

✓ Application

- Quelle est la valeur de l'obligation?

- **P = 980,80**
$$P = 90 * \frac{1 - (1 + 9,5\%)^{-5}}{9,5\%} + \frac{1000}{(1 + 9,5\%)^5}$$

- Quelle est la conséquence d'une amélioration de la notation à B réduisant le taux de 3,5% (**Taux=6%**)

- **P = 1126,37**
$$P = 90 * \frac{1 - (1 + 6\%)^{-5}}{6\%} + \frac{1000}{(1 + 6\%)^5}$$

$$\frac{1000}{(1+6\%)^5} = 1000 \times (1 + 6\%)^{-5}$$

Chapitre 3 : les actions

Introduction :

- Une action est un **titre financier** représentatif d'une part de propriété d'une société
- L'action représente ainsi une **fraction du capital social** et confère à son détenteur un droit d'associé

Sociétés qui émettent des actions :

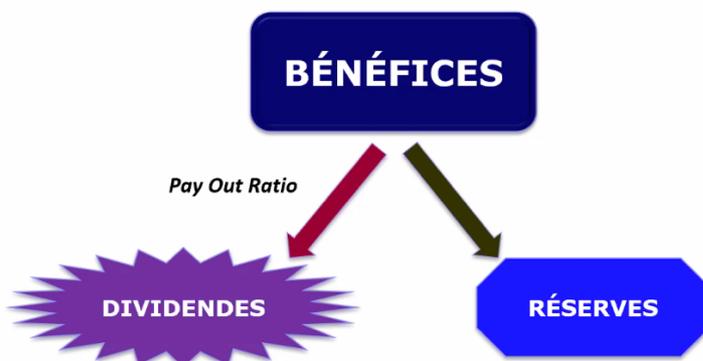
Société anonyme, société en commandites et les sociétés par action simplifié (SAS)

Le reste émette des **parts sociales**

I) Les droits d'une action

1) Les droits pécuniaires

- Le droit sur les bénéfices



Le 1er lundi de juillet les dividendes sont versés généralement.

Remarque :

- Le dividende peut être versé en cash ou sous forme d’action nouvelles
- Cette augmentation de capital provoque une dilution de la participation de l’actionnaire qui choisit de recevoir le dividende en espèce et ne lève donc pas droit à recevoir de nouvelles actions

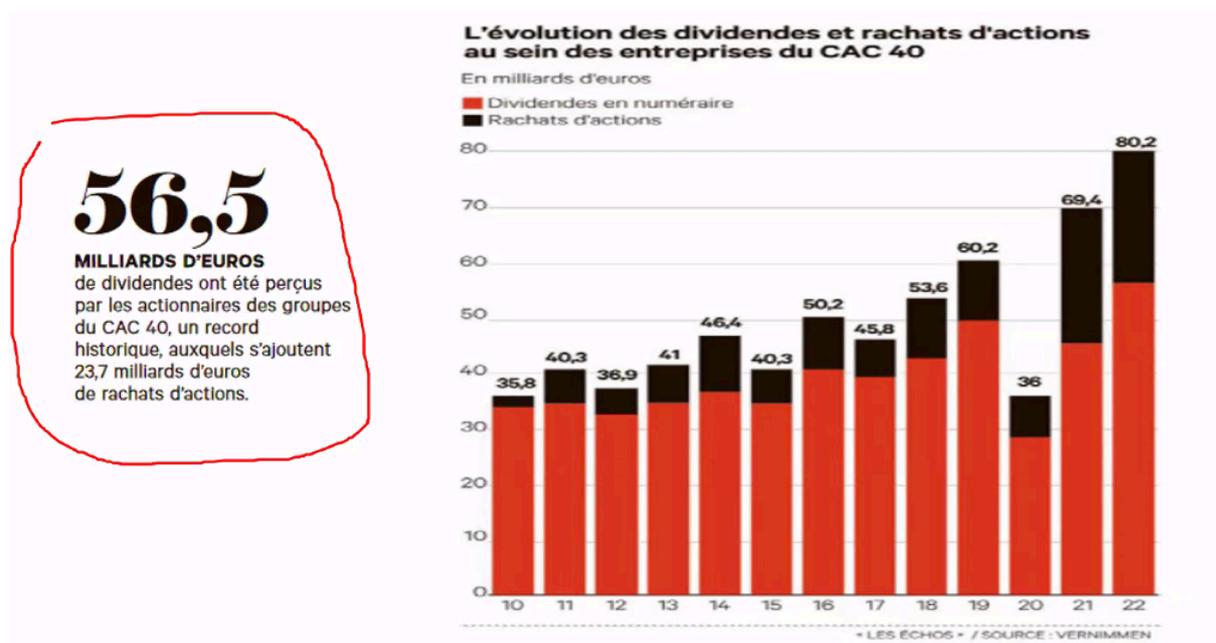
« Pas plus qu’un retrait à un distributeur automatique de billet ne vous a jamais enrichi, dividendes et rachats d’actions n’ont jamais enrichi les actionnaires dont la valeur de leurs actions baisse mécaniquement du même montant dès le versement du dividende.

Pour les rachats d’actions, c’est la valeur des capitaux propres qui baisse du montant du rachat d’actions et la stabilité de la valeur de l’action est obtenue, malgré cela, grâce à la hausse du pourcentage de détention suite à l’annulation des actions rachetées. »

ACTIF	PASSIF
ACTIF IMMOBILISÉ	CAPITAUX PROPRES ET ASSIMILÉS
Immobilisations incorporelles	Capitaux propres
Brevets, fonds commercial...	Capital réserves...
Immobilisations corporelles	Report de l'exercice (bénéfice ou perte)
Terrains, constructions, matériel industriel...	Report à nouveau (profit ou perte)
Immobilisations financières	DETTES
Titres de participations, prêts...	Dettes financières
ACTIF CIRCULANT	Emprunts et dettes auprès des banques
Stocks	Emprunts et dettes auprès des associés
Marchandises, matières premières, produits finis...	Dettes d'exploitation
Créances	Dettes auprès des fournisseurs
Créances sur les clients...	Dettes fiscales et sociales
Disponibilités	Dettes sur immobilisations
Fonctionnement en trésorerie	Autres dettes

Vernimmen

Le portefeuille de l’actionnaire n’est pas enrichi par les dividendes mais par les bénéfices



2022 : entreprise qui verse le + de dividende c’est direct énergie après LVMH et Sanofi

Le droit sur l'actif net de la société

- Les actionnaires sont des propriétaires de l'entreprise
- Ils ont le droit au **boni de liquidation**

Les droits d'attribution et préférentiel de souscription

- Il peut s'avérer nécessaire pour l'entreprise d'augmenter son capital I
 - Incorporation des réserves
 - Appel à l'épargne

■ Exemple: le droit d'attribution

Actif		Passif	
Actifs non courants	...	Capital social	80 000
Actif courants	...	Réserves	50 000

Actif		Passif	
Actifs non courants	...	Capital social	96 000
Actif courants	...	Réserves	34 000

■ Exemple: le droit d'attribution

✓ Soit l'entreprise ArmorConserv

- Valeur de l'action: 90 euros
- Emission d'actions gratuites:
 - 1 nouvelle pour 5 détenues



■ Exemple: le droit d'attribution

- ✓ La valeur de l'entreprise n'est pas modifiée.
- ✓ Le portefeuille doit rester stable
 - 5×90 soit 450 euros.
- ✓ Cours post augmentation
 - $450 / 6$ soit 75 euros
- ✓ Valeur du droit d'attribution
 - $90 - 75 = 15$ euros

■ Exemple: le droit de souscription

- ✓ Soit l'entreprise Agrial
- ✓ Capital de la société composé de 40 000 actions
 - Valeur actuelle: 55 euros
- ✓ Augmentation de capital 10 000 actions
 - Soit une action nouvelle pour 4 anciennes.
 - Prix d'émission: 50 euros
 - Augmentation de capital de 500 000 euros



■ Exemple: le droit de souscription

- ✓ Ancien actionnaire participant à l'opération
 - 4 actions à 55 euros + 1 action à 50 euros soit 270 euros
4 DP
 - Valeur moyenne: $270 / 5$ soit 54 euros
 - Valeur du droit = différentiel : $55 - 54$ soit 1 euro



■ Exemple: le droit de souscription

- ✓ Ancien actionnaire renonçant à l'opération
 - Prix de l'action: $(40\ 000 * 55 + 10\ 000 * 50) / 50\ 000 = 54$
4 x 55 = 220
 - 4 actions à 54 + 4 droits à 1 euro soit 220 euros
 - Valeur moyenne: $220 / 4$ soit 55 euros



■ Exemple: le droit de souscription
 ✓ Nouvel actionnaire profitant de l'opération

- Prix de l'action: $10 * 50$ soit 500 euros
- Acquisition de 40 droits à 1 euro soit 40 euros
- Valeur moyenne : $(500 + 40) / 10$ soit 54 euros



■ Exemple: le droit de souscription

Actif		Passif	
Actifs non courants	...	Capital	2 200 000
Actif courants	...	Réserves	250 000

Actif		Passif	
Actifs non courants	...	Capital	2 700 000
Actif courants	...	Réserves	250 000

■ le droit de souscription

- ✓ Le cours de l'action à l'issue de l'augmentation de capital est la suivante:

$$C'' = \frac{C * N + K * n}{N + n}$$

- ✓ Le droit de souscription vaut:

$$d = \frac{(C - K) * n}{N + n}$$

2) Les droits politiques

Le droit de présenter des résolutions (en assemblée générale)
 Le droit d'action en justice

Le droit de vote : ce droit permet à chaque actionnaire de prendre part aux décisions des assemblées générales. Voix pèsera au prorata du nombre d'action.

Le droit d'information (avant internet intéressant mais maintenant tout le monde peut être au courant)

II) Les différentes catégories

1- Actions au porteur ou nominatives

Les actions « **au porteur** »

L'action est inscrite aux livres de comptes de l'intermédiaire financier.

L'entreprise ignore le nom de ses actionnaires

Les actions « **nominatives** »

Il existe deux types d'actions nominatives :

- Le nominatif pur
- Le nominatif administré

Contrainte :

- Coût élevé pour la société
- On ne pourra pas s'en débarrasser immédiatement
- Frais de garde nul pour l'actionnaire

2- Les actions aux dispositions particulières

4 principales catégories :

- Les actions ordinaires
- Les actions de préférence (avantages financiers)
- Les actions de droit de vote double (avantage financier au détriment du droit de vote)
- Les titres de participation (quasi-fonds propres)

Les actions de préférences

- Les actions à dividende prioritaire
- Les actions privilégiées
- Les certificats d'investissement
- Les actions reflètes

2 premières sont les mêmes : dividende prioritaire : on ne peut plus en émettre aujourd'hui, on émet des actions privilégiées

Les actions de préférence

Les droits financiers

- Dividende prioritaire
- Priorité sur le boni de liquidation
- Priorité en cas de rachat d'actions pour la société

En générale ce droit financier confère des priorités pour leur porteur par rapport au porteur d'action ordinaires. Priorité sur l'attribution d'un dividende prioritaire (on bénéficie d'une avance sur dividende)

Si l'entreprise ne réalise pas de bénéfice pas de dividende, le détenteur peut se retrouver avec deux dividendes (N-2 et N-1) et si jamais on ne respecte pas ces droits pendant 3 ans l'actions privilégiées redevient l'action ordinaire.

En cas d'OPA on est prioritaire pour récupérer ces titres

Les droit politiques

- Aménagement du droit de vote
- Dispositions spécifiques

Prérogative autre que pécuniaires peuvent être accordée ou supprimé ; le plus grand étant l'aménagement du droit de vote à savoir que le porteur d'une action de préférence se voit attribuer un dividende prioritaire avec pour corollaire la suppression du droit de vote.

Droit de veto sur certaines décisions pour laisser l'actionnaire avoir un peu de droit sur l'entreprise

Le capital peut être au maximum de 25% d'actions de préférences

Les certificats d'investissement : ce qui intervient lorsqu'on a une nationalisation, l'état devrait racheter l'entreprise et le problème est que ça a un coût. On peut démembrer l'action en deux, certificat droit de vote et certificat d'investissement, la valorisation est plus faible

Les certificats d'investissement résultent du démembrement d'une action en deux éléments :

- Le certificat d'investissement
- Le certificat de droit de vote

Les actions reflet : action qui représente qu'une partie de l'entreprise

Les actions à droit de vote double (loi 24 juillet 1966)

Elle confère à leur détenteur des avantages particuliers par rapport à des actions ordinaires, peut être attribué par les statuts ou une assemblée générale extraordinaire (AGE)

Dans les sociétés « familiales »

Permet aux familles de garder le contrôle de l'entreprise sans avoir tout le capital

Si on la vend elle perd son droit de vote double sauf dans le cas d'une cession familiale

Les actions à bon de souscription d'actions

Lorsque l'entreprise souhaite faire une augmentation du capital (décote généralement de 10-12%) émise généralement avec un bon de souscription d'action

Il s'agit d'actions ordinaires assorties d'un bon de souscription

Une fois ces actions émises, les bons de souscription sont détachés et font l'objet d'une cotation séparée.

Les Depositary Receipts (ADR, EDR...)

C'est un certificat nominatif négociable émis par une banque et qui représente la propriété d'une ou des actions d'une société non domestique cotée sur un marché public

III) Principe d'évaluation

Théoriquement le cours boursier d'une action reflète l'analyse que fait globalement le marché de l'état économique et financier de l'entreprise en question.

1- Les méthodes patrimoniales

L'entreprise vaut ce qu'elle possède

Valorisation des actifs corporels et incorporels à partir du bilan de l'entreprise

Correspond à son patrimoine réel

Une fois estimé l'actif net corrigé, il suffira de le diviser par le nombre d'action composant la société pour obtenir le prix de l'action

Schéma bilan et bilan réévalué

Les principaux postes du bilan

ACTIF	PASSIF
ACTIFS NON COURANTS Immobilisations Titres de participation	PASSIFS NON COURANTS Capitaux propres Provisions à long terme Dettes financières à long terme
ACTIFS COURANTS Stocks Créances Trésorerie	PASSIFS COURANTS Provisions à court terme Dettes d'exploitations Dettes financières à court terme

Suppression des actifs fictifs

Affectation du résultat de l'exercice

Reclassement des provisions pour risques et charges

Traitement des écarts de conversion

Limites : une méthode statique

Une valeur de l'existant

Aucune prise en compte des perspectives de croissance

Souvent pour les Holding : actif non courant, pas de stock, pas de créances, pas de dettes d'exploitation

→ Valeur de l'entreprise sous-estimée

✓ Exemple

ACTIF	2021	PASSIF	2021
Immobilisat° incorporelles	450 000	Capital Social	400 000
Immobilisat° corporelles	225 000	Primes	200 000
Immobilisat° financières	175 000	Réserves	150 000
Stocks et en cours	65 000	Provisions pour risques	55 000
Clients	48 000	Emprunts MLT	160 000
VMP	25 000	Fournisseurs	20 000
Disponibilités	7 000		
		Concours bancaires	10 000
Total	995 000	Total	995 000

On vous informe que dans ce bilan on a la présence de frais d'établissement pour 12 000€
 Le siège social semble être sous-estimé à hauteur de 40 000€
 La valeur nominale des actions s'établit à 10€

Quel est le cours de l'action ?

Passif 750 000€

Actif net comptable = 750 000€

-12 000 + 40 000 = 778 000€

Nombre d'actions = capital social ÷ valeur nominale

400 000/10 = 40 000

778 000/40 000 = 19,45€

2- Les méthodes des comparables

Cette famille de méthodes consiste à évaluer une société par comparaison avec d'autres sociétés cotées dont l'activité est analogue.

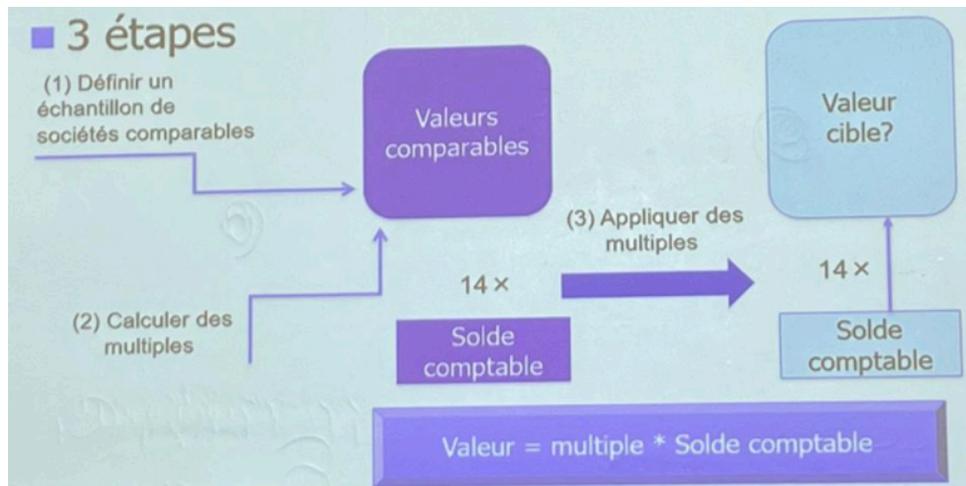
- La méthode des transactions : on identifie des transactions qui ont été réalisées sur des entreprises similaires afin de déterminer des coefficients de valorisation

→ Limite existence d'une prime de contrôle (il faudra réduire les indicateurs)

- La méthode des multiples : on observe le rapport entre le niveau de la capitalisation boursière ou de la valeur d'entreprise et des caractéristiques de la société. Ex : Le price Earning Ratio

Différence entre les 2 :

Transactions : on compare le prix par rapport à une opération financière qui a eu lieu



Valeur cible = multiple * solde comptable

Action	A	B	C
Cours	100	100	100
BNPA	2	6	10
PER	$100/2=50$	17	10
Rendement anticipé	$2/100=2\%$	6%	10%
Analyse	Action surcotée	Action à son prix	Action sous-cotée

BNPA : bénéfice net par action

PER : Price Earning Ratio (50, 17 et 10 années de bénéfices permettent d'être rentable)

Rendement anticipé = $BNPA \div Cours$

Exemple :

- ✓ Exemple
 - Une société agroalimentaire souhaite s'introduire en bourse.
 - Le PER du secteur agroalimentaire s'élève à 14.
 - Le BNPA de la société s'élève à 7 euros
 - Le taux de distribution s'établit à 35%

Cours d'introduction = PER x BNPA = 7x14 = 98

✓ **Autres indicateurs**

Valeur d'entreprise	Valeur des capitaux propres
Chiffre d'affaires	
Données réelles (Nb d'abonnés, ...)	Résultat Net
Excédent brut d'exploitation (Ebitda)	
Flux de trésorerie	
Résultat opération (Ebit)	

■ **Application**

- ✓ La société ROQUETTE souhaite s'introduire en Bourse en plaçant dans le public 312 500 titres. Le dernier résultat net de la société s'élevait à 3 900 000 euros.
~~Le flottant de la société s'établit à 80%.~~
- ✓ Le taux de distribution voté en assemblée générale a été fixée à 60%.
- ✓ Sur la base du PER du secteur BRASSICACEES, à quel cours l'introduction pourrait-elle avoir lieu ?

	RUTABAGA	RADIS	GIROFLEE	CRESSON
Cours	48	59	72	80
Dividende	2	2,4	2,6	3,1
Pay out ratio	60%	40%	45%	50%

BNPA = Dividende / taux de distribution
 PER = Cours / BNPA

$$\frac{2}{0.6} = 3.333333333$$

$$\frac{48}{3.33333333333333} = 14.4$$

	RUTABAGA	RADIS	GIROFLEE	CRESSON
Cours	48	59	72	80
Dividende	2	2,4	2,6	3,1
Pay out ratio	60%	40%	45%	50%
BNPA	3,33	6,00	5,78	6,20
PER	14,40	9,83	12,46	12,90

→ PER moyen = 12,40

	RUTABAGA	RADIS	GIROFLEE	CRESSON
Cours	48	59	72	80
Dividende	2	2,4	2,6	3,1
Pay out ratio	60%	40%	45%	50%
BNPA	3,33	6,00	5,78	6,20
PER	14,40	9,83	12,46	12,90

✓ Nombre de titres: ~~150 000 / 50%~~ soit 312 500
 ✓ BNPA = 3 900 000 / 312 500 = 12,48
 ✓ Cours d'introduction = 12,48 * 12,40 soit 154,75 €

Les limites des méthodes comparatives

- Difficultés à déterminer un échantillon réellement représentatif
- Aspect statique : les paramètres clefs de la valeur d'une entreprise sont oubliés

3- Les méthodes d'actualisation

Une entreprise vaut ses fonds propres plus un potentiel de développement.
 Le principe de ces méthodes consiste à actualiser les flux de revenus futurs

$$C_0 = \frac{F_1}{1+r} + \frac{F_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{F_T}{(1+r)^T} + \frac{VF_T}{(1+r)^T}$$

r → taux d'actualisation

Les limites et difficultés :

Définition du revenu futur :

- Dividendes
- Flux de trésorerie
- Création de valeur (EVA)

Détermination du taux d'actualisation

Détermination du taux de croissance

L'exemple des DDM

Le modèle général des DDM prend en considération les dividendes futurs comme valeur des revenus.

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{P_T}{(1+k)^T}$$

Le modèle de Gordon Shapiro

Hypothèse de croissance constante des bénéfices

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_1(1+g)^{t-1}}{(1+k)^t}$$

Modèle se simplifie, c'est pour ça qu'elle est beaucoup utilisée

L' exemple des DDM

→ $P_0 = \frac{D_1}{k - g}$

- ✓ Le cours de l' action dépend :
 - Du montant du prochain dividende
 - Du taux **stable** de croissance des dividendes
 - Du taux **stable** d' actualisation avec $k > g$

K : capitaux propres

G : taux de croissance

D1 = dividende de l'année prochaine

Exemple :

✓ Soient les hypothèses suivantes:

BNPA	Taux de distribution	Taux d'actualisation	Taux de croissance des bénéfices
8	40%	12%	10%

$$V = \frac{8 \times 40\%}{(12\% - 10\%)} = 160\text{€}$$

■ **Exemple**

- ✓ Suivant les hypothèses faites sur le taux de croissance des bénéfices et le coût des capitaux propres, déterminer le cours objectif de l'action Belle-Illoise à partir de la formule de Gordon-Shapiro.
- On vous informe que le BNPA s'établit à 2,40 euros et que le taux de distribution s'élève à 50%. Le dividende sera versé dans une année.
 - Quelle est la conséquence d'une hausse du taux de distribution à 60%?

$$\frac{2.4 \times 0.5}{0.07 - 0.03} \quad 30$$

		Croissance des bénéfices		
		3%	4%	5%
Coût des capitaux propres	7%	30	40	60
	8%	24	30	40
	9%	20	24	30

Les dividendes augmentent de 10%

		Croissance des bénéfices		
		3%	4%	5%
Coût des capitaux propres	7%	36	48	72
	8%	28,8	36	48
	9%	24	28,8	36

Quelles(s) méthodes(s) retenir ?

L'exemple AlphaValue

- Banques
- Assurances
- Non financières : industrielle standard, Holdings, valeur de croissance

	Industrielles	Valeurs de croissance	Holding	Sociétés en perte	Banques	Assurances
DCF	35%	35%	10%	40%	0%	0%
Actif net réévalué	20%	20%	55%	40%	25%	15%
PER	10%	10%	10%	5%	10%	20%
VE/Ebitda	20%	20%	0%	5%	0%	0%
Rendement	10%	10%	20%	5%	15%	15%
VM/VC	5%	5%	5%	5%	15%	10%
Capi/Rés. d'exploit'	0%	0%	0%	0%	10%	0%
Valeur intrinsèque	0%	0%	0%	0%	25%	40%

Conclusion :

Opinion		Achat	
Potentiel de hausse (%)		690	
Cours (€)		1,29	
Objectif de cours (€)		10,2	
Bloomberg Code		ALCJ FP	
Capitalisation boursière (M€)		23,8	
Enterprise Value (M€)		24,5	

Valorisation		Valeurs (€)	Potentiel	Poids
Méthodes		15,2	1 082 %	40 %
DCF		10,1	680 %	40 %
Somme des parties			-50 %	5 %
P/E	Comparables	0,65	-100 %	5 %
VE/Ebitda	Comparables	0,00	-50 %	5 %
Cours/Actif net comptable	Comparables	0,65	-100 %	5 %
Rendement	Comparables	0,00		
Objectif de cours		10,2	690 %	