

THÉORIE ET PRATIQUE DE LA FINANCE

PIERRE VERNIMMEN

# FINANCE D'ENTREPRISE

4<sup>e</sup> ÉDITION PAR PASCAL QUIRY ET FRANCK CEDDAHA



[www.vernimmen.dalloz.fr](http://www.vernimmen.dalloz.fr)

DA|LOZ

## 2. Le modèle de Holt

Le modèle de Holt (1962) ne s'applique qu'aux sociétés de croissance qui ont un PER élevé. Toutefois, une « société de croissance » ne le demeurera pas toujours, et son PER rejoindra tôt ou tard celui d'entreprises qui croissent à un rythme beaucoup plus lent.

Le modèle de Holt a pour objet de déterminer la durée de la croissance exceptionnelle d'une telle société, implicitement contenue dans son cours boursier. L'investisseur compare alors le résultat obtenu grâce au modèle à ses propres prévisions et agit en conséquence.

La résolution de l'équation :

$$\textcircled{a} \quad \left| \frac{PER}{PER_m} = \left( 1 + g + \frac{DPA}{V} \right)^n / \left( 1 + g_m + \frac{DPA_m}{V_m} \right)^n \right.$$

fournit  $n$ , la durée de la période de croissance exceptionnelle contenue implicitement dans le cours de l'action.

Les termes sans indice font référence aux paramètres de l'entreprise, alors que ceux indicés  $m$  se rapportent au marché. Ainsi,  $DPA/V$  représente le rendement de l'action, et  $DPA_m/V_m$  celui du marché.

Si, à un instant, on a pu noter que Infogrames avait un PER de 27,7, un rendement de 0,4 % et un taux de croissance estimé des BPA de 28 %, ces données devaient être comparées à celles observées pour l'ensemble du marché : PER de 19, rendement de 2,1 % et taux de croissance à moyen terme des BPA d'environ 14 %.

On a alors :

$$\frac{27,7}{19} = \frac{(1 + 0,28 + 0,004)^n}{(1 + 0,14 + 0,021)^n}$$

soit  $n$  proche de 4 ans.

Si l'investisseur pense que la période de forte croissance des BPA (+ 28 % par an) peut se prolonger au-delà de cette période, il achètera des actions Infogrames. Dans le cas contraire, il s'abstiendra ou vendra car il déduit de ce modèle que le cours est surévalué.

## 3. Le délai de recouvrement (DR)

Le délai de recouvrement est un instrument de gestion de portefeuille qui a été mis au point par Rainsy Sam en 1984. Il est défini comme le « délai de recouvrement théorique du prix d'une

action par la somme des flux futurs des bénéfiques par action actualisés au taux de rendement des obligations ».

Le délai de recouvrement est égal à :

$$DR = \frac{\text{Log} \left[ PER \times \left( \frac{g-r}{1+r} \right) + 1 \right]}{\text{Log} \left( \frac{1+g}{1+r} \right)}$$

où  $r$  est le taux de rendement des obligations à long terme.

Le délai de recouvrement est très proche du délai de récupération utilisé dans l'industrie dans les choix d'investissements (voir chapitre 36), bien qu'il ne traite pas des flux financiers mais des flux patrimoniaux.

Historiquement, les DR se situent en moyenne entre 8 et 12.

**Notre lecteur aura compris que ces trois modèles, développés pour évaluer l'action, peuvent être transposés pour évaluer la valeur de l'actif économique. Le bénéfice net est alors remplacé par le résultat d'exploitation après impôt, le PER par le multiple du résultat d'exploitation après impôts, la valeur des actions par la valeur de l'actif économique.**

## SECTION 6. L'ÉVALUATION PAR RAPPORT AUX CAPITAUX PROPRES PAR ACTION

Le lecteur pourra s'étonner du rapprochement entre la notion comptable que représentent les capitaux propres par action et la valeur boursière d'une entreprise qui, comme nous l'avons vu, résulte des flux futurs générés par cette entreprise. Même en cas de liquidation, le cours boursier d'une entreprise peut être inférieur aux capitaux propres par action (coûts sociaux, problèmes comptables...).

Il n'y a pas de lien automatique entre le cours boursier et les capitaux propres par action.

Il y a pourtant un lien économique entre ces deux grandeurs pourvu que les capitaux propres comptables reflètent bien les valeurs de marché de ces actifs et passifs.

Un secteur ne peut durablement avoir un cours boursier inférieur à ses capitaux propres par action : en effet, des restructurations interviendront rétablissant ainsi l'équilibre des marchés efficients. De même un secteur ne peut durablement avoir un cours de bourse supérieur à ses capitaux par action : en effet de nouveaux entrants seront attirés qui feront chuter ces rentabilités anormalement élevées, et l'équilibre des marchés efficients sera ainsi rétabli.

On appelle **PBR (Price to Book Ratio)**<sup>1</sup> le coefficient qui mesure le rapport entre la valeur de marché et la valeur comptable des capitaux propres :

$$PBR = \frac{\text{Cours boursier}}{\text{Capitaux propres par action}} = \frac{V}{CPA}$$