

LE PER : ELEMENTS DE BASE

DEFINITION

$$\text{Price Earning Ratio} = \frac{\text{Valeur de l'action}}{\text{Bénéfice par action}}$$

Pour le calcul du BPA:

- Le bénéfice est un bénéfice net après impôt, part du groupe, hors éléments exceptionnels non récurrents.
- Le nombre d'actions est celui des actions actuellement émises (sous déduction des actions autodétenues). Selon le cas, il peut être majoré des actions non encore créées mais qui peuvent l'être potentiellement par conversion d'obligations convertibles, d'obligations remboursables en action, de bons de souscription.... Dans ce cas, le bénéfice net est majoré des produits financiers (ou réduit des charges financières) après impôt, qui apparaîtront (ou disparaîtront) du fait de l'exercice des bons, de la conversion des obligations convertibles. On parle alors de bénéfice par action « fully diluted ».
- La pratique française est d'utiliser l'estimation du BPA de l'exercice en cours pour calculer le PER, qui est alors parfois appelé PER prospectif. On parle de PER historique lorsque l'on rapporte le dernier BPA publié à la valeur du jour de l'action (c'est la pratique anglaise).

MODE D'UTILISATION

Les PER servent à évaluer les actions. La valeur d'une action est égale à :

$$\sum_{i=0}^{\infty} \frac{D_i}{(1+t)^i}$$

Ce calcul pouvant être complexe, il est souvent fait recours au PER :

- quel est le bénéfice net par action : BPA
- quel est le PER « mérité » : PER

→ Valeur = BPA x PER

Le PER est un outil empirique utilisé dans une optique comparative. C'est est un outil simple, c'est son grand avantage mais aussi sa grande faiblesse.

DE QUOI DEPEND LE PER ?

- **d'abord du taux de croissance des BPA** : plus celui-ci est élevé, plus l'investisseur sera prêt à payer la société sur la base d'un multiple élevé de ses bénéfices actuels sachant que ceux-ci doivent croître fortement à l'avenir ;
- **puis du risque perçu sur les BPA**. Plus ceux-ci sont volatiles (faible visibilité), plus le risque est fort et donc plus le PER est faible ;
- **enfin du taux de rentabilité exigé** et donc du taux d'intérêt, qui, élevé, conduira à des PER faibles.

Le PER correspond au délai de récupération du choix d'investissement pour autant que le BPA reste stable. Si le BPA augmente, le délai de récupération effectif sera inférieur au PER. Si le BPA se réduit, le délai de récupération effectif sera supérieur au PER.

Exemple : On observait en juin 1999 (source : Associés en Finance) :

| | Taux de croissance du BPA à 5 ans | Risque de la prévision (de 1 à 5) | PER |
|---------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----|
| Automobile | 3,5 % | 4,1 | 11 |
| Sociétés d'investissement | 4 % | 3,4 | 16 |
| Construction | 7 % | 3,2 | 17 |
| Produits de base | 8 % | 2,9 | 18 |
| Alimentation | 10 % | 2,6 | 25 |
| Distribution | 12 % | 1,5 | 31 |
| Biens de consommation | 15 % | 1,8 | 35 |
| Marché | 10 % | 2,6 | 24 |

Taux de rentabilité des obligations d'Etat : 4,6 %

PER ET STRUCTURE FINANCIERE

- Appliquer un PER de 15 au résultat d'une société qui a une trésorerie nette de 100 placée à 4 % après impôt, revient à valoriser l'actif économique à 15 fois le résultat d'exploitation après impôt et la trésorerie à 15 fois les produits financiers après impôt, soit 60. D'où une sous-évaluation de la trésorerie et donc de l'action.
- Appliquer un PER de 40 au résultat d'une société qui a une trésorerie nette de 100 placée à 4 % après impôt, revient à valoriser l'actif économique à 40 fois le résultat d'exploitation après impôt et la trésorerie à 40 fois les produits financiers après impôt, soit 160. D'où une sur-évaluation de la trésorerie et donc de l'action.
- Appliquer un PER de 15 au résultat d'une société qui a un endettement net de 100 avec un coût de 5 % après impôt, revient à valoriser l'actif économique à 15 fois le résultat d'exploitation après impôt et l'endettement (qui vient en déduction de la valeur de l'actif économique pour déterminer la valeur des actions) à 15 fois les frais financiers après impôt, soit 75. D'où une sous-évaluation de l'endettement et donc une surévaluation de l'action.
- Appliquer un PER de 40 au résultat d'une société qui a un endettement net de 100 avec un coût de 5 % après impôt, revient à valoriser l'actif économique à 40 fois le résultat économique après impôt et l'endettement à 40 fois les frais financiers après impôt, soit 200. D'où une sur-évaluation de l'endettement et donc une sous évaluation de l'action.

En résumé, lorsque une société a une dette nette non négligeable et :

- lorsque l'inverse du PER est supérieur au coût après impôt de la dette nette (ou à la rentabilité après impôt de la trésorerie nette), la dette nette ou la trésorerie nette est sous-évaluée ;
- lorsque l'inverse du PER est inférieur au coût après impôt de la dette nette (ou à la rentabilité après impôt de la trésorerie nette), la dette nette ou la trésorerie nette est sur-évaluée.

LE MULTIPLE DU RESULTAT D'EXPLOITATION OU LE PER ECONOMIQUE

Pour éviter ce biais quasi systématique dû à la structure financière, il convient de raisonner en ayant recours au PER économique, ou PER à dette nulle, qui correspond au multiple du résultat économique après impôt.

Multiple du résultat d'exploitation = $\frac{\text{valeur de l'actif économique}}{\text{résultat d'exploitation après impôt}}$

= $\frac{\text{capitalisation boursière} + \text{dette nette (ou - trésorerie nette)}}{\text{résultat d'exploitation} \times (1 - \text{taux impôt})}$

D'où valeur des actions =

Multiple du résultat d'exploitation x résultat d'exploitation x (1 - taux impôt)

- valeur de la dette nette (ou + valeur de la trésorerie nette)

Cette approche plus juste n'est pas sans poser des problèmes concrets d'application :

- la participation des salariés est à retrancher du résultat d'exploitation ;
- mais surtout il est souvent difficile de déterminer le résultat d'exploitation **part du groupe** et la dette nette (la trésorerie nette) **part du groupe** qui peuvent conduire, lorsqu'il existe des intérêts minoritaires importants, à des approximations.

C'est cependant l'approche que nous vous conseillons de retenir.

On peut démontrer que :

- le PER économique est inférieur au PER lorsque le taux d'intérêt après impôt est supérieur à l'inverse du PER économique ;
- le PER économique est supérieur au PER lorsque le taux d'intérêt après impôt est inférieur à l'inverse du PER économique.