

Ce numéro comporte une page spéciale « Analyse Financière » présentant le classement des 100 premières entreprises françaises cotées selon le *Price to Book Value Ratio (PBR)* : cette étude réalisée par CAPITALACTION, qui fait apparaître qu'une société sur deux n'enrichit pas ses actionnaires, est complétée de tableaux sectoriels (aéronautique, automobile, chimie, pharmacie), tableaux dont *La Synthèse Financière* publiera la suite dans ses deux prochains numéros.

▣ ANALYSE FINANCIERE

Une société française cotée sur deux n'enrichit pas ses actionnaires !

par Christophe J. NIJDAM et Bruno GARCIN-NICOLAS, CAPITALACTION

Le Price to Book Value Ratio (PBR) est une méthode simple et de bon sens pour établir si une entreprise cotée crée ou détruit de la valeur pour ses actionnaires. En français, le PBR est le rapport de la capitalisation boursière sur l'actif net. Il est simple à calculer, puisqu'il s'agit d'une règle de trois : le cours de l'action multiplié par le nombre d'actions cotées, divisé par les fonds propres publiés dans le dernier bilan consolidé.

Lorsque la capitalisation boursière est supérieure aux fonds propres, le ratio est supérieur à 1 : cette différence positive est une création de valeur pour les actionnaires. Inversement, lorsque le PBR est inférieur à 1, l'entreprise vaut moins en bourse que le montant des capitaux propres fournis et/ou laissés dans l'entreprise par les actionnaires. Concrètement un ratio de 0,5 signifie que le billet de 100 francs confié par les actionnaires à l'entreprise et ses dirigeants ne vaut plus que 50 francs en bourse. Inutile d'être grand clerc pour déterminer qu'il n'y a pas de création de richesse dans ce cas, mais au contraire une destruction de valeur pour les actionnaires, ne serait-ce que temporairement. **Warren Buffett**, l'investisseur américain légendaire en a d'ailleurs tiré une de ses règles d'or : « *Un dollar de bénéfice non distribué aux actionnaires doit au moins se traduire en un dollar d'augmentation de la valeur boursière de l'entreprise* » (*The Warren Buffett Way*, de Robert G. Hagstrom Jr., John Wiley & Sons, New York, 1994). Sinon autant distribuer cet argent aux actionnaires qui iront le placer à la caisse d'épargne : là-bas ils ont au moins l'assurance que le billet de 100 francs vaudra au moins 100 francs augmentés des intérêts.

En pratique, le PBR est le reflet instantané du degré de confiance des apporteurs de capitaux dans la capacité de l'entreprise et de ses dirigeants à investir leur argent de manière profitable. **Colette Neuville**, de l'ADAM (association de défense des actionnaires minoritaires) le traduit clairement quand elle résume en deux questions le fond du débat sur le gouvernement d'entreprise : « *Qu'avez-vous fait de notre argent, et qu'allez-vous en faire ?* »

Le véritable enjeu du débat

L'enjeu dépasse désormais largement le sort de la veuve de Carpentras. Notre système de retraite par répartition est techniquement insolvable. Seuls des régimes complémentaires de retraite par capitalisation permettront aux générations nées après 1950 de sortir de l'impasse. Encore faudra-t-il que le marché des actions soit à la hauteur des espérances de performance que les marchés anglo-saxons ont démontré sur le long terme.

Avant même de parler de « création de richesse », sachons reconnaître la « destruction de richesse » dont dépendent nos retraites de demain. Certains dirigeants d'entreprises décotées, c'est-à-dire avec un PBR inférieur à 1, se défendent des vues à court terme du marché boursier. A l'argument du court termisme de la bourse, **T. Boone Pickens**, raider américain des années quatre-vingt dont les incursions ont rendu plus d'un actionnaire heureux, répondait invariablement : « *Ce que certains dirigeants semblent nous demander, c'est plus de temps pour continuer à faire les mêmes erreurs* » (*Professions of a Short Termer*, de T. Boone Pickens, Harvard Business Review, 1986). Avec l'argent des autres. D'autres se réfugient derrière le caractère cyclique de l'activité de leur entreprise. Certes, mais comment justifier que le billet de 100 francs des actionnaires des constructeurs automobiles, secteur cyclique par excellence, vaut presque deux fois plus aux Etats-Unis alors qu'il n'est valorisé qu'à la moitié en France, à la même époque ? A fin novembre, le PBR moyen des trois constructeurs américains s'élevait à 1,6 contre 0,7 pour les deux constructeurs français. Dans le cas de **Chrysler**, doté d'un PBR de 1,9, le plus élevé des trois américains, son principal actionnaire, **Kirk Kerkorian**, avec moins de 15% du capital, réclame avec ténacité que l'entreprise distribue plus de dividendes. Dans le cas de **Peugeot** avec un ratio de 0,6, le plus bas des deux constructeurs français, il n'y a guère d'empressement à demander des comptes sur les 100 francs investis qui n'en valent plus que 60. D'autres encore pousseront-ils le paradoxe jusqu'à « *coupable mais pas responsable* » vis-à-vis des actionnaires ?

Il y a de la marge en matière d'optimisation actionnariale

A fin décembre 2005, les 700 sociétés étudiées par **CAPITALACTION**, soit 98,7% de la capitalisation boursière française, avaient un PBR moyen pondéré de 0,97. Le PBR moyen non pondéré par la capitalisation est de 1,48. A fin novembre 1995, les 900 entreprises américaines suivies par **BusinessWeek** sur les 8.000 sociétés cotées aux Etats-Unis avaient un PBR moyen de 2,38 (*1996 Investment Outlook Scoreboard*, BusinessWeek, 25/12/95). Ratio non pondéré par la capitalisation.

Le marché boursier français a encore de la marge d'appréciation en matière d'optimisation actionnariale... Pis encore, une entreprise française cotée sur deux, ayant un PBR en dessous de 1, ne crée pas de valeur actionnariale à la date d'aujourd'hui. Or, le minimum que les actionnaires, propriétaires de l'entreprise, devraient être en mesure d'attendre des dirigeants qui sont leurs mandataires, c'est un ratio au moins égal à 1. Autrement, il convient de rendre l'argent aux actionnaires. Par exemple au travers d'un dividende exceptionnel comme l'a notamment fait **Sabéton** en 1995 en distribuant un dividende de 341 millions de francs, équivalent à la moitié de sa capitalisation boursière.

Pendant le semestre précédent cette distribution, le PBR de Sabéton oscillait entre 0,6 et 1,2. Après ajustement de l'actif net réduit par le paiement de ce dividende, le PBR de Sabéton varie désormais dans une fourchette comprise entre 0,8 et 1,1. Entre-temps, ses actionnaires ont récupéré 900 francs par action, plus un avoir fiscal de 450 francs, tout en demeurant propriétaire d'une action dont le cours évolue aux alentours de 850 francs par rapport à 1.100 francs avant la déclaration de ce dividende. Ou alors il faut envisager de remplacer le pilote de l'avion par un nouvel équipage, recentré sur l'objectif de création de valeur actionnariale. A cet égard, il est intéressant de noter la sanction de la gestion des dirigeants d'**Alcatel**, **Suez** et **Navigation Mixte** l'année dernière. Certes, certains des entreprises actionnaires de ces sociétés seraient eux-mêmes bien avisés d'améliorer leur propre PBR, mais « *il fallait bien commencer quelque part...* »

Des trois marchés règlementés, le Marché au Comptant est de loin celui où les actionnaires subissent le plus de destruction de valeur avec un PBR moyen pondéré de 0,42 et 64% des entreprises avec un ratio inférieur à 1, suivi par le Second Marché (PBR pondéré de 0,85 et 43% d'entreprises décotées), tandis que le Règlement Mensuel obtient le moins mauvais score (PBR pondéré de 1,11 et 40% d'entreprises décotées).

On ne s'étonnera pas que bon nombre des OPA, OPE et OPR lancées en 1995 l'aient été sur les entreprises décotées du Marché au Comptant, parfois par des actionnaires majoritaires peu empreints de scrupules : c'est une aubaine pour le majoritaire de pouvoir racheter le billet de 100 francs pour 60 francs aux minoritaires, en se rangeant derrière l'argument qu'il n'était valorisé qu'à 50 francs en bourse... valorisation résultant de la gestion du dit majoritaire. Le jeu du « *qui perd, gagne* ».

Les pièges à éviter

Si le PBR est un raccourci utile pour « photographier » la création de valeur actionnariale, il ne saurait en aucun cas être utilisé comme seul outil de sélection d'un titre.

Ainsi, si un PBR largement inférieur à 1 peut être une invitation à l'OPA (comme illustrée encore récemment par l'**IDIA** et la **Radiotechnique**, voire à terme l'**IPBM**, **Idianova** et l'**IPO**) ou à l'OPE (**Agricole de la Crau**, **Maurel & Prom**, etc.), un ratio très bas peut aussi être révélateur d'un bilan qui ne reflète pas fidèlement la situation de l'entreprise (cas de certaines SDR en liquidation, par exemple).

Un PBR très faible peut également parfois masquer tout simplement l'existence d'importants intérêts minoritaires dans les fonds propres consolidés, ce qui est souvent le cas des holdings faïtières. Par exemple, le ratio de **Montaigne Participations & Gestion** (ex-**Arnault & associés**) n'était à première vue que de 0,05 à fin 1995. Recalculé sur la part des fonds propres revenant au groupe, c'est-à-dire corrigé des intérêts minoritaires, le PBR de Montaigne Participations était de 0,55 à cette même date. Il n'en demeure pas moins que le Delacroix confié à Montaigne ne valait plus qu'un Saint-Exupéry en bourse...

Lorsque les actions à droits de vote d'une société ne sont pas cotées, la capitalisation boursière de ses seuls certificats d'investissements cotés, par nature dépourvus du droit de vote, fait bien évidemment ressortir un PBR arithmétiquement faible et peu significatif (par exemple, **Union Européenne de CIC, Crédit Lyonnais, Banque Paribas**). Un PBR qui chute en cours d'année peut néanmoins être annonciateur d'une large perte de l'entreprise, information qui sera intégrée dans le cours de bourse avant la publication du bilan de l'exercice en cours (par exemple, **Eurotunnel, Crédit Foncier de France, CBC, Dapta-Mallinjou, Trouvay & Cauvin**).

Alternativement, un PBR trop élevé peut être significatif d'une valeur dite de « retournement », autrement dit spéculative, où les actionnaires ont été lessivés par les pertes, d'où une absence de fonds propres et un ratio élevé sur une faible capitalisation boursière comme, par exemple, dans les cas de **Lectra Systèmes** et de **Tasq International**.

De même, un PBR très élevé peut indiquer un flottant réduit de l'action (**Oxygène et Acétylène d'Extrême Orient**) ou une illiquidité prononcée du titre (par exemple, **Entrepôts & Magasins Généraux de Paris, Fromageries Paul Reynard, Fermière du Casino de Cannes**, etc.)

En général cependant, un PBR élevé est indicateur d'une valeur dite de « croissance » (par exemple, **Sidel, Nomaï, Ada Location, Mécatherm, M6**). Parfois surévaluée : gare aux lendemains qui déchantent quand la musique s'arrête... C'est ainsi que les actionnaires de **Naf Naf**, introduite au second Marché en juin 1993 sur la base d'un PBR de 4,1, ont connu une descente aux enfers qui se solde par un ratio de 0,3 à fin 1995. Ou que les actionnaires de **PC Warehouse**, introduite en avril 1994 sur la base d'un PBR de 4,3 se retrouvaient face à une liquidation vingt mois plus tard.

La comparaison sectorielle

En dehors de ces limites, le PBR trouve son utilité dans la comparaison sectorielle. Les actionnaires devraient en effet être en mesure d'attendre raisonnablement d'une société cotée que son PBR soit non seulement supérieur à 1, mais aussi au moins égal à la moyenne de son secteur d'activité. D'où l'intérêt de la comparaison sectorielle pour juger la gestion des dirigeants en matière de création de valeur actionnariale. En dessous de la moyenne du secteur, l'argent des actionnaires n'est pas optimisé, ce qui représente un coût d'opportunité. Par exemple, dans le secteur porteur de la communication dont le PBR moyen pondéré est de 2,28, celui d'**Europe 1 Communications** (1,06) est inférieur à la moitié du secteur. Autrement dit, les 100 francs fournis à Europe 1 ne valaient que 106 francs à fin 1995, soit quatre fois moins que le même argent aurait créé s'il avait été confié à **NRJ** (PBR de 4,44).

Dans le secteur plus traditionnel du textile et de l'habillement dont le PBR moyen pondéré ressort à 1,81 avec **Hermès** comme leader (PBR de 5,96), des sociétés comme **Devanlay** (marques Lacoste, etc.) et **DMC** (marque Descamps, etc.) non seulement ne valorisent pas leurs marques mais en plus détruisent de la valeur actionnariale avec des PBR respectifs de 0,64 et 0,54. La sous-évaluation de Devanlay, certes contrôlée par un actionnariat familial majoritaire, comme l'est d'ailleurs Hermès, est d'autant plus massive que sa capitalisation boursière est inférieure à sa seule trésorerie nette !

L'actionnaire responsable se doit de voter aux assemblées

Le gouvernement d'entreprise repose sur trois principes simples :

- les actionnaires sont les propriétaires de l'entreprise qui élisent les administrateurs,
- les administrateurs sont des mandataires qui choisissent et contrôlent les dirigeants,
- les dirigeants sont rémunérés grâce à l'argent de tous les actionnaires et doivent agir dans l'intérêt supérieur de ceux qui les paient.

Le gouvernement d'entreprise débute donc impérativement par la participation ou la représentation des actionnaires aux assemblées générales pour exercer leur droit de vote. Un vote informé s'exprime par une réponse aux questions « qu'avez-vous fait de notre argent et qu'allez-vous en faire ? ». La comparaison sectorielle des 700 sociétés cotées par PBR à fin 1995 procure quelques éléments de réponse édifiants dans ce but.

Si une société cotée sur deux détruit de la valeur, cela signifie également qu'une sur deux en crée. Raison de plus pour que les actionnaires des premières les rappellent à l'ordre.

Publié dans *La Synthèse Financière*
des 12/02/1996, 19/02/1996 et 26/02/1996