

CHAPITRE II

Price Earning Ratio (PER ou P/E)

1. PRINCIPE

Le Price Earning Ratio généralement noté dans la presse financière et économique PER ou P/E, a trouvé son origine sur le marché boursier. Il représente le quotient entre le cours de l'action et le bénéfice par action (Résultat Net Retraité divisé par le nombre d'actions) très fréquemment noté BPA.

Soit :

$$\text{PER} = \frac{\text{Cours}}{\text{Bénéfice par Action}}$$

Bien évidemment, le cours de l'action peut s'écrire :

$$\text{Cours} = \text{PER} \times \text{Bénéfice par Action},$$

et en multipliant les deux cotés de l'équation par le nombre d'actions de la société, l'on obtient :

$$\text{Capitalisation Boursière} = \text{PER} \times \text{Résultat Net Retraité}$$

Soit :

$$\text{CB} = \text{PER} \times \text{B}$$

Ainsi, la valeur de l'entreprise peut s'écrire comme le produit du PER par le Résultat Net Retraité.

Dans l'esprit des méthodes comparatives, un PER sectoriel est estimé au travers d'un échantillon de références de valorisation connues comparables à l'entreprise que l'on cherche à évaluer, et son application au résultat de cette dernière permet d'en réaliser une évaluation.

Ainsi :

$$V_0 = \text{PER} \times B$$

Avec :

V_0 = Valeur de l'entreprise

PER = PER sectoriel

B = Résultat Net Retraité de l'Entreprise

Ceci étant dit, la cause est loin d'être entendue :

- comment détermine-t-on le PER sectoriel ? Si nous avons vu la méthodologie qui conduit au choix d'un échantillon de sociétés comparables, nous avons également évoqué la nécessité d'effectuer des corrections en ce qui concerne les références cotées sur d'autres places boursières. Nous avons souligné la volatilité du cours d'une action qui se répercute bien entendu sur le PER (quotient entre le Cours et le Bénéfice par Action) ;
- quel Résultat Net Retraité faut-il retenir ? Celui de l'année échue (année 0), celui qui est anticipé pour l'année en cours (année 1), celui qui est prévu pour l'année suivante (année 2) ?

Aussi décevant que cela puisse être, il n'y a pas de réponses théoriques à ces questions mais, en revanche, une approche pragmatique et empirique apporte la solution.

Notion de PER sectoriel

Dans la pratique, il n'existe pas de PER sectoriel *stricto-sensus*. Un secteur économique est trop vaste et constitué de trop de cas spécifiques, certes reliés par quelques tendances lourdes, pour qu'il puisse se dégager un mode de valorisation généralisé.

C'est d'ailleurs tout le sens de notre démarche qui consiste à définir un échantillon de sociétés comparables dont l'appartenance sectorielle n'est qu'un paramètre, au demeurant essentiel.

Ainsi, le PER sectoriel de l'entreprise, que l'on cherche à valoriser, est celui qui se dégage de l'échantillon de sociétés comparables, comme étant un facteur déterminant de leur valorisation.

C'est donc l'évaluateur lui-même qui estime le PER sectoriel de l'entreprise qu'il évalue.

Pour ce faire, il collecte pour l'ensemble des sociétés de l'échantillon :

- les cours de Bourse. Toutefois, il est rare de retenir des cours instantanés, par nature trop volatils, et l'évaluateur retient plusieurs cours moyens pondérés par les volumes échangés (1, 2 ou 3 mois). Il arrive dans des cas spécifiques d'examiner également des cours moyens plus longs (6 voire 12 mois).
- les BPA (Bénéfices par Action) de plusieurs exercices, en général ceux de l'année 0, de l'année 1 et de l'année 2.

Le PER sectoriel est celui qui permet l'émergence d'une zone de cohérence.

L'exemple ci-dessous devrait aider le lecteur dans la compréhension du propos.

Nous cherchons à estimer une entreprise *X* non cotée.

Considérons un échantillon de références de valorisation connues comparables à *X*, constitué de trois sociétés (*A*, *B*, *C*).

➤ *A* est une société cotée qui présente les caractéristiques suivantes :

• Cours moyen* à :	1 mois	250
	3 mois	300
	6 mois	200
	12 mois	150
• Bénéfice par Action de :	année 0 (connu)	15
	année 1 (estimé)	20
	année 2 (estimé)	25

➤ *B* est une société cotée qui présente pour sa part les caractéristiques suivantes :

• Cours moyen à :	1 mois	52
	3 mois	48
	6 mois	50
	12 mois	45
• Bénéfice par Action de :	année 0 (connu)	4
	année 1 (estimé)	5
	année 2 (estimé)	6

* Cours moyen signifie moyenne pondérée par les volumes échangés des cours observés sur les dernières cotations de la période.

- C est une société non cotée très récemment cédée pour un prix de 100 par action.
C présente les caractéristiques suivantes :

• Bénéfice par Action de :	année 0 (connu)	8
	année 1 (estimé)	10
	année 2 (estimé)	12

Le tableau des PER, en fonction des années et moyennes de cours se présente ainsi :

PER (0)*	A	B	C
Cours 1 mois	16,66	13	12,5
Cours 3 mois	20	12	12,5
Cours 6 mois	13,33	12,5	12,5
Cours 12 mois	10	11,25	12,5

PER (1)	A	B	C
Cours 1 mois	12,5	10,4	10
Cours 3 mois	15	9,6	10
Cours 6 mois	10	10	10
Cours 12 mois	7,5	9	10

PER (2)	A	B	C
Cours 1 mois	10	8,66	8,33
Cours 3 mois	12	8	8,33
Cours 6 mois	8	8,33	8,33
Cours 12 mois	6	7,5	8,33

Dans la pratique, on distinguerait bien évidemment les références de marché boursier des références de transactions et l'on n'effectuerait pas de comparaisons incluant à la fois C et les deux autres sociétés. Les comparaisons se feraient d'une part sur les sociétés cotées, et d'autre part, sur les références de transactions. La présentation ci-dessus n'a d'autre but que de simplifier la démarche pédagogique.

Il apparaît sur ces trois sociétés références une zone de cohérence sur un cours moyen à 6 mois (non significatif pour C) et le Bénéfice par Ac-

* PER basé sur le BPA de l'année 0.

tion attendu de l'exercice en cours (année 1). Cette zone de cohérence fait ressortir un multiple (un PER) de 10.

L'action de la société X peut être évaluée à 10 fois le Bénéfice par Action attendu pour l'exercice en cours (année 1).

La valeur de X peut donc être estimée à 10 fois le Résultat Net Retraité attendu en année 1.

Le PER sectoriel de l'entreprise X est de 10 sur le Résultat Net Retraité de l'année 1.

Ainsi, un PER doit être rattaché à un exercice. On parle de PER (n), PER sur le résultat net retraité de l'année n. Le PER (n) résulte d'une constatation effectuée a posteriori sur un certain nombre de références de valorisation connues et comparables à la société évaluée.

Précisons toutefois qu'il arrive que la notion de PER sectoriel soit étendue au-delà de la notion de comparabilité à laquelle nous nous sommes attachés. Les analystes boursiers déterminent parfois des PER moyens par secteur économique appelés également PER sectoriels. Leur degré de précision est très inférieur à celui que nous avons développé et ils ne servent pas de support pour réaliser des évaluations.

Notion de PER relatif

Nous avons laissé en suspens le problème de la comparaison de sociétés cotées sur des places différentes, et par la même, celui de conversion d'un PER d'une place étrangère en PER correspondant sur le marché français.

Pour le résoudre, la démarche logique au demeurant, consiste à considérer que le PER moyen de chaque place boursière, c'est-à-dire la moyenne des PER des valeurs cotées sur cette place, intègre parfaitement ses caractéristiques propres. Précisons qu'il s'agit des PER rattachés à une même année de résultat, sans quoi, nous l'avons vu, la notion de PER ne signifie rien.

Ainsi, le quotient entre les PER moyen de deux places différentes constitue le vecteur de conversion, l'instrument de passage de l'une à l'autre.

Ce quotient est nommé PER relatif d'une place boursière par rapport à une autre.

Le PER relatif du marché français par rapport au marché américain est donc le quotient entre le PER moyen du marché français et le PER moyen du marché américain.

$$\text{PER relatif France par rapport aux US} = \frac{\text{PER moyen du marché français}}{\text{PER moyen du marché américain}}$$

Le PER équivalent, sur le marché français, du PER d'une société américaine est le PER de cette société américaine multiplié par le PER relatif France/US, c'est-à-dire divisé par le PER moyen du marché américain multiplié par le PER moyen du marché français.

En retenant un PER moyen du marché français de 20, un PER moyen du marché américain de 18, le PER comparable aux PER des sociétés françaises d'une société américaine ayant un PER de 12 est de :

$$\frac{12 \times 20}{18} = 13,33$$

Dans cet exemple, le PER relatif du marché français par rapport au marché américain est de : $20/18 = 1,11$.

Réciproquement, le PER relatif du marché américain par rapport au marché français est de : $18/20 = 0,90$.

La notion de PER relatif est utilisée au-delà des différenciations de place boursière. On parle également pour les valeurs cotées de :

- PER relatif sectoriel : $\text{PER sectoriel} / \text{PER moyen du marché}$
- PER relatif d'une société : $\text{PER société} / \text{PER moyen du marché}$
- PER relatif d'une société dans son secteur : $\text{PER société} / \text{PER sectoriel}$

L'intérêt de ces ratios est bien évidemment de visualiser le positionnement boursier relatif de tel secteur ou de telle société.

2. LIMITES

Le PER est la référence universelle de l'évaluation et toute définition de valeur se traduit par un PER.

De ce point de vue, on pourrait penser que cette méthode est la plus utilisée.

Toutefois, la grande question est de savoir si ce PER est moteur de la valeur ou s'il en est déduit. Calcule-t-on le PER avant ou après la valeur ? Dans le

premier cas, le PER constitue une approche d'évaluation ; en revanche, dans le second cas, il ne fait que constater un multiple issu d'une valorisation donnée.

Quoiqu'il en soit, cette méthode d'une mise en œuvre très simple présente de réelles insuffisances. Elle manque cruellement de précision et n'intègre à aucun moment l'entreprise, ce qu'elle est, ce qu'elle possède, ce qu'elle est susceptible de devenir. Le patrimoine n'intervient nullement, pas plus que les besoins et les perspectives de l'entreprise. Elle ne repose que sur le résultat net retraité.

Pourtant, elle permet de se faire une opinion simple et au fond, pas si stupide de la valeur d'une entreprise. Elle constitue à n'en pas douter un excellent garde-fou. Un PER déconnecté du marché doit pouvoir s'expliquer. La méthode du PER est un bon outil de validation des autres méthodes.

Nous verrons lors des méthodes de flux financiers, que l'on peut établir une forte corrélation entre PER et taux d'intérêts.