Automobile, pneumatique, pièces et accessoires, outillage. - 07 : Chimie fine, pharmacie, cosmétiques. - 08 : Biens de consommation périssables (alimentation, boissons, tabac, produits jetables). - 09 : Biens de consommation durables (textile, habillement, meubles et décoration, jouet, équipement ménager). - 10 : Distribution, commerce, négoce. - 11 : Hôtellerie, restauration, loisirs, transports. - 12 : Communication, édition, presse, publicité. - 13 : Services publics. - 14 : Secteur financier et holdings. - 15 : Divers.

DROITE DE REGRESSION DR = f(ET)
 (Valeurs françaises du Règlement Mensuel au 30/09/88)

ANNEXE 2 (d)



ANNEXE 3

SIGNIFICATION DES ABRÉVIATIONS ET INTERPRÉTATION DES RÉSULTATS

- B.P.A. 87 : Bénéfice par action 1987.
- C : Taux de croissance moyen estimé des bénéfices en 1988 et 1989 (*).
- P.E.R. : Price-Earning Ratio (rapport cours/B.P.A.) (*).
- D.R. : Délai de Recouvrement (calculé selon la formule de base ou une formule adaptée) (*).
- E.T. : Écart-type (coefficient de volatilité des bénéfices).
- D.R. = f (E.T.) : Approximation linéaire du D.R. par E.T. obtenue par la méthode des moindres carrés et illustrée par la droite de régression $D.R. = a \cdot E.T. + b$.
 Le but de l'opération est de définir une relation simple entre le D.R. d'une valeur et le risque associé à cette valeur, risque que l'on peut mesurer par la volatilité des bénéfices (E.T.) et qui se reflète dans la volatilité des cours. Plus le risque est élevé, plus faible doit être le D.R. : c'est une règle de bon sens qui se vérifie aussi bien pour les investissements industriels que pour les investissements en Bourse. La droite de régression construite à partir d'un échantillon représentatif de valeurs, permet de caractériser, pour chaque marché, à un moment donné, la relation entre D.R. et E.T.
- R.E.G. : Valeur du D.R. tirée de l'équation de la droite de régression pour un E.T. donné. En d'autres termes, c'est le D.R. normal ou objectif de la valeur, compte tenu du risque qu'elle présente.
- Comparaison
 D.R. et R.E.G. : Si D.R. = R.E.G., le D.R. effectif est égal au D.R. objectif, la valeur paraît correctement appréciée, elle se situe exactement sur la droite de régression (voir graphique en dernière page de chaque étude où les sociétés sont représentées par leur numéro de classement par ordre alphabétique).
 Si D.R. < R.E.G., le D.R. effectif est inférieur au D.R. objectif, le titre paraît relativement sous-évalué (valeurs situées en dessous de la droite de régression).
 Si D.R. > R.E.G., le D.R. effectif est supérieur au D.R. objectif, le titre paraît relativement surévalué (valeurs situées au-dessus de la droite de régression).
- Décote ou surcote : Écart en % entre le cours effectif d'une valeur et son cours objectif. Le cours objectif est celui qui est associé au D.R. objectif, c'est-à-dire le cours qui placerait la valeur exactement sur la droite de régression (D.R. = R.E.G.). La décote (ou la surcote) reflète le potentiel de hausse (ou de baisse) d'une valeur si elle était correctement appréciée en fonction de ses caractéristiques propres (D.R. et E.T.), selon la norme et les conditions du marché, à un moment donné.

(*) Le D.R. des valeurs marquées d'un astérisque a été calculé en adaptant la formule de base aux sociétés dont les résultats connaissent une évolution exceptionnelle entre 1987 et 1989 (C non significatif). Dans ce cas, on intègre directement dans le calcul du D.R. les bénéfices (ou pertes) estimés pour 1988 et 1989 et on retient un rythme de croissance plus régulier pour les années suivantes. Ce traitement est réservé notamment aux sociétés qui enregistrent actuellement des résultats négatifs ou voisins de zéro et dont le P.E.R. s'avère non significatif.

Le D.R. confronté à la réalité des marchés financiers

ANNEXE 4

PERFORMANCES DES VALEURS FRANÇAISES CONSEILLÉES À L'ACHAT
EN FONCTION DU D.R. SUR 9 MOIS

VALEURS DECOTEES AU 08.01.88 (Décote > -25 %)	DECOTE au 08.01.88	COURS AU 08.01.88	COURS AU 30.09.88	VARIATION DES COURS entre le 08.01.88 et le 30.09.88
MICHELIN	- 43,6 %	181,00	180,00	- 0,6 %
EPEDA B.F.	- 37,4 %	444,00	930,00	+109,5 %
PEUGEOT	- 36,4 %	950,00	1221,00	+ 28,5 %
BAFIP	- 35,8 %	307,00	390,00	+ 27,0 %
THOMSON-CSF	- 32,2 %	144,90	181,00	+ 24,9 %
GTM-ENTR.	- 30,4 %	381,00	663,00	+ 74,0 %
PAR. REESC.	- 29,8 %	342,00	424,50	+ 24,1 %
T.R.T.	- 29,5 %	750,00	992,00	+ 32,3 %
CREDIT NATIONAL	- 27,1 %	650,00	934,00	+ 43,7 %
GUYENNE GASCOGNE	- 26,0 %	440,00	747,00	+ 69,8 %
SAINT-GOBAIN	- 26,0 %	434,00	545,00	+ 25,6 %
S.G.E.	- 25,8 %	29,50	36,50	+ 23,7 %
DUMEZ	- 25,6 %	515,00	713,00	+ 38,4 %
C.G.E.	- 25,6 %	215,00	344,00	+ 60,0 %
LEROY-SOMER	- 25,0 %	404,00	938,00	+132,2 %
MOYENNE	-	-	-	+ 47,5 %
INDICE CAC	-	286,1	380,2	+ 32,9 %

Commentaires : Depuis le début de 1988, les performances des recommandations D.R. ont été meilleures que la variation de l'indice C.A.C., en dépit des O.P.A et autres restructurations de capital de sociétés qui ont entraîné de très forts décalages de cours sur certaines valeurs spécifiques, et ont de ce fait sensiblement dopé l'indice C.A.C.

Le D.R. confronté à la réalité des marchés financiers

ANNEXE 5

PERFORMANCES DES VALEURS FRANÇAISES *
LES PLUS SURCOTÉES SUR 9 MOIS

VALEURS SURCOTEES AU 08.01.88 (surcote > 40 %)	SURCOTE au 08.01.88	COURS AU 08.01.88	COURS AU 30.09.88	VARIATION DES COURS entre le 08.01.88 et le 30.09.88
MOULINEX	+104,5 %	43,50	115,90	+ 66,4 %
AV. DASSAULT	+ 98,3 %	715,00	660,00	- 7,7 %
LA REDOUTE	+ 55,6 %	2380,00	2999,00	+ 26,0 %
TELEMECANIQUE	+ 50,7 %	3060,00	4500,00	+ 47,1 %
MAJORETTE	+ 47,2 %	149,95	236,00	+ 57,4 %
SFIM	+ 44,8 %	1250,00	1486,00	+ 18,9 %
MIDI	+ 44,7 %	1057,05	1520,00	+ 43,8 %
INSTITUT MERIEUX	+ 43,0 %	3210,00	4395,00	+ 36,9 %
SCREG	+ 42,5 %	622,00	633,00	+ 1,8 %
MOYENNE	-	-	-	+ 32,3 %
INDICE CAC	-	286,1	380,2	+ 32,9 %