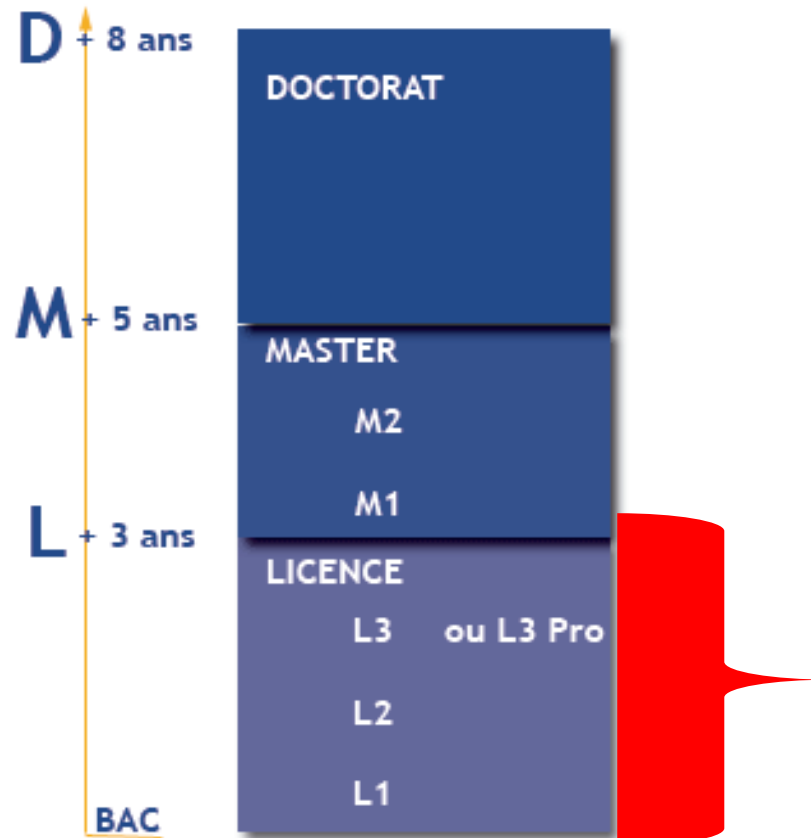


# Leleux Academy

## L'Analyse Fondamentale

Louvain School of Management Conseil





A partir du système européen des diplômes de l'enseignement supérieur (LMD), la difficulté de ce cours peut être graduée du niveau L1 à M1.



# Comment faire une analyse fondamentale

Exemple avec le groupe Delhaize

## Introduction Générale

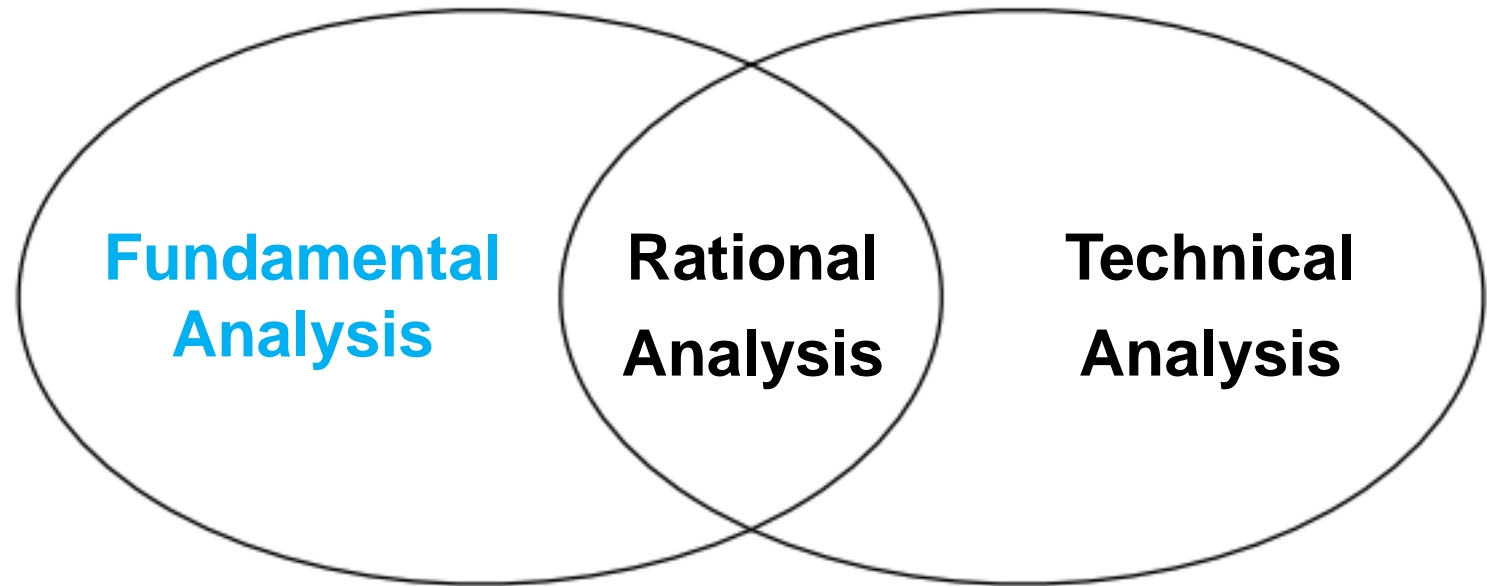
1. Introduction sur le groupe Delhaize
2. Analyse sectorielle
3. Analyse du compte de résultat
4. Analyse du bilan
5. Analyse du cash-flow libre
6. Valorisation boursière





# Introduction générale







Fundamental Analysis	Technical Analysis
	
Includes evaluating company's stock to find its intrinsic value, and analyze factors that may affect the price in the future.	It is a statistical method used to find pattern and predict future movements based on past market data.



## Fundamental Analysis examines

- Financial data
- Industry trends
- Competitor's performance
- Economic outlook

## Technical Analysis examines

- Price movements
- Market psychology



### Fundamental Analysis

Looks backward as well as forward



### Technical Analysis

Looks backward



**Technicals are  
more important!**

**No!  
Fundamentals  
are!**





**STEPS OF IDENTIFYING FUNDAMENTALLY STRONG STOCKS**

**Analysis of Economy**

**Analysis of Sector**

**Financial  
Analysis**

**Valuation**



# Le côté obscur de l'analyse fondamentale

« 1Q sales increased 6.7% YoY to €109.2m, beating our forecast by 3.8%. Exchange rates also had a positive effect on sales (+1.6%), while price/mix effects had a negative impact (-4%). As such, the guidance for flat sales in 2010 looks overly cautious, in our view. We increase our FY10F sales by 1.1% to €527m (which implies a 4.1% increase YoY). We keep our margin assumptions: FY10F gross margins flat at 30.5% and fixed cost in line with 2H09 (with slightly higher marketing cost in 2010F). Bottom line, we estimate 2010F EPS at €0.08 (up from €0.07) and 2011F EPS flat at €0.14. On our 2011F estimates, the share trades at 0.9x NAV, at 13.3x PER and 4.7x EV/EBITDA (5.9x adj.). Since our 2011F estimates are still well below mid-cycle (ie, REBITDA of €70-75m in our view), the valuation seems far from stretched. Our €2.20 TP is DCF-based ».



## THALES (ISIN FR0000121329 – 109,05 EUR)

### Renforcer

Précédent : \*

Objectif de cours	125,0 EUR
Potential de hausse	14,60%
Profil de risque	Modéré

### Signalétique

Secteur	Aérospatial/Défense
Symbole   ISIN	HO   FR0000121329
Marché	Paris
Haut/Bas 52s	122 EUR   86 EUR
Capitalisation	23.446 Mj. EUR
Valeur Entreprise	20.488 Mj. EUR
Flottant	50%
Volume quotidien	35 Mj. EUR
Analystes	14
Cours/Bénéfices	17,40x
Cours/Actif Net	3,84x
Rendement	2,14%
Bêta (vs SBF120)	0,50

### Profil de la société

Thales figure parmi les leaders européens de la fabrication et de la commercialisation d'équipements et de systèmes électroniques destinés aux secteurs de l'aérospatial, du transport, de la défense et de la sécurité. Le CA par famille de produits se répartit comme suit :

- systèmes de défense et de sécurité (50,5%) : systèmes d'information et de communication sécurisés (systèmes de commandement et de contrôle, systèmes de communication, de protection, de cybersécurité, etc.), systèmes de mission de défense (systèmes de guerre électronique et drones), systèmes terrestres et aériens ;
- systèmes aérospatiaux (37,9%) : équipements d'avionique (équipements de cockpit, de multimédia de cabine, de simulation) et systèmes spatiaux (satellites, charges utiles, etc.) ;
- systèmes de transport (11,1%) : systèmes de signalisation ferroviaire, de contrôle et de supervision des réseaux de transport, etc. ;

En outre, le groupe détient une participation de 35% dans Naval Group (ex DCNS ; fabrication d'équipements navals à destination des secteurs de la défense et de l'énergie nucléaire).

La répartition géographique du CA est la suivante : France (24%), Royaume Uni (9%), Europe (21%), Asie (14%), Proche et Moyen Orient (10%), Amérique du Nord (9%), Australie et Nouvelle Zélande (5,5%) et autres (6,6%).



### Un futur leader mondial de la sécurité numérique

#### Analyse financière

Entre l'année 2000 et fin 2017, le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires s'est établi à +4% et +5% pour l'EBITDA (source Bloomberg). Sur cette période, les revenus étaient en progression d'année en année dans 80% du temps et il n'y a eu qu'un seul véritable accident (-10% sur les ventes en 2013). La résilience de l'activité est à aller chercher dans 1/ la répartition géographique (56 pays) ; 2/ un mix activité entre civil et militaire (50/50) 3/ une belle visibilité (le carnet de commandes représente plus de 2 fois les revenus de 2017) et 4/ un important client (Etat Français : 17% des revenus et actionnaire à hauteur de 26%). *Nonobstant*, comme toute entreprise industrielle, Thales ne peut échapper à l'une des principales lois « des points morts » : à savoir que lorsque les coûts fixes sont élevés, le bénéfice final est fortement sensible à l'ensemble de l'activité (exemple avec la période très difficile qu'a connu le groupe au niveau de ses marges sur la période 2009 et 2010).

Ces dernières années, la principale explication de la hausse du bilan comptable est venue du poste « trésorerie et équivalents trésorerie ». Cette poche de liquidités représente aujourd'hui 20% du total de l'actif (un niveau en constante progression depuis plus de 10 ans). Autre poste important, le Goodwill (15% du bilan comptable). Cette ligne comptable correspond aux « écarts d'acquisitions relatifs aux filiales consolidées », c'est-à-dire aux principales acquisitions de ces dernières années. Ce niveau est élevé (62% des capitaux propres) mais il reste stable depuis deux décennies.

Au niveau du financement, un élément saute aux yeux : le passif opérationnel courant est supérieur à l'actif opérationnel courant, ce qui entraîne un besoin en fonds de roulement négatif. Cette singularité dans le monde industriel est une véritable aubaine pour un groupe très capitalistique. Toujours sur le même sujet, Thales procède régulièrement à des cessions de créances commerciales, essentiellement de son principal client l'Etat français. Par conséquent, l'on comprend donc pourquoi 1/ le niveau des capitaux propres soit si faible pour un groupe industriel (24% du bilan) et 2/ que le poste de la dette financière à long et court terme soit marginal (seulement 2% du total du bilan fin 2017). Avec une solide santé financière, il n'est pas étonnant que les agences de notation classent le groupe dans la partie *Investment Grade* (S&P A- et Moody's A2).

Enfin, l'avantage compétitif du groupe est clairement perceptible au niveau des flux de trésorerie ( $FCF/Sales = 8\%$ ) et naturellement cette « monnaie sonnante et trébuchante » se déverse dans la trésorerie. Dans cet environnement, l'entreprise s'est donc permise d'être plus généreuse auprès de ses actionnaires depuis 2012.

#### Accord de rapprochement

En décembre 2017, Thales et Gemalto ont annoncé un accord de rapprochement, au prix de 51 EUR par action portant sur l'ensemble des actions Gemalto (via une offre publique en numéraire). Ce rapprochement va créer un leader mondial dans la sécurité numérique. La finalisation de l'opération devait avoir lieu fin 2018, mais en raison « des nombreuses autorisations réglementaires » à travers le monde, la fusion devrait avoir lieu « au premier trimestre 2019 » (source Groupe).

Ce surtemps dans l'agenda retarde ainsi la diffusion des éléments financiers post-fusion : quid par exemple 1/ du montant des synergies ; 2/ des délais d'exécutions ou encore 3/ de la gouvernance/management.

#### Perspectives sur 2018 (source Groupe et hors fusion)

- Croissance organique des ventes de +3% à +5% en moyenne sur la période 2018-2021.
- Une marge EBIT de 11% à 11,5% d'ici 2021.

#### Conseil

Compte tenu des marges élevées, de la rentabilité économique et de la situation financière, les multiples de valorisation se situent sur des niveaux importants. A moins d'un accident industriel (problème avec la fusion, chute brutale des commandes) le titre fait partie des actions de « fonds de portefeuille ». A fin novembre, l'objectif moyen du consensus ressort à 125 EUR.

#### Avertissement :

Les informations, interprétations, estimations et/ou opinions contenues dans ce document sont basées sur des sources réputées fiables et sélectionnées avec soin. En l'occurrence, les analystes financiers consultent des sources professionnelles usuelles et reconnues (Bloomberg, Thomson-Reuters, **Sungard**, Interactive Data-ICE, site internet de l'émetteur sous revue, flux de nouvelles dans la presse, fournisseurs extérieurs d'analyses et de données chiffrées).

Toutefois, Leleux Associated Brokers **s.a.** ne donne aucune garantie quant au caractère exact, fiable ou complet de ces sources. La diffusion de ces informations s'opère à titre purement indicatif et ne peut être assimilée, ni à une offre, ni à une sollicitation à la vente, à l'achat ou la souscription de tout instrument financier et ce, dans quelle que juridiction que ce soit. Les informations contenues dans le présent document ne constituent ni un conseil en investissement ni même une aide à la décision aux fins d'effectuer notamment une transaction ou de prendre une décision d'investissement. Leleux Associated Brokers **s.a.** n'offre aucune garantie quant à l'actualité, la précision, l'exactitude, l'exhaustivité ou l'opportunité de ces informations qui ne peuvent en aucun cas engager sa responsabilité. En outre, cette publication est destinée à une large distribution, et ne tient pas compte de la connaissance et de l'expérience financière particulière du lecteur, ni de sa situation financière, ses besoins, ses objectifs d'investissement et de son aversion aux risques. Dans tous les cas, il est recommandé au lecteur d'utiliser d'autres sources d'information et de prendre contact avec un chargé de clientèle pour tout renseignement complémentaire.

La méthodologie de recommandation poursuivie par Leleux Associated Brokers pour se forger une opinion analytique (valorisation, hypothèses sous-jacentes, modèles, risques) peut être consultée à l'endroit suivant : [Endroit sur le site web]. La liste des recommandations des 12 derniers mois émises par Leleux Associated Brokers peut être consultée à l'endroit suivant : [Onglet "Informations" sur le site web].

La recommandation sous revue est faite à titre purement ponctuel et Leleux Associated Brokers ne donne aucune garantie quant au suivi de la recommandation dans le temps, de sa fréquence, ou d'une éventuelle mise à jour de celle-ci à la suite d'événements de marché. De façon générale, l'heure des prix des instruments financiers mentionnés dans la recommandation correspond à l'heure de clôture du marché sur lequel l'instrument est traité (End Of Day), sauf mention expresse et contraire.

Leleux Associated Brokers ([www.leleux.be](http://www.leleux.be)) est une société anonyme de droit belge, inscrite à la banque carrefour des entreprises sous le n° 0426 120 604, dont le siège social est sis à B- 1000 Bruxelles, rue du Bois Sauvage 17, agréée en tant que Société de Bourse, entreprise d'investissement de droit belge et soumise à la surveillance prudentielle de l'autorité de contrôle en Belgique, la FSMA (Financial Services & Market Authority), établie à B-1000 Bruxelles, rue du Congrès 12-14.

Les Conditions Générales de Leleux Associated Brokers peuvent être consultées à l'adresse suivante : [https://intranet.leleux.be/Leleux/WebSite.nsf/vLUPage/PDF/\\$File/Conditions%20Générales.pdf](https://intranet.leleux.be/Leleux/WebSite.nsf/vLUPage/PDF/$File/Conditions%20Générales.pdf), et en particulier la section 27 traitant de la gestion des conflits d'intérêt. Les analystes qui éditent des recommandations ne sont pas autorisés à détenir les instruments couverts pour compte propre. De même, Leleux Associated Brokers ne détient en aucune manière des instruments financiers faisant l'objet de la recommandation sous revue, ni ne délivre de prestation de service pour leurs émetteurs.



## 2/ Analyse financière

- L'analyse financière n'est pas une théorie mais un outil.
- Il n'y a pas un modèle unique !
- L'analyse financière est une démarche intellectuelle basée sur « le bon sens ».
- L'analyse financière est un diagnostique (comme la médecine) sur le passé (comptabilité → objective\* et stable\*).
- L'analyse financière "essaye" de prévoir le futur (flux de trésorerie prévisionnels → si changements des conditions économiques alors actualisation de l'analyse).
- Au final, l'analyse financière reprend le passé (= **comptabilité**) + le futur (= **flux de trésorerie**) pour construire une analyse à l'instant T, qui devra régulièrement être actualisée.



## 2/ Analyse financière



*« Pour apprendre quelque chose aux gens, il faut mélanger ce qu'ils connaissent avec ce qu'ils ignorent »*

Pablo Picasso



# 1/ Introduction sur Delhaize



# 1/ Introduction sur Delhaize

## Comprendre le métier :

Delhaize est une enseigne de supermarché :



- vente de détail de produits alimentaires (aliments secs et frais)
- et produits non-alimentaires (produits de beauté et de soins, etc.)

## Actualité :

Les groupes de distribution belge **Delhaize** et néerlandais **Ahold** ont annoncé en juin 2015 leur **fusion**.

Les premières rumeurs de rapprochement entre ces deux groupes remontent à septembre 2006. Les deux groupes sont présents aux **États-Unis**, au **Benelux** (Pays-Bas pour Ahold et Belgique pour Delhaize) et en **Europe centrale** (République tchèque pour Ahold et Roumanie pour Delhaize).





# 1/ Introduction sur Delhaize

## Où trouver le profil de l'entreprise ?

- Sur le site de l'entreprise
- Ou encore : <https://www.euronext.com/fr/products/equities/NL0011794037-XAMS/company-information>



### Profil société

Ahold Delhaize figure parmi les leaders mondiaux de la grande distribution. Le CA par activité se répartit comme suit :

distribution de détail aux Etats-Unis (61,1%) : exploitation, à fin 2017, de 1 960 magasins répartis par enseigne entre Food Lion (1 027), Giant (338), Stop & Shop (215), metro (199) et Hannaford (181). Le groupe développe également une activité de vente et de livraison à domicile ou sur le lieu de travail de produits d'épicerie par le biais du site Peapod.com ;

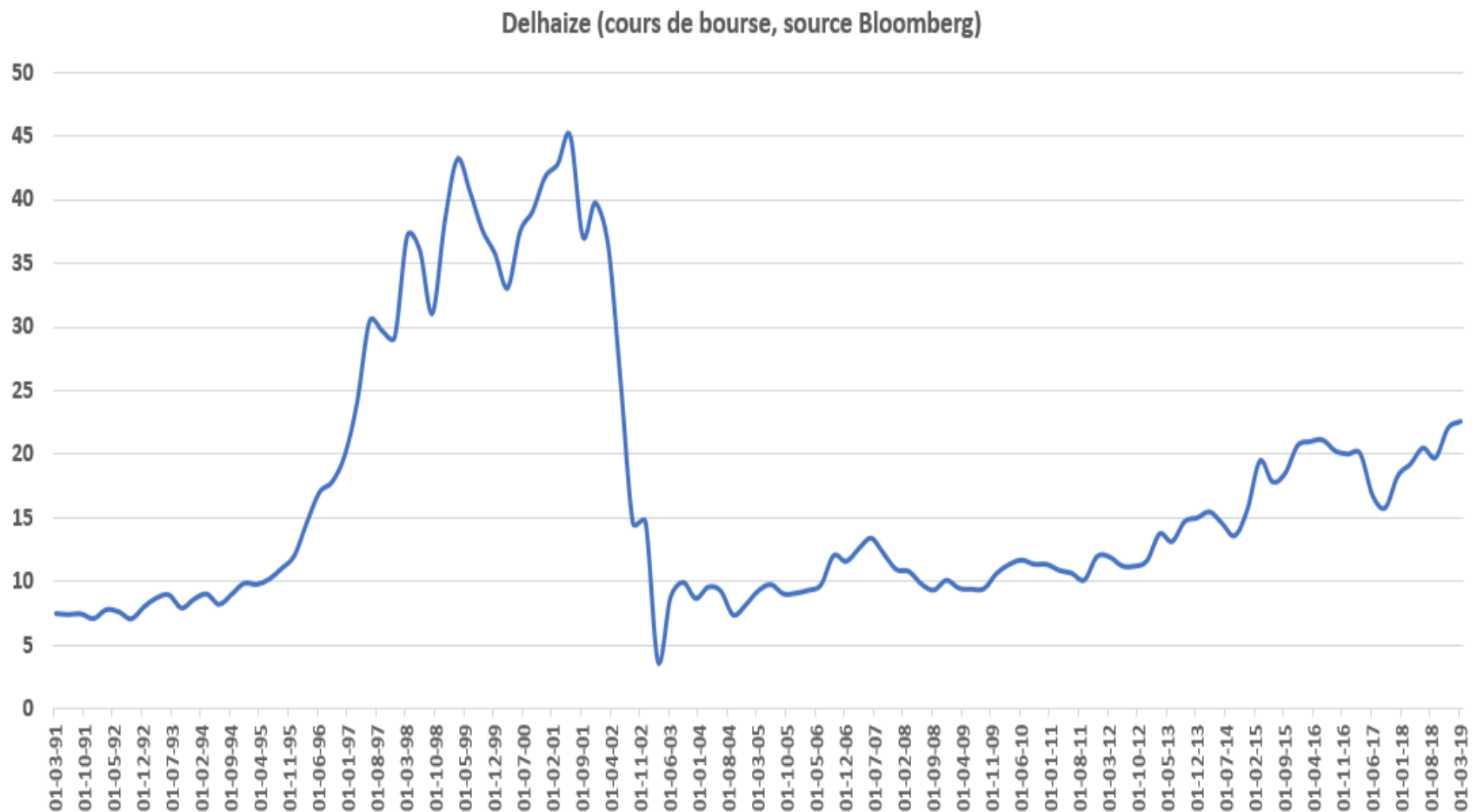
distribution de détail en Europe (38,9%) : exploitation de 4 677 magasins sous les enseignes Albert Heijn (1 010 aux Pays Bas, en Belgique et en Allemagne), Delhaize (764 en Belgique et au Luxembourg), Gall & Gall (601 aux Pays Bas), Mega Image (595 en Roumanie), Etos (552 aux Pays Bas), AB (396 en Grèce), Maxi (394 en Serbie), albert (329 en République Tchèque), Tempo (20 en Serbie) et Ena Food (16). Ahold Delhaize développe également une activité de vente et de livraison à domicile ou sur le lieu de travail de produits d'épicerie par le biais du site bol.com.

La répartition géographique du CA est la suivante : Pays Bas (21,8%), Belgique (7,9%), Europe (9,2%) et Etats-Unis (61,1%).

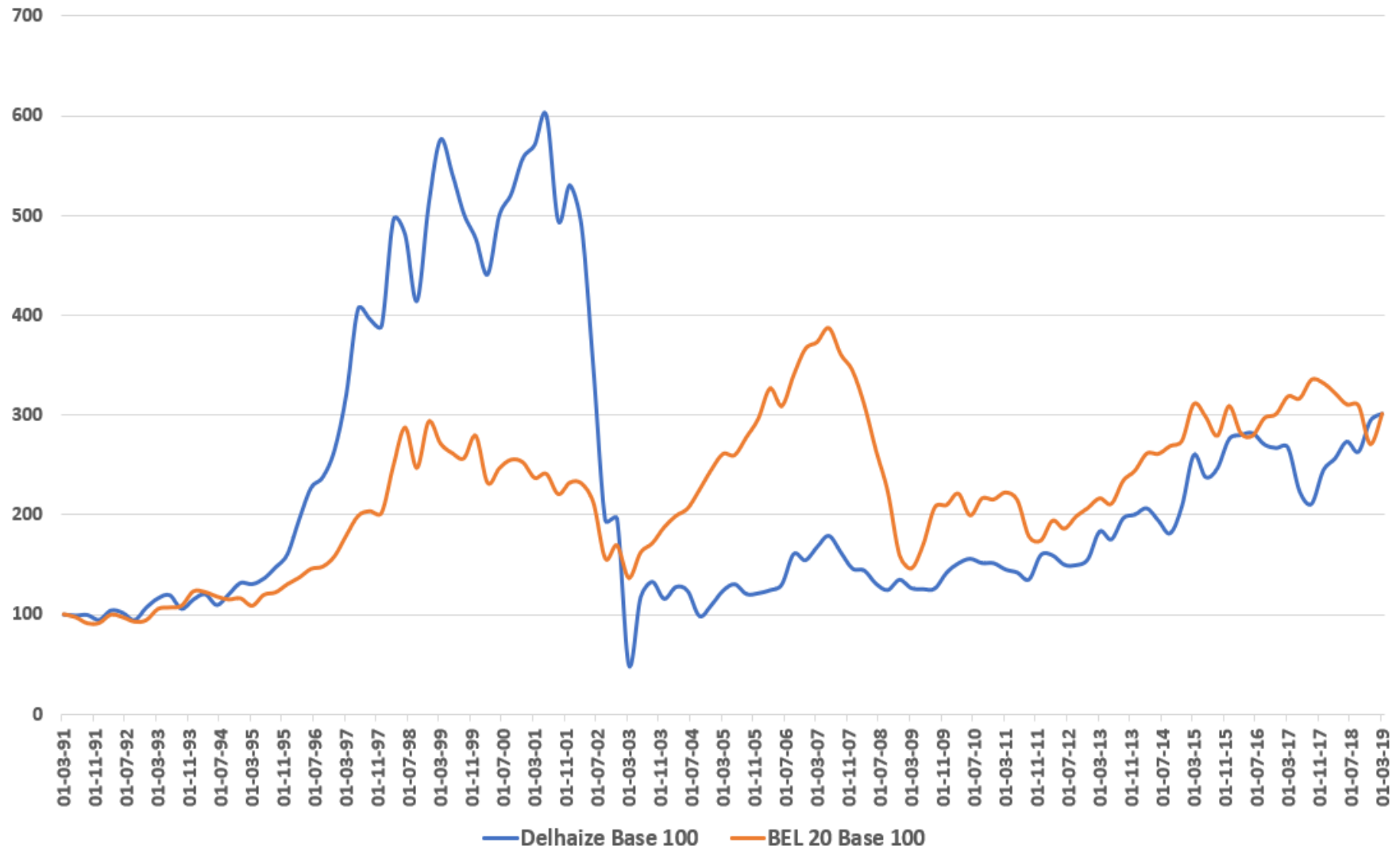


# 1/ Introduction sur Delhaize

Le « bon sens » invite les investisseurs à regarder le passé.



# 1/ Introduction sur Delhaize



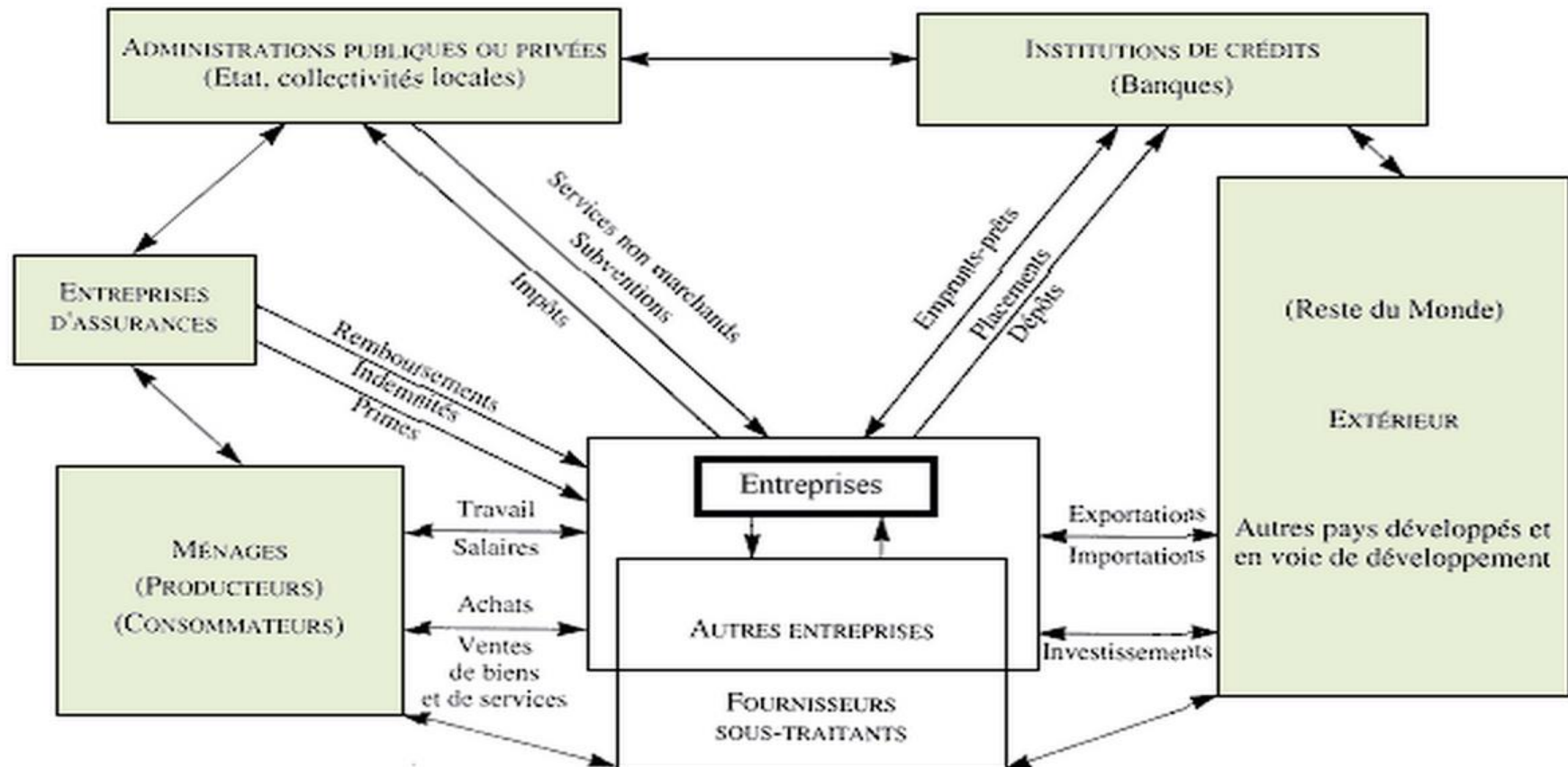
## **2/ Analyse sectorielle**



## 2/ Analyse sectorielle

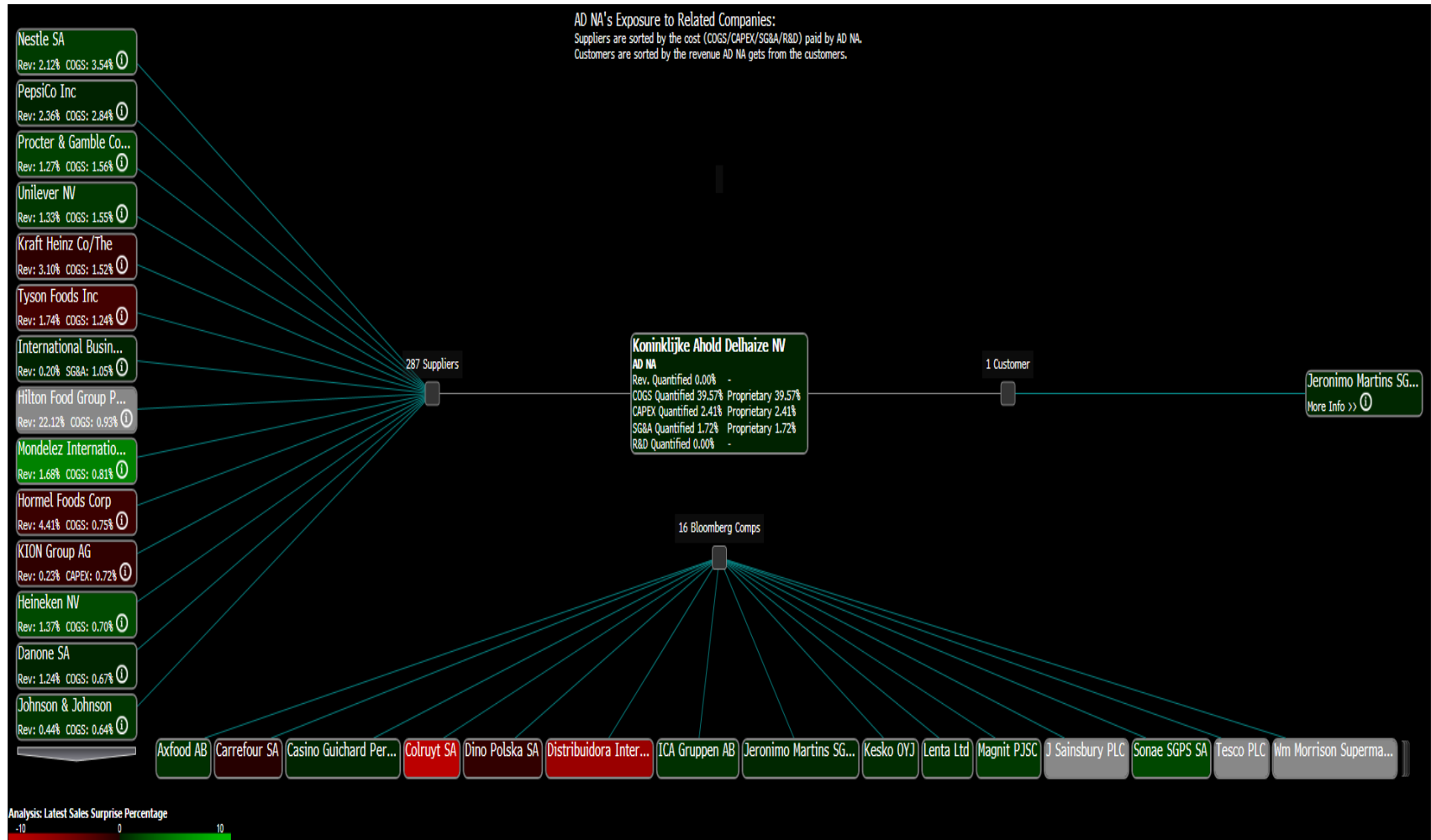
Cette partie est primordiale car elle permet aux parties prenantes de comprendre les paramètres complexes qui affectent le cycle de vie de l'entreprise.

Les relations entre l'entreprise et son environnement



# 2/ Analyse sectorielle

Fonction Bloomberg « SPLC » (Supply chain)

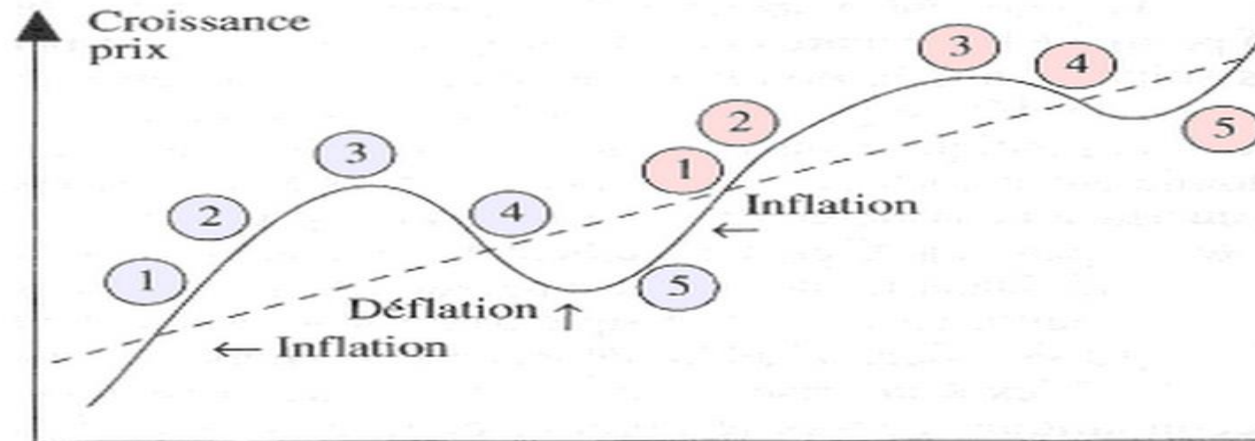


Source Bloomberg (14/03/2019)

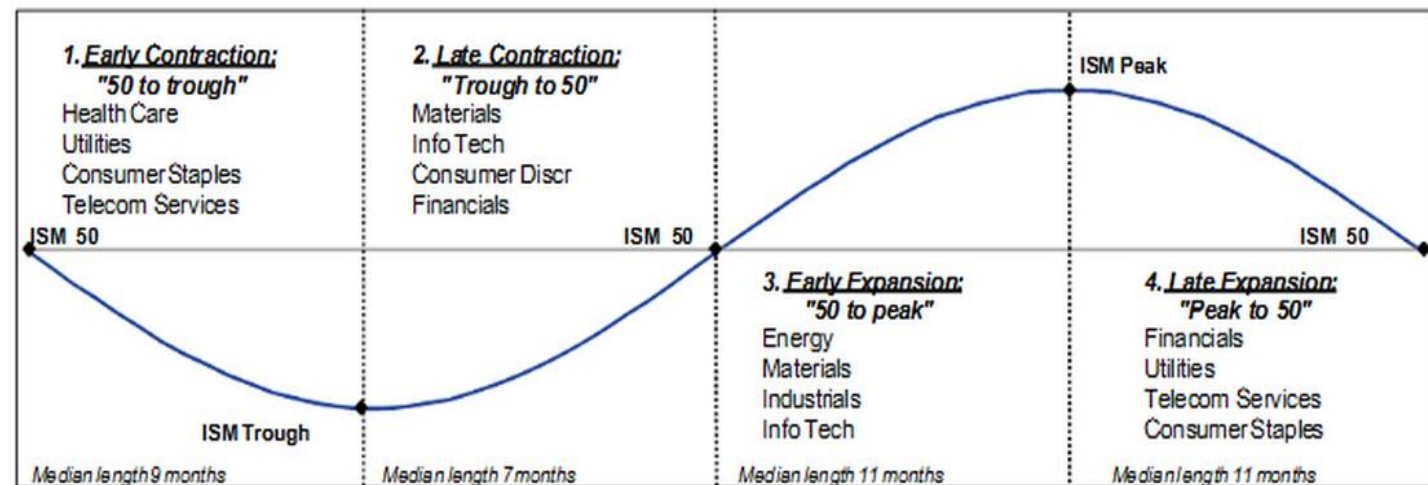


## 2/ Analyse sectorielle

**Les cycles économiques et l'inflation**



- (1) et (2) Périodes d'expansion – inflation
- (3) Retournement de tendance
- (4) Périodes de récession – déflation
- (5) Reprise



## 2/ Analyse sectorielle

De très nombreuses variables économiques, financières, ou encore climatiques impactent directement/indirectement chacun des secteurs de notre économie : exemple, « quel est l'impact de la variabilité des taux sur le secteur de l'assurance ? » (voir analyse sectorielle du 02/07/2015).

Secteur d'activité	Sensibilité
Automobile, distribution, agro-alimentaire	Evolution du pouvoir d'achat des ménages, niveau de la consommation
Banque, assurance	Taux d'intérêt, tenue des marchés boursiers
Défense, aéronautique	Commandes des gouvernements, conflits mondiaux
Immobilier	Taux d'intérêt, fiscalité immobilière
Laboratoires pharmaceutiques	Mises sur le marché de nouveaux médicaments, découverte de nouvelles molécules
Industrie du luxe	Taux de change (surtout le dollar et le yen), conjoncture économique internationale. En cas de crise ce secteur est le plus rapidement touché
Mines, métaux, pétrole, gaz	Cours du dollar (monnaie de transaction internationale) et des matières premières concernées





## **2/ Analyse sectorielle**

**A / Evolution boursière du secteur et du titre Delhaize**

**B/ Macroéconomie et secteur de la grande distribution**

**C/ Analyse spécifique de la grande distribution**



## 2/ Analyse sectorielle

### A/ Analyse boursière du secteur et du titre Delhaize

- Le caractère « défensif » du secteur Retail (souvent décrit comme tel par certains), est une « légende » !
- L'exemple récent de la crise boursière de 2008 : tous les titres du secteur en Europe ont enregistré des performances boursières négatives, voire même parfois plus importantes que les indices boursiers.
- Pour rappel, dès fin 2008, les distributeurs Carrefour et Delhaize avaient annoncé qu'ils n'allaient pas atteindre leurs objectifs de croissance
- Durant les années suivantes, les profits warning proviendront de Metro, Colruyt, Tesco, Morrison ou encore Jeronimo Martins...



## 2/ Analyse sectorielle

### Indice sectoriel Retail vs. l'indice Euro Stoxx (2007 à 2008)



## 2/ Analyse sectorielle

### Comparaison titre Delhaize vs. l'indice Euro Stoxx (2007 à 2008)



## 2/ Analyse sectorielle

### B/ Macroéconomie et secteur de la grande distribution

- Le constat vu précédemment n'est pas surprenant, car l'environnement économique impact directement le pouvoir d'achat des ménages et leurs habitudes de consommation.
  
- Principaux facteurs économiques qui influencent le secteur :
  - la confiance du consommateur (a)
  - le niveau d'inflation (b)
  - le marché du crédit (c)



## 2/ Analyse sectorielle

### B/ Macroéconomie et secteur de la grande distribution

#### a/ La confiance des consommateurs :

La hausse du chômage, les multiplications des plans d'austérité, débats sur la réforme des systèmes de retraite, les augmentations de TVA, etc. → pèsent sur le moral des ménages et leur propension à consommer.

Lorsque la confiance des ménages est en berne, l'on constate trois impacts :

- Trading down sur les enseignes classiques au profit des discounteurs : baisse des parts de marché / investissement tarifaires.
- Trading down sur les produits au profit des marques de distributeurs (les MDD, ou marques maison, sont en moyenne 20% moins chères que les marques traditionnelles).
- Diminution des achats d'impulsion et/ou retard des achats (exemple sur les produits ménagers).

Ces trois éléments entraînent des pressions déflationnistes sur le panier moyen des ménages, ce qui *in fine* entraîne un recul du chiffre d'affaires (voir partie Compte de résultat).

*A noter toutefois, que dans certains cas, les produits MDD offrent des marges plus élevées que les produits traditionnels.*



## 2/ Analyse sectorielle

### B/ Macroéconomie et secteur de la grande distribution

#### b/ Inflation des prix (=> *Squeeze margin*)

- Lorsque l'environnement économique se caractérise par une forte augmentation des prix alimentaire (exemple hausse du cacao, du lait, etc.) et/ou de l'énergie (exemple avec le pétrole) ces tensions inflationnistes peuvent entraîner une diminution des marges dans le secteur : *squeeze margin*.
- En effet, les industriels répercutent dans leurs tarifs de vente l'augmentation de leurs coûts de fabrication. Cette augmentation n'est cependant que partiellement répercutée sur le prix de ventes des distributeurs aux consommateurs (=> décalage dans le temps) pour ne pas faire « fuir » les consommateurs.
- Toutefois, l'on notera qu'il est plus facile de faire passer des augmentations de prix en période d'inflation.



## 2/ Analyse sectorielle

### B/ Macroéconomie et secteur de la grande distribution

#### c/ Le crédit

A l'instar de l'ensemble des crises financières, la crise de 2008 avait engendré une restriction de l'accès au crédit et une montée du coût du crédit (car réduction des risques pris par les prêteurs). A titre d'illustration, le coût de financement des sociétés « Investment Grade » (entreprises dont la probabilité de défaut est très faible) s'est tendu en moyenne en Europe de 200 points de base (+2%) tandis que celui des « Non Investment Grade » a progressé de 400 points de base entre l'été 2007 et l'été 2008. Deux incidences sur le secteur :

- ✓ Renchérissements du coût de la dette (si endettement à taux variables), des coûts de refinancement (exemple si le groupe a émis des obligations à taux variables => coupon indexé sur taux de marché à court terme comme le LIBOR ou l'EURIBOR, auquel s'ajoute un taux fixe) et des facilité de crédit (= emprunt à court terme).
- ✓ Contrecoups parfois oublié : la réduction des délais de crédit accordés par les fournisseurs (important dans le secteur de la distribution), d'où la hausse des besoins de financement des BFR\* => diminution de la trésorerie.

\*Besoin en fonds de roulement (le BFR dans le secteur retail peut parfois être négatif)



## 2/ Analyse sectorielle

### C/ Analyse spécifique de la grande distribution

#### ✓ Exposition au non-alimentaire

Les acteurs ayant une exposition importante au non-alimentaire (exemple avec les groupes Carrefour et Metro), souffrent plus que ceux n'ayant pas ou très peu d'exposition au non-alimentaire : chute de plus de 10% des ventes dans le non-alimentaire en Espagne au T1 2012 (rappel : durant ce trimestre contraction du PIB, avec recul de 7% du prix de l'immobilier, hausse du chômage, etc.).

#### ✓ Devises (2 exemples)

- L'ensemble des distributeurs s'approvisionnent en Chine dans le non-alimentaire (exemple avec le textile) : une appréciation importante de la monnaie chinoise par rapport à l'euro pourrait se traduire par un renchérissement des produits importés.
- L'effondrement des monnaies sud-américaines depuis juin 2015 (Real Brésilien -35% en par rapport à l'euro entre le T1 et T3 2015) : le groupe Casino Guichard réalise près de 40% de ses revenus au Brésil...

#### ✓ Cycle saisonnier:

En règle générale, une partie importante des bénéfices est réalisée au S2.



## A retenir :

- Une entreprise n'est viable que si elle réalise des marges/bénéfices (**compte de résultat**).
- Les marges/bénéfices nécessitent des investissements (**bilan comptable**) qui doivent être financés (**tableau des flux de trésoreries**).



## **3/ Analyse du compte de résultat**



## 3/ Analyse du compte de résultat

### Définition :

Le compte de résultat (*Income Statement = Profit and Loss = P&L*) récapitule les flux monétaires. Le compte de résultat est en quelque sorte un « film » sur les opérations financières : on distingue les produits et les charges, la différence donnant le bénéfice ou la perte de l'entreprise.

### Ce document permet :

- ✓ D'analyser l'activité courante de l'entreprise
- ✓ D'analyser les marges de chaque activité et/ou zone d'activité
- ✓ D'analyser la rentabilité sur plusieurs périodes
- ✓ De faire des comparaisons avec les concurrents



# 3/ Analyse du compte de résultat

## Synthèse sur l'analyse du compte de résultat

<b>Chiffre d'affaires (Sales/revenue)</b>	Permet d'évaluer la croissance de l'activité : <b>= effet volume x effet prix</b>
<b>- Coût des ventes (COGS)</b>	
<b><u>Marge brute (Gross profit)</u></b>	Permet de montrer si l'entreprise arrive à dégager un bénéfice après le coût direct des produits vendus
<b>- Coûts administratifs, etc.</b>	
<b><u>EBE (EBITDA)</u></b>	Exprime la capacité à dégager un bénéfice lors du processus d'exploitation, <b>avant cycle investissement</b> (amortissement) et <b>cycle financier</b>
<b>- Amortissements et provisions</b>	
<b><u>Résultat exploitation (EBIT)</u></b>	Bénéfice opérationnel
<b>+ (Produits - charges financières)</b>	
<b><u>Résultat avant impôts</u></b>	Solde après les charges de la dette mais avant impôts et des résultats exceptionnels
<b>(Produits - charges exceptionnelles.) - impôt</b>	
<b><u>Résultat net (Net Income)</u></b>	Le résultat à répartir (capex / opex / div. / réserve) Il sert au calcul du bénéfice par action



# 3/ Analyse du compte de résultat (simplifié)

La présentation par nature (modèle européen continental) VS par fonction (modèle anglo-saxon)

Présentation par nature	Présentation par fonction
<b>Compte de résultat « européen continental »</b>	<b>Compte de résultat « anglo-saxon »</b>
Ventes (ou Chiffre d'Affaires)	Ventes
- Achats de matières premières	- Coût des ventes
- Autres achats et charges externes	
<b>Valeur ajoutée (VA)</b>	<b>Marge brute (Gross profit)</b>
- Salaires et charges sociales	- Coûts administratifs, frais de siège
<b>Excédent brut d'exploitation (EBE)</b>	<b>Résultat avant intérêts, impôt et amortissement (EBITDA or Operating Income)</b>
- Amortissements et provisions	- Amortissements (y compris Goodwill)
<b>Résultat d'exploitation (RE)</b>	<b>Résultat opérationnel, ou Résultat avant intérêts et impôt (EBIT)</b>
+ Produits financiers	- Intérêts nets des produits financiers
- Charges financières	
<b>Résultat courant avant impôt (RCAI)</b>	<b>Résultat avant impôt (Pretax Income)</b>
+ Résultat exceptionnel	- impôt
- Impôt sur les sociétés	+ résultat extraordinaire
<b>Résultat net</b>	<b>Résultat net (Net Income)</b>



Exercice se clôturant le 31 décembre 2014

(en millions de €)	Etats-Unis	Belgique <sup>(2)</sup>	SEE <sup>(3)</sup>	Corporate	Total
<b>Revenus<sup>(1)</sup></b>	13 360	4 919	3 082	—	21 361
Coût des ventes	(9 898)	(3 985)	(2 339)	—	(16 222)
Bénéfice brut	3 462	934	743	—	5 139
<i>Marge brute</i>	25,9%	19,0%	24,1%	N/A	24,1%
Autres produits d'exploitation	58	43	16	2	119
Charges administratives et commerciales	(2 970)	(864)	(632)	(37)	(4 503)
Autres charges d'exploitation	(17)	(152)	(163)	—	(332)
Bénéfice (perte) d'exploitation	533	(39)	(36)	(35)	423
<i>Marge d'exploitation</i>	4,0%	(0,8%)	(1,2%)	N/A	2,0%
Ajustements:					
Pertes de valeur (reprises)	8	2	156	—	166
Charges de réorganisation (reprises)	—	137	—	—	137
Charges de fermeture de magasins (reprises)	(2)	—	—	—	(2)
(Profits) pertes sur cessions d'actifs	3	3	1	—	7
Autres	—	15	14	2	31
<b>Bénéfice (perte) d'exploitation sous-jacent(e)</b>	<b>542</b>	<b>118</b>	<b>135</b>	<b>(33)</b>	<b>762</b>
<i>Marge d'exploitation sous-jacente</i>	4,1%	2,4%	4,4%	N/A	3,6%

- **Revenus = effet volume** (=> croissance du secteur) **x effet prix** (=> *pricing power* et/ou inflation/déflation).
- En 2014, le chiffre d'affaires pour le groupe Delhaize était de 21.361 millions d'euros : Etats-Unis (62% du CA avec 13.360 millions d'euros), Belgique (23% avec 4.919 millions d'euros) / SEE (15%, 3.082 millions d'euros).

**Rappel important : les revenus (= le chiffre d'affaires) sont enregistrés hors TVA !!!**

Exercice se clôturant le 31 décembre 2014

(en millions de €)

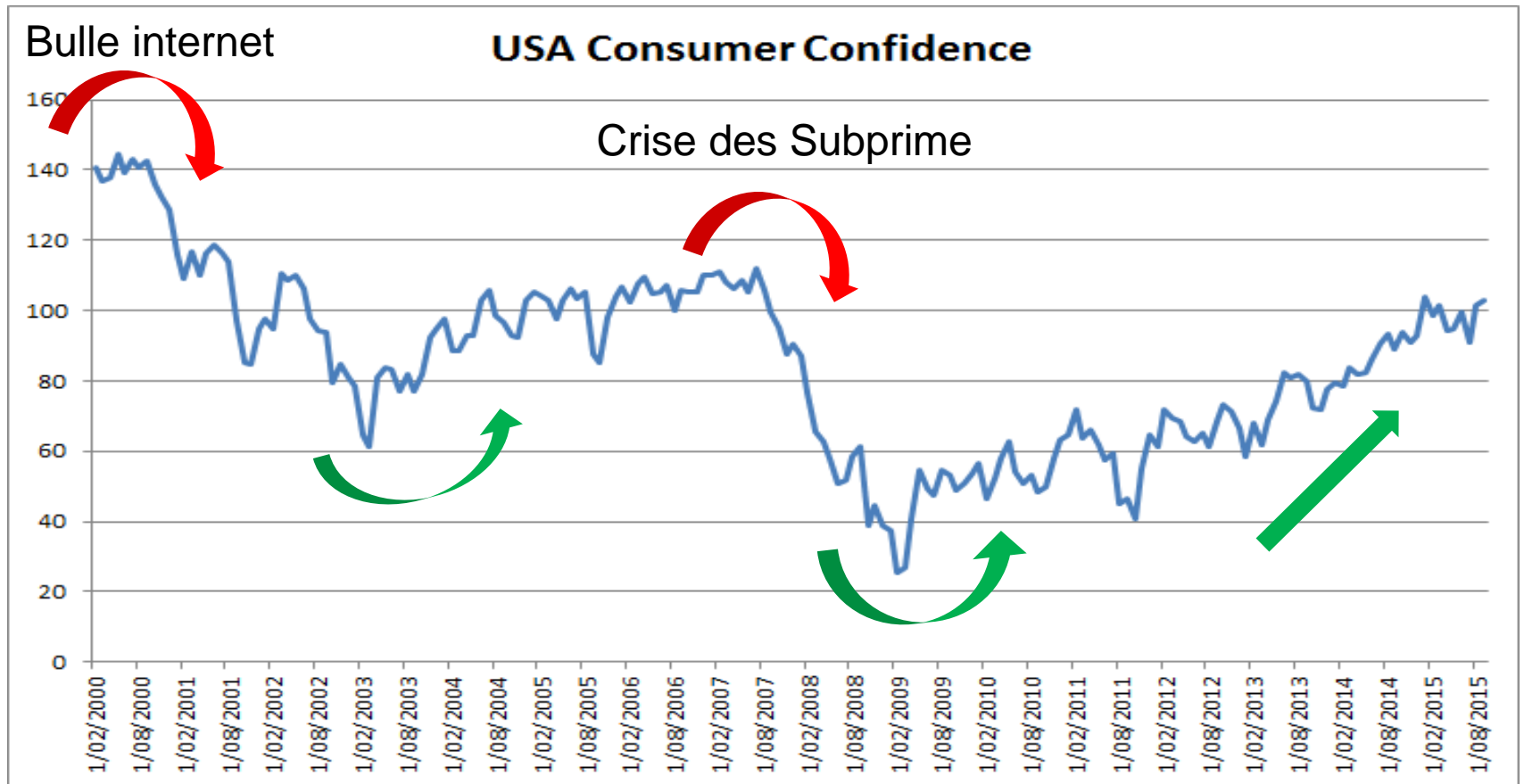
	Etats-Unis	Belgique <sup>(2)</sup>	SEE <sup>(3)</sup>	Corporate	Total
<b>Revenus<sup>(1)</sup></b>	13 360	4 919	3 082	—	21 361
Coût des ventes	(9 898)	(3 985)	(2 339)	—	(16 222)
<b>Bénéfice brut</b>	<b>3 462</b>	<b>934</b>	<b>743</b>	<b>—</b>	<b>5 139</b>
<i>Marge brute</i>	<i>25,9%</i>	<i>19,0%</i>	<i>24,1%</i>	<i>N/A</i>	<i>24,1%</i>
Autres produits d'exploitation	58	43	16	2	119
Charges administratives et commerciales	(2 970)	(864)	(632)	(37)	(4 503)
Autres charges d'exploitation	(17)	(152)	(163)	—	(332)
Bénéfice (perte) d'exploitation	533	(39)	(36)	(35)	423
<i>Marge d'exploitation</i>	<i>4,0%</i>	<i>(0,8%)</i>	<i>(1,2%)</i>	<i>N/A</i>	<i>2,0%</i>
Ajustements:					
Pertes de valeur (reprises)	8	2	156	—	166
Charges de réorganisation (reprises)	—	137	—	—	137
Charges de fermeture de magasins (reprises)	(2)	—	—	—	(2)
(Profits) pertes sur cessions d'actifs	3	3	1	—	7
Autres	—	15	14	2	31
<b>Bénéfice (perte) d'exploitation sous-jacent(e)</b>	<b>542</b>	<b>118</b>	<b>135</b>	<b>(33)</b>	<b>762</b>
<i>Marge d'exploitation sous-jacente</i>	<i>4,1%</i>	<i>2,4%</i>	<i>4,4%</i>	<i>N/A</i>	<i>3,6%</i>

- Bénéfice brut = les revenus – les coûts des ventes
- Marge brute = bénéfice brut / revenus
- Sur 2014, la région des Etats-Unis a représenté 67% du bénéfice brut (marge de 25,9%), la Belgique 19% (marge de 19%) et la région SEE 14 (marge 24%).
- Conclusion : l'activité outre-Atlantique est très importante pour Delhaize.





## 3/ Analyse du compte de résultat

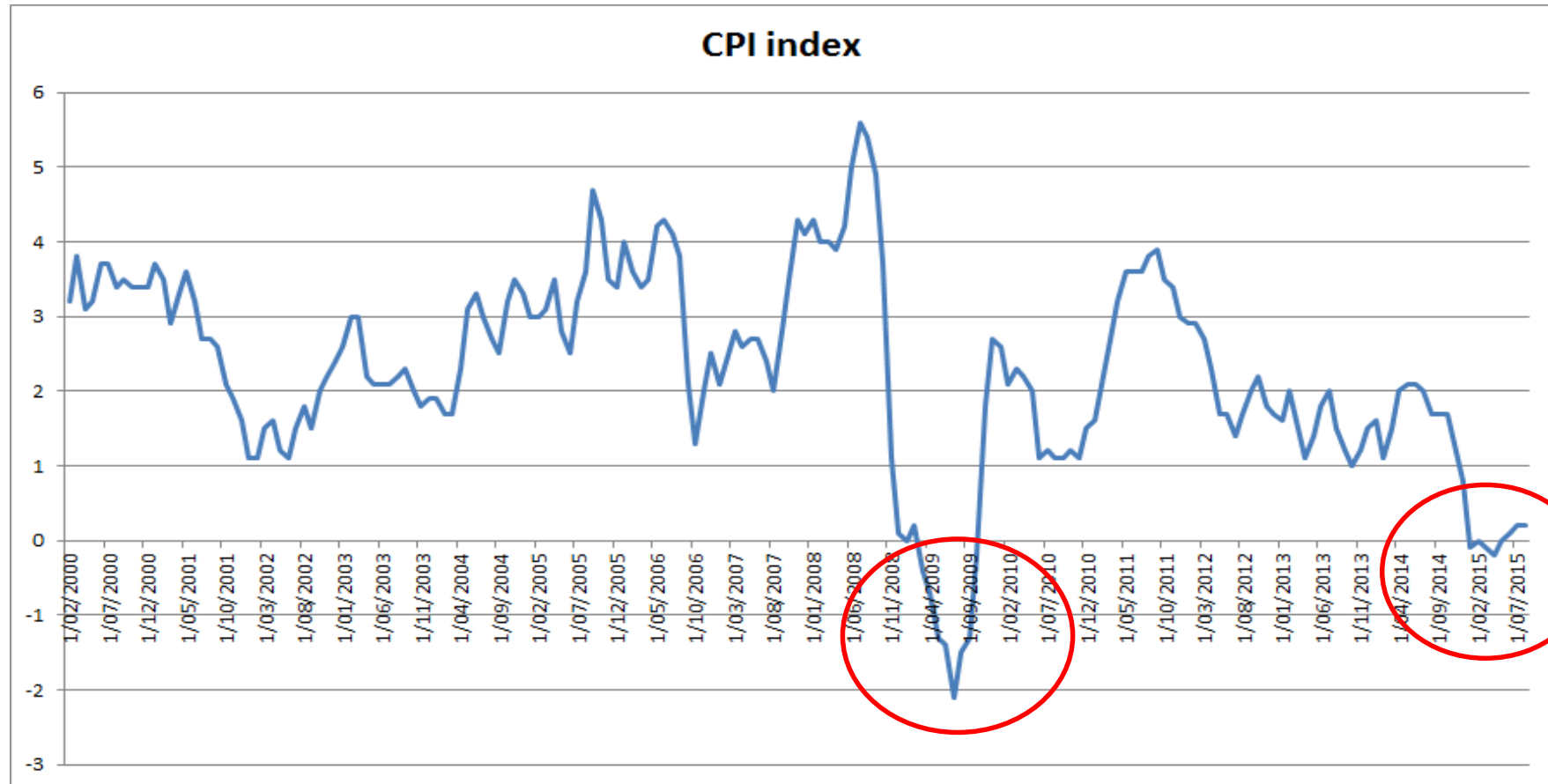


Indice Conference Board Consumer Confidence (base 100 en 1985)

- Cet indicateur mesure chaque mois le degré d'optimisme auprès de 5.000 ménages aux Etats-Unis : cette enquête pose des questions sur les conditions d'emplois de chaque ménage / les anticipations de revenus sur 6 mois, etc...



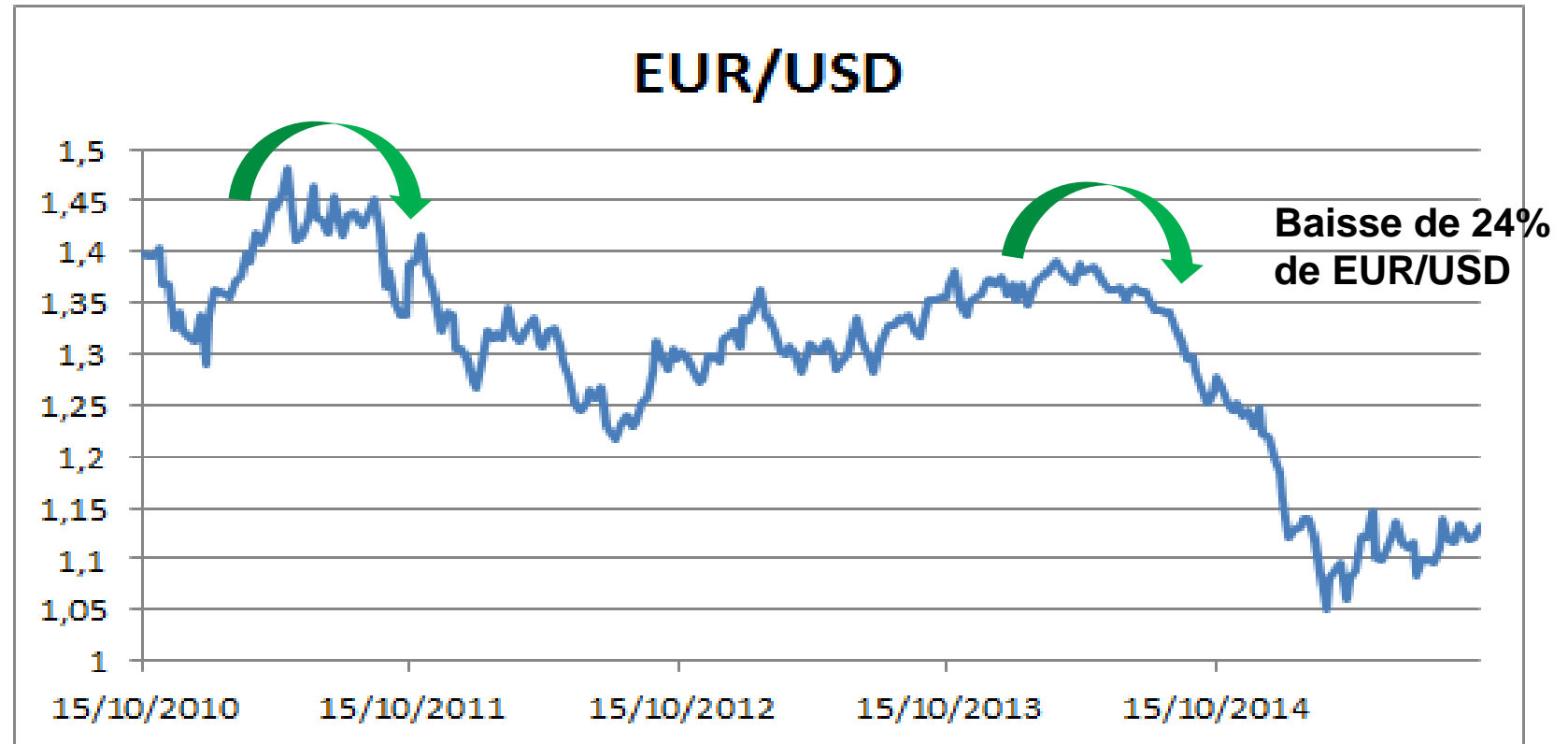
## 3/ Analyse du compte de résultat



- Cet indicateur mesure l'évolution des prix à la consommation aux Etats-Unis.
- En période de très faible inflation, voire de déflation, il est très difficile d'augmenter les prix de vente.



## 3/ Analyse du compte de résultat



- EUR/USD : une baisse de l'euro (hausse du dollar) est très favorable pour le groupe Delhaize.
- Une variation de 10% du dollar entraîne en moyenne une hausse/baisse de 6/8% sur BPA (sur base de l'exercice 2014).



## 3/ Analyse du compte de résultat

### Synthèse :

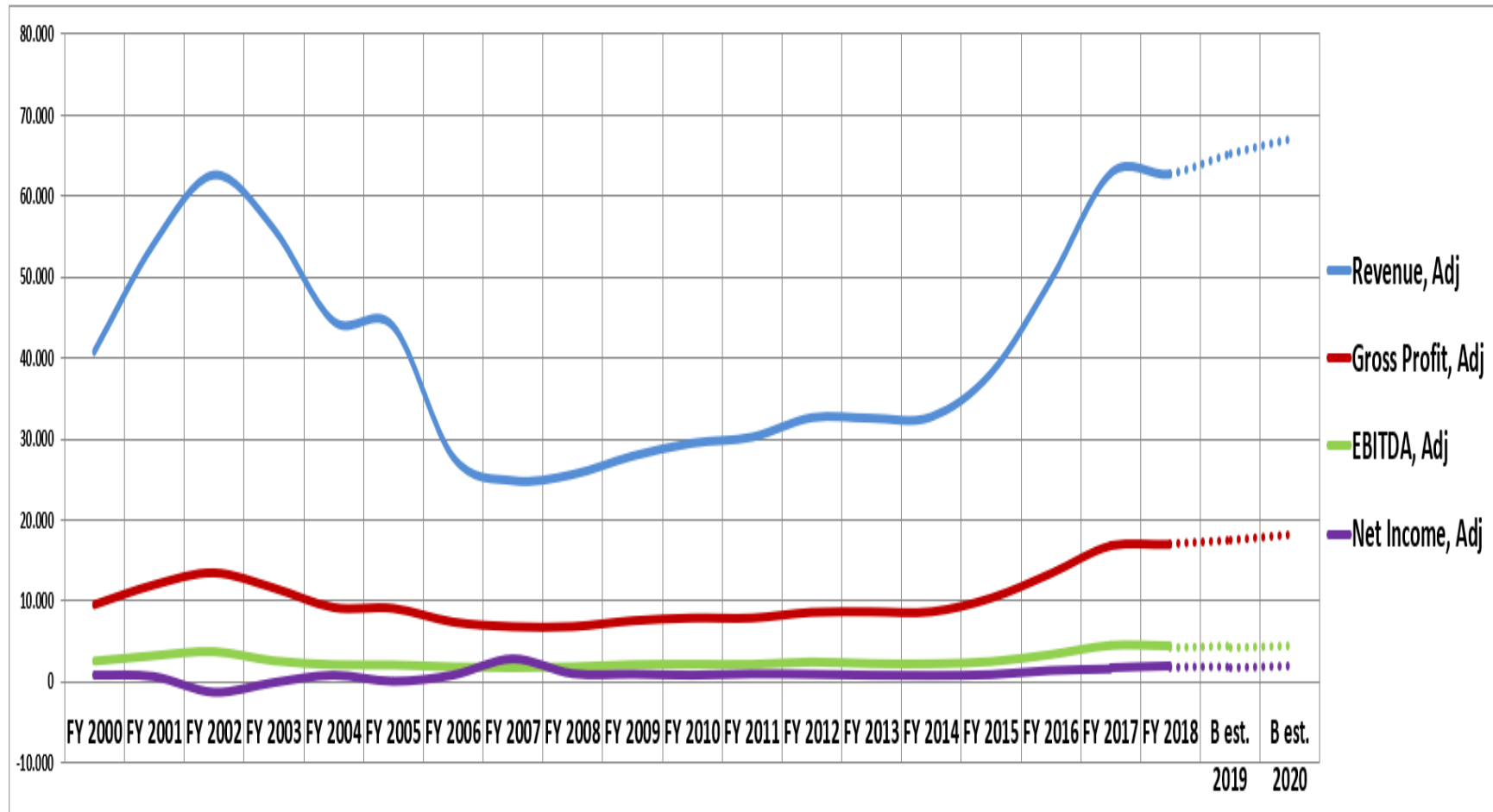
- Nous pouvons nous attendre à une progression des volumes dans le secteur de la grande distribution aux Etats-Unis (=> se pencher donc sur l'analyse de la concurrence dans le secteur aux USA, notamment de la montée des discounters).
- Des hausses de prix semblent très difficiles à faire passer aux USA dans un contexte de faible inflation.
- Nous pouvons nous attendre à des gains de change (Compte de résultat => Produits financiers => Gains de change).



# 3/ Analyse du compte de résultat

**Pour aller plus loin** (chiffres source Bloomberg) :

Source: Bloomberg



# 3/ Analyse du compte de résultat

**Pour aller plus loin** (chiffres source Bloomberg) :

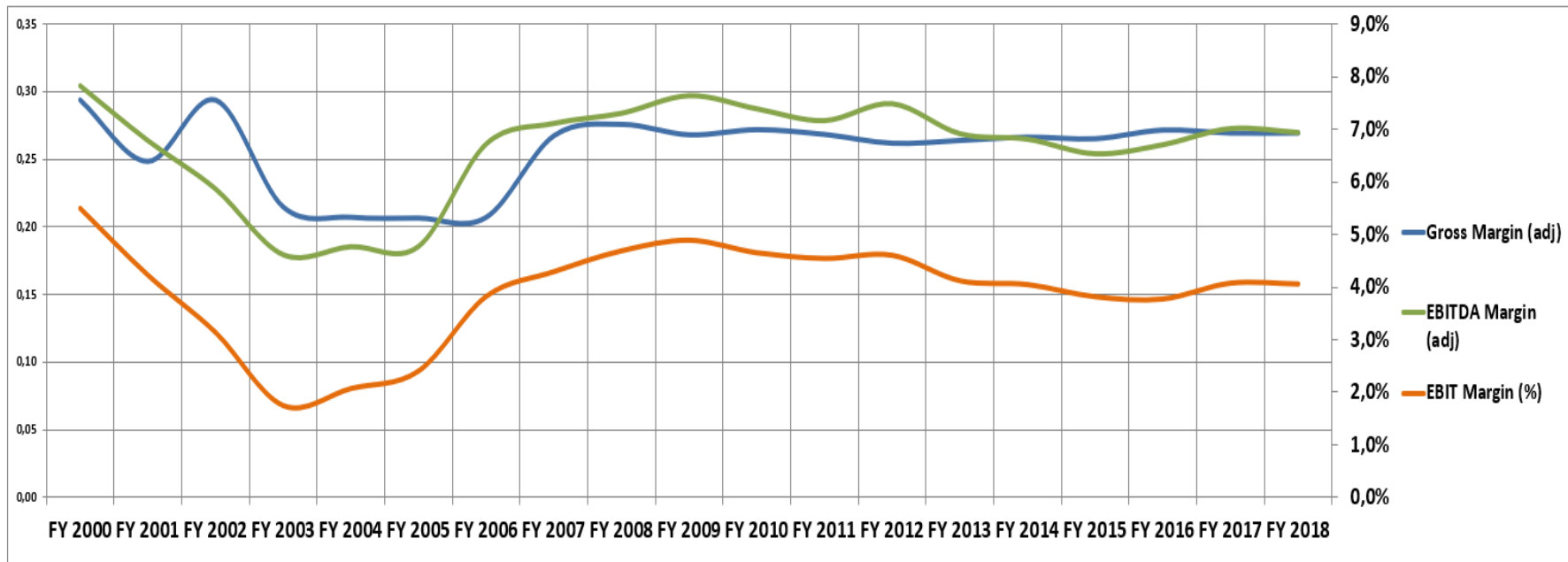
In Millions of EUR	AD NA equity																			KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZEN				
	FY 2000	FY 2001	FY 2002	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	B est. 2019	B est. 2020	CAGR X Y	CAGR X Y	CAGR X Y
Revenue, Adj	40.833	54.213	62.683	56.068	44.610	43.979	27.826	24.893	25.648	27.925	29.530	30.271	32.682	32.615	32.774	38.203	49.695	62.890	62.791	65.201	67.128	2,419%	10,5%	17,8%
Sales % yoy		33%	16%	-11%	-20%	-1%	-37%	-11%	3%	9%	6%	3%	8%	0%	0%	17%	30%	27%	26%					
Gross Profit, Adj	9.554	11.986	13.461	11.611	9.212	9.106	7.434	6.860	6.871	7.587	7.920	7.921	8.618	8.682	8.686	10.368	13.378	16.769	16.952	17.603	18.141	3,2%	10,6%	18,2%
		25%	12%	-14%	-21%	-1%	-18%	-8%	0%	10%	4%	0%	9%	1%	0%	19%	29%	25%	27%					
EBITDA, Adj	2.562	3.200	3.684	2.594	2.132	2.104	1.873	1.773	1.876	2.136	2.185	2.172	2.450	2.259	2.236	2.500	3.338	4.418	4.363	4.468	4.540	3,0%	9,8%	17,9%
EBITDA % yoy		25%	15%	-30%	-18%	-1%	-11%	-5%	6%	14%	2%	-1%	13%	-8%	-1%	12%	34%	32%	31%					
Net Income, Adj	903	712	-1.246	-39	885	120	899	2.931	1.077	1.023	891	1.053	995	883	848	954	1.473	1.662	1.901	1.922	1.964	4,2%	6,5%	21,1%
		-21%	-275%	-97%	-2369%	-86%	649%	226%	-63%	-5%	-13%	18%	-5%	-11%	-4%	13%	54%	13%	29%					
EPS, Adj	-	-	-	-	0,5	-0,1	0,5	0,6	0,9	1,0	0,9	1,1	1,1	1,0	1,0	1,2	1,4	1,3	1,6			#VALUE!	7,2%	13,3%
			#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	-114%	-917%	12%	42%	15%	-12%	22%	1%	-9%	3%	21%	18%	-9%	11%					

Source: Bloomberg

# 3/ Analyse du compte de résultat

**Pour aller plus loin** (chiffres source Bloomberg) :

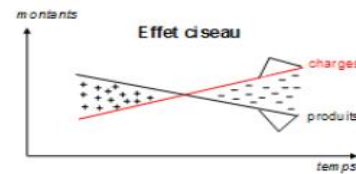
AD NA equity	KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZEN																		
	FY 2000	FY 2001	FY 2002	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018
Gross Margin (adj)	29,4%	24,8%	29,4%	21,5%	20,7%	20,7%	20,7%	26,7%	27,6%	26,8%	27,2%	26,8%	26,2%	26,4%	26,6%	26,5%	27,1%	26,9%	26,9%
EBITDA Margin (adj)	7,8%	6,8%	5,9%	4,6%	4,8%	4,8%	6,7%	7,1%	7,3%	7,6%	7,4%	7,2%	7,5%	6,9%	6,8%	6,5%	6,7%	7,0%	6,9%
EBIT Margin (%)	5,5%	4,2%	3,1%	1,7%	2,1%	2,4%	3,8%	4,3%	4,7%	4,9%	4,6%	4,5%	4,6%	4,1%	4,0%	3,8%	3,8%	4,1%	4,1%
Income before XO Margir	2,23	1,37	-1,91	0,02	1,42	-0,15	2,50	3,05	3,46	3,48	2,92	3,41	2,66	2,47	2,41	2,22	1,67	2,89	2,88
Net Income Margin	2,25	1,38	-1,93	0,00	1,98	0,27	3,23	11,77	4,20	3,20	2,89	3,36	2,80	7,78	1,81	2,23	1,67	2,89	2,86



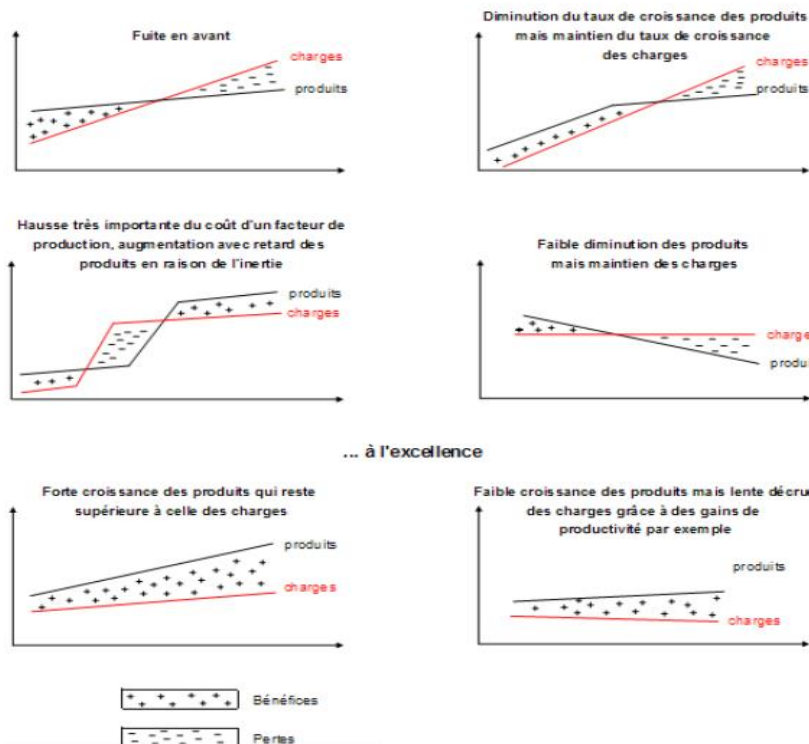
# 3/ Analyse du compte de résultat

## Pour aller plus loin :

### Différents exemples de l'effet ciseau



De la maladresse ...



### Rapide synthèse :

- Plus les coûts fixes sont élevés, plus le bénéfice est sensible à l'activité (exemple : secteur aérien).
- Plus les coûts variables sont élevés, moins le bénéfice est sensible à l'activité.
- Plus l'entreprise est proche de son point mort (ou *break even*), plus elle est sensible au résultat de son activité.





## **4/ Analyse du bilan**



## 4/ Analyse du bilan

### Bilan comptable :

Le bilan (*Balance Sheet*) synthétise ce que possède l'entreprise (l'actif) et ses ressources (le passif). C'est une « photographie » de ce que possède l'entreprise à un instant « t ».

### Ce document permet :

- ✓ D'analyser les moyens financiers de l'entreprise
- ✓ D'analyser la solvabilité à long et court terme
- ✓ De mesurer la rentabilité



# 4/ Analyse du bilan

Bilan « européen » détaillé

	<i>ACTIF</i>				<i>PASSIF</i>		
	<i>Brut</i>	<i>Amort</i>	<i>Net</i>				
<b>Actif immobilisé</b> (non courant – IFRS)	IMMOBILISATIONS			CAPITAUX PROPRES			<b>Capitaux propres</b>
	- incorporelles			- Capital social (+ primes d'émission)			
	- corporelles			- Réserves			
	- financières			- Résultat de l'exercice			
				- Report à Nouveau			
<b>Actif circulant</b> (actif court terme)	STOCKS			PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES			<b>Provisions</b>
	- matières premières (MP)			DETTES FINANCIÈRES LONG MOYEN TERME (DFLMT)			
	- en-cours / semi-finis (EC)			- Emprunts obligataires			
	- produits finis (PF)			- Autres Dettes Fi LMT			
	- marchandises			DETTES D'EXPLOITATION			
	CRÉANCES D'EXPLOITATION			- Dettes Fournisseurs			
	- créances clients			- Dettes Fiscales et Sociales			
	- autres créances			- Autres Dettes			
	DISPONIBILITÉS			DETTES FINANCIÈRES COURT TERME (DFCT)			
	- Valeurs Mobilières de Placement (VMP)			- Découvert			
- Banque			- Autres Dettes Financières CT				
- Caisse							
	<b>TOTAL ACTIF</b>			<b>TOTAL PASSIF</b>			<b>Dettes</b>

Source : Christophe Thibierge - 2003



# 4/ Analyse du bilan

## Bilan consolidé

### Actifs

(en millions de €)	Note	2014	2013	2012
Goodwill	6	3 147	2 959	3 189
Immobilisations incorporelles	7	763	732	848
Immobilisations corporelles	8	4 015	3 973	4 314
Immeubles de placement	9	84	100	116
Participations dans les sociétés mises en équivalence	36.2	30	24	28
Investissements en titres de placement	11	8	8	11
Autres actifs financiers	12	21	21	19
Impôts différés	22	46	71	89
Instruments dérivés	10.2, 19	9	1	61
Autres actifs non courants		49	41	50
<b>Total actifs non courants</b>		<b>8 172</b>	<b>7 930</b>	<b>8 725</b>
Stocks	13	1 399	1 353	1 391
Créances	14	623	618	632
Créances d'impôt		3	4	21
Investissements en titres de placement	11	149	126	93
Autres actifs financiers	12	18	25	—
Instruments dérivés	10.2, 19	2	40	—
Charges payées d'avance		72	70	74
Autres actifs courants		29	29	41
Trésorerie et équivalents de trésorerie	15	1 600	1 149	920
		<b>3 895</b>	<b>3 414</b>	<b>3 172</b>
Actifs classés comme détenus en vue de la vente	5.2	60	250	18
<b>Total actifs courants</b>		<b>3 955</b>	<b>3 664</b>	<b>3 190</b>
<b>Total actifs</b>		<b>12 127</b>	<b>11 594</b>	<b>11 915</b>

### Passifs et capitaux propres

(en millions de €)	Note	2014	2013	2012
Capital	16	51	51	51
Prime d'émission	16	2 838	2 814	2 791
Actions propres	16	(63)	(66)	(59)
Bénéfice reporté	16	3 606	3 675	3 638
Autres réserves	16	(68)	(55)	(59)
Ecarts de conversion cumulés	16	(917)	(1 351)	(1 178)
<b>Capitaux propres</b>		<b>5 447</b>	<b>5 068</b>	<b>5 184</b>
Participations ne donnant pas le contrôle	16	6	5	2
<b>Total capitaux propres</b>		<b>5 453</b>	<b>5 073</b>	<b>5 186</b>
Dettes à long terme	18.1	2 201	2 011	2 313
Dettes de location-financement	18.3	475	496	612
Impôts différés	22	302	443	566
Instruments dérivés	10.2, 19	26	8	10
Provisions	20, 21	432	355	375
Autres passifs non courants		58	64	70
<b>Total passifs non courants</b>		<b>3 494</b>	<b>3 377</b>	<b>3 946</b>
Dettes à long terme - partie courante	18.1	1	228	156
Dettes de location-financement	18.3	69	59	62
Instruments dérivés	10.2, 19	—	3	4
Provisions	20, 21	188	90	88
Découverts bancaires		—	4	—
Impôts à payer		77	44	19
Dettes commerciales		2 112	1 993	1 869
Charges à payer	23	525	526	437
Autres passifs courants		168	139	144
		<b>3 140</b>	<b>3 086</b>	<b>2 779</b>
Passifs associés aux actifs détenus en vue de la vente	5.2	40	58	4
<b>Total passifs courants</b>		<b>3 180</b>	<b>3 144</b>	<b>2 783</b>
<b>Total passifs</b>		<b>6 674</b>	<b>6 521</b>	<b>6 729</b>
<b>Total passifs et capitaux propres</b>		<b>12 127</b>	<b>11 594</b>	<b>11 915</b>



## 4/ Analyse du bilan

### Principaux ratios :

<b>Ratio</b>	<b>Formule</b>	<b>Norme empirique</b>
Debt/Assets	Total des Dettes / Total Bilan	Max 50%
Net Debt/Equity	(Dettes Financières-Cash) / Capitaux Propres	Max 100%
Interest Coverage	Ebitda / Charge d'intérêts	Min 3 x
Current Ratio	Actifs Circulants / Dettes à Court Terme	Min 1 x

<b>Ratio EN</b>	<b>Ratios FR</b>	<b>Delhaize (exercice 2014)</b>
Debt/Assets	Taux d'endettement	22,64%
Net Debt/Equity	Dette Financière nette	18,30%
Interest Coverage	Couverture des intérêts	5,58x
Current Ratio	Ratio de liquidité	1,24x



## 4/ Analyse du bilan

### Synthèse :

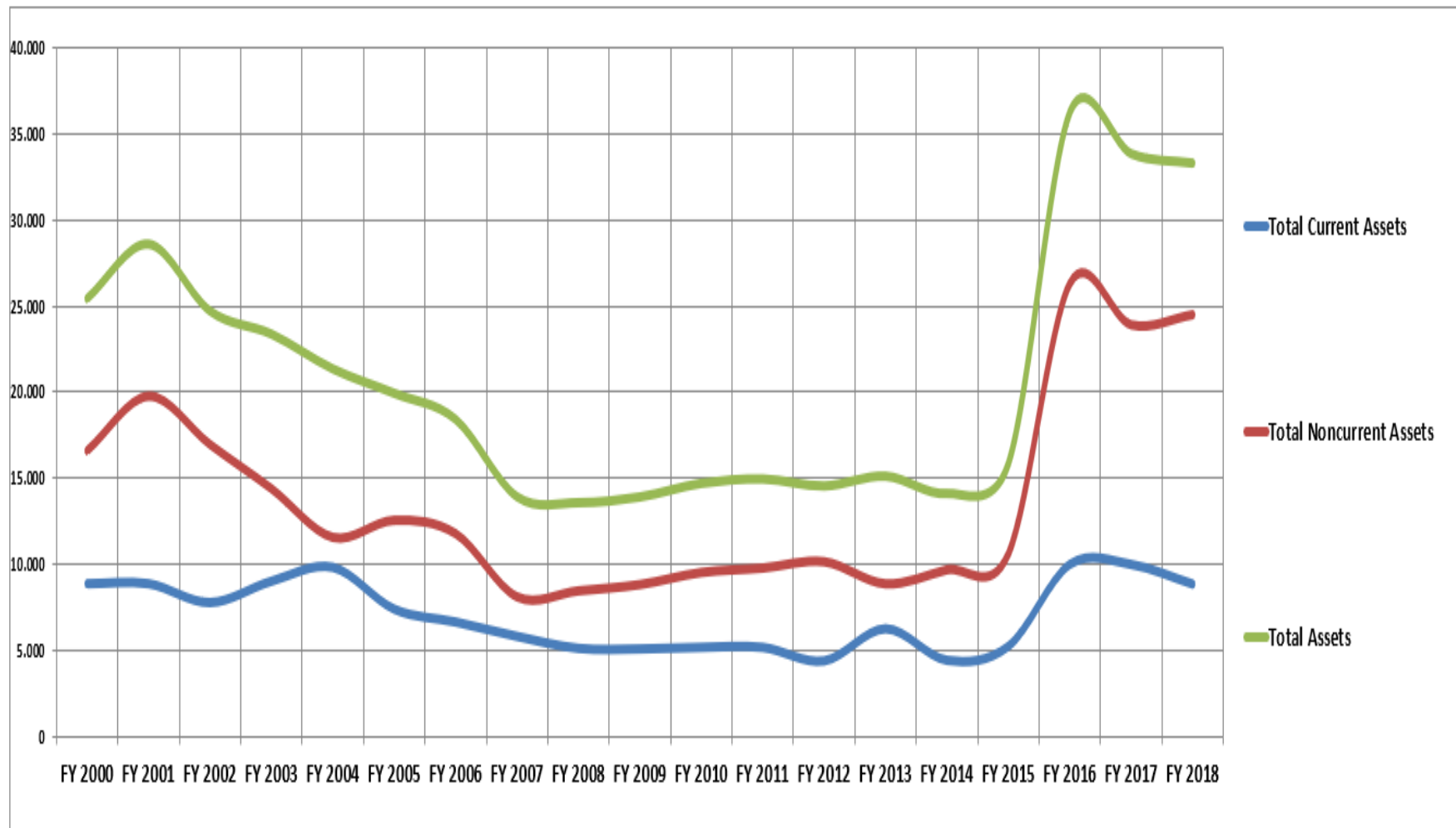
Sur base des derniers comptes annuels officiels de la société (2014/12/31), la santé financière du groupe Delhaize peut être vue comme étant extrêmement solide.



# 4/ Analyse du bilan

**Pour aller plus loin** (chiffres source Bloomberg) :

Source: Bloomberg







# 4/ Analyse du bilan

**Pour aller plus loin (chiffres source Bloomberg) :**

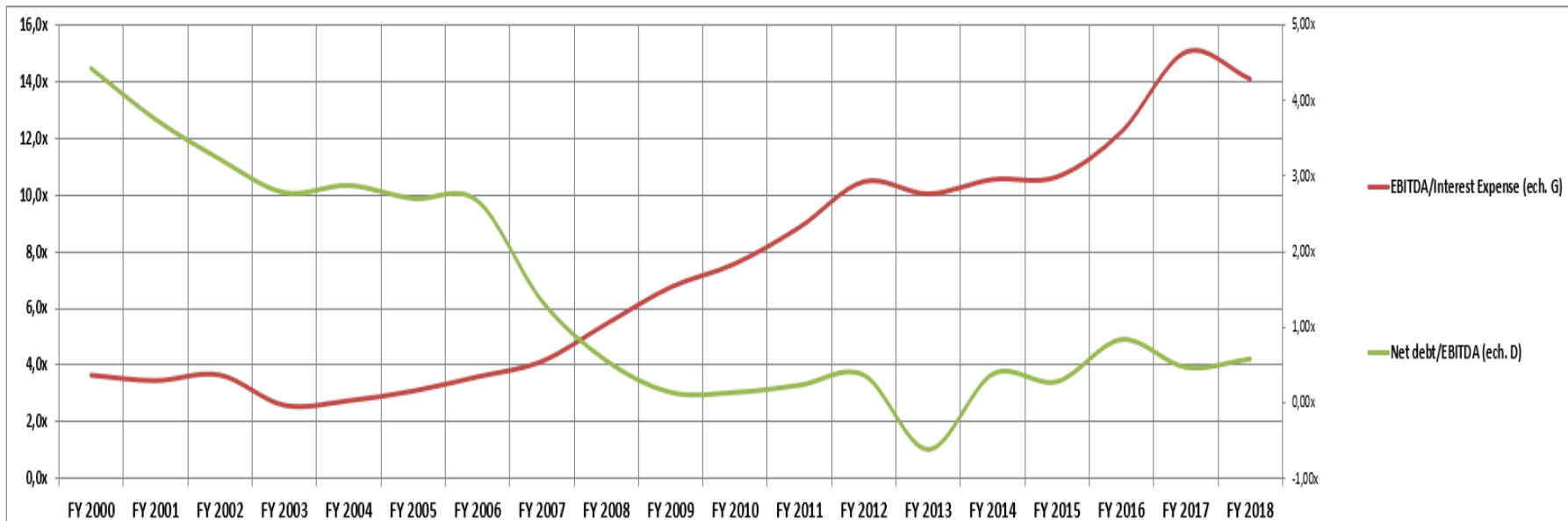
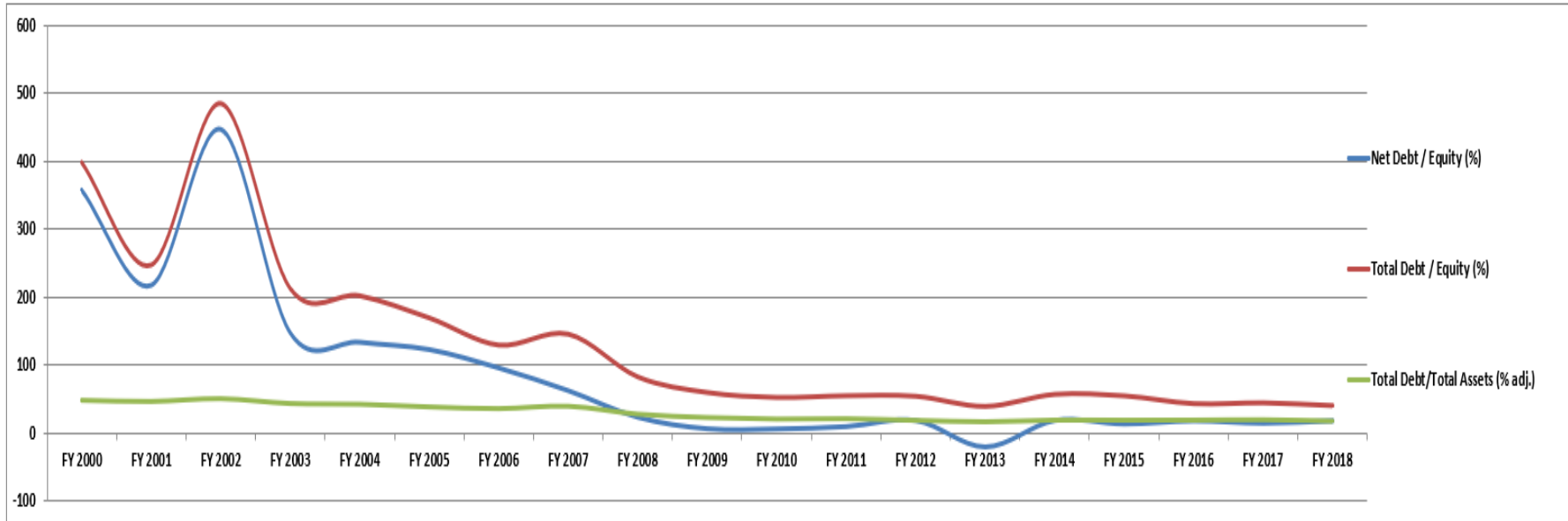
		AD NA equity					KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE N													
		FY 2000	FY 2001	FY 2002	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018
Leverage	Net Debt / Equity (%)	357	217	447	147	133	122	95	62	23	6	5	9	18	-21	18	13	17	14	17
	Net Debt / Capital (%)	78	68	82	60	57	55	49	38	18	5	5	8	15	-27	15	11	15	12	15
	Total Debt / Equity (%)	398	248	484	213	203	170	130	146	84	61	54	56	55	40	58	56	44	46	42
	Total Debt/Total Assets (% adj.)	50	48	52	45	44	40	37	41	29	24	21	22	20	17	20	20	20	20	18

EBITDA/Interest Expense (ech. G)	3,7x	3,5x	3,7x	2,6x	2,8x	3,1x	3,6x	4,2x	5,5x	6,8x	7,6x	8,9x	10,5x	10,0x	10,5x	10,6x	12,2x	15,0x	14,1x
Net debt/EBITDA (ech. D)	4,43x	3,76x	3,23x	2,79x	2,88x	2,71x	2,68x	1,36x	0,57x	0,15x	0,15x	0,24x	0,37x	-0,61x	0,39x	0,29x	0,85x	0,48x	0,59x
Net Debt/FCF	29,05x	-43,43x	21,88x	11,20x	4,34x	68,70x	9,98x	2,79x	1,87x	0,34x	0,30x	0,56x	0,92x	-1,32x	0,90x	0,64x	2,12x	1,19x	1,11x
	11.358,4	12.031,0	11.905,0	7.236,0	6.149,0	5.702,0	5.020,0	2.403,0	1.061,0	311,0	318,0	521,0	917,0	-1.378,0	868,0	720,0	2.822,0	2.110,0	2.574,0
	391,0	-277,0	544,0	646,0	1.416,0	83,0	503,0	861,0	568,0	912,0	1.072,0	932,0	998,0	1.041,0	961,0	1.127,0	1.332,0	1.779,0	2.310,0



# 4/ Analyse du bilan

**Pour aller plus loin** (chiffres source Bloomberg) :



## **5/ Analyse du cash-flow libre**



## 5/ Analyse du cash-flow libre

RESULTATS (en millions de €)	2014	2013	2012	2011 <sup>(4)</sup>	2010 <sup>(5)</sup>	2009 <sup>(5)</sup>	2008 <sup>(5)</sup>	2007 <sup>(5)</sup>
Revenus	21 361	20 593	20 514	19 519	20 850	19 938	19 024	18 943
Bénéfice d'exploitation	423	537	574	775	1 024	942	904	937
Charges financières nettes	(172)	(184)	(226)	(169)	(203)	(202)	(202)	(332)
Charge d'impôt	(66)	(85)	(55)	(145)	(245)	(228)	(217)	(204)
Bénéfice net des activités poursuivies	189	272	297	465	576	512	485	401
Bénéfice net (part du Groupe)	89	179	105	472	574	514	467	410
Cash-flow libre <sup>(1)</sup>	757	669	773	(229)	665	626	162	326

**Cash-flow libre\* = somme des encaissements – les décaissements**

= flux de trésorerie liés à l'exploitation + flux de trésorerie liés aux investissements

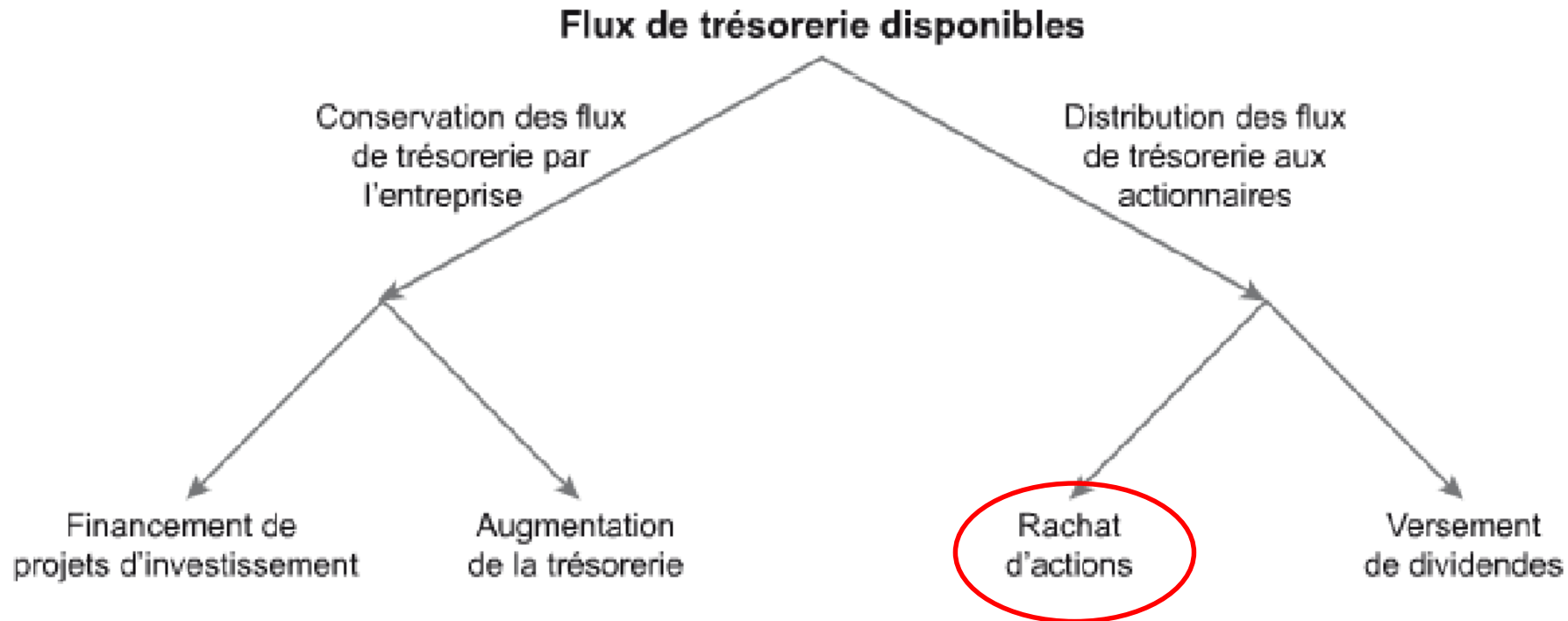
**Si FCF > 0** : les flux couvrent les besoins d'exploitation et les dépenses d'investissement (une partie des dettes peuvent être remboursées, l'entreprise peut verser des dividendes, etc.).

**Si FCF < 0** : l'entreprise a consommé plus d'argent qu'elle a produit => utilisation de la trésorerie (dans certaines situations : recours à l'endettement et/ou augmentation de capital, exemple avec le groupe automobile Peugeot en 2014).

\*ou Free Cash-Flow = FCF



## 5/ Analyse du cash-flow libre

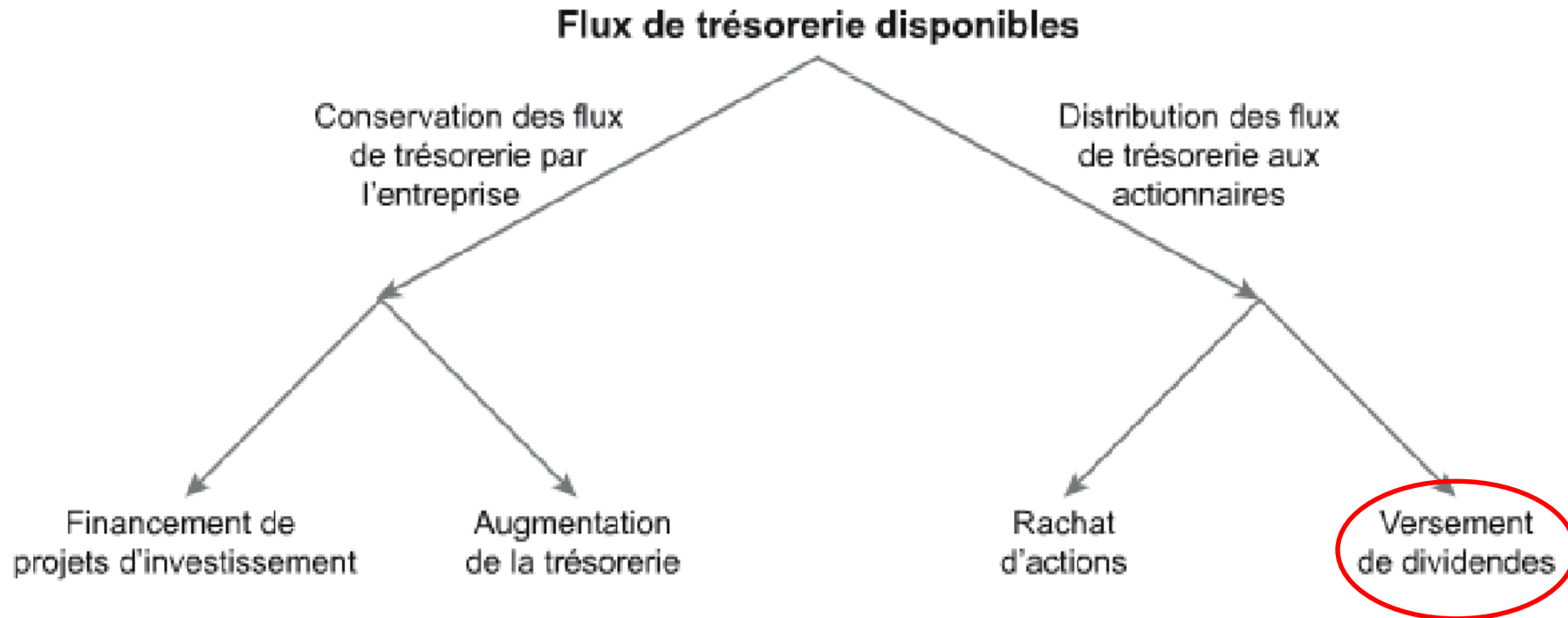


**Rachat d'actions** : moins d'actions en circulation => hausse mécanique du bénéfice par action => hausse du cours (très utilisé dans les pays où la fiscalité sur les dividendes est importante).

Si rachat d'action, il doit être approuvé par l'Assemblée Générale des actionnaires (=> avec précision sur le pourcentage du capital, la durée de l'opération et choix du financement si par endettement).



## 5/ Analyse du cash-flow libre



**Versement de dividendes** : en général le versement est annuel en Europe et trimestriel aux USA.

Même en cas de bénéfice, le versement d'un dividende relève de la décision de l'Assemblée Générale.

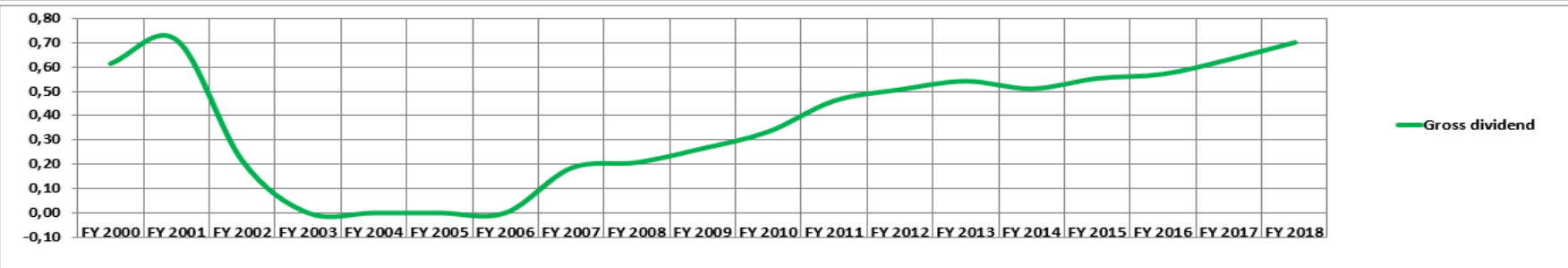
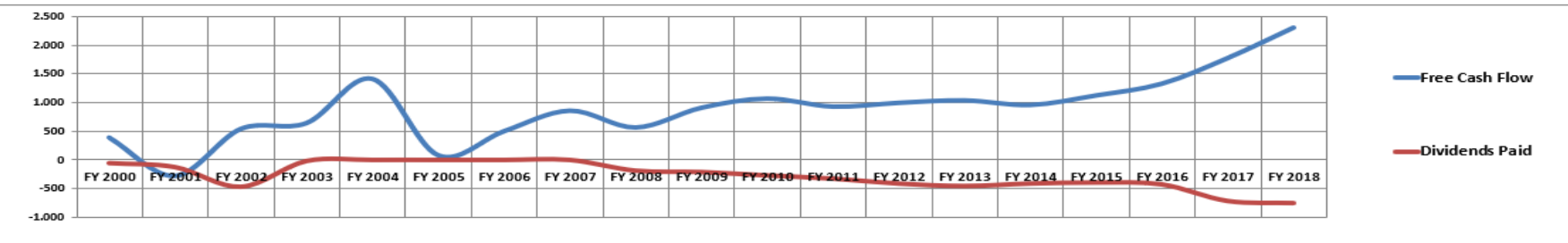
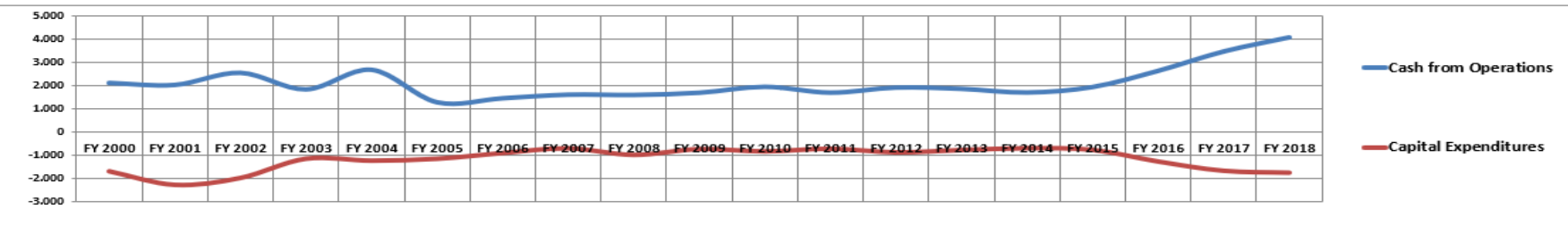


# 5/ Analyse du cash-flow libre

**Pour aller plus loin** (chiffres source Bloomberg) :

	FY 2000	FY 2001	FY 2002	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018
Cash from Operations	2.110	2.022	2.549	1.829	2.681	1.268	1.442	1.599	1.587	1.682	1.942	1.687	1.908	1.852	1.693	1.931	2.634	3.477	4.090
Capital Expenditures	-1.719	-2.299	-2.005	-1.183	-1.265	-1.185	-939	-738	-1.019	-770	-870	-755	-910	-811	-732	-804	-1.302	-1.698	-1.780
Free Cash Flow	391	-277	544	646	1.416	83	503	861	568	912	1.072	932	998	1.041	961	1.127	1.332	1.779	2.310
Dividends Paid	-56	-126	-471	-18	0	0	0	0	-188	-212	-272	-328	-415	-457	-414	-396	-429	-720	-757
FCF Payout (%)	14%	-45%	87%	3%	0%	0%	0%	0%	33%	23%	25%	35%	42%	44%	43%	35%	32%	40%	33%
Gross dividend	0,61	0,71	0,21	0,00	0,00	0,00	—	0,18	0,21	0,26	0,33	0,46	0,51	0,54	0,51	0,55	0,57	0,63	0,70

Source: Bloomberg







## 6/ La valorisation



## 6/ La valorisation

### Valorisation

La spéculation va toujours trop loin, dans un sens ou dans l'autre.

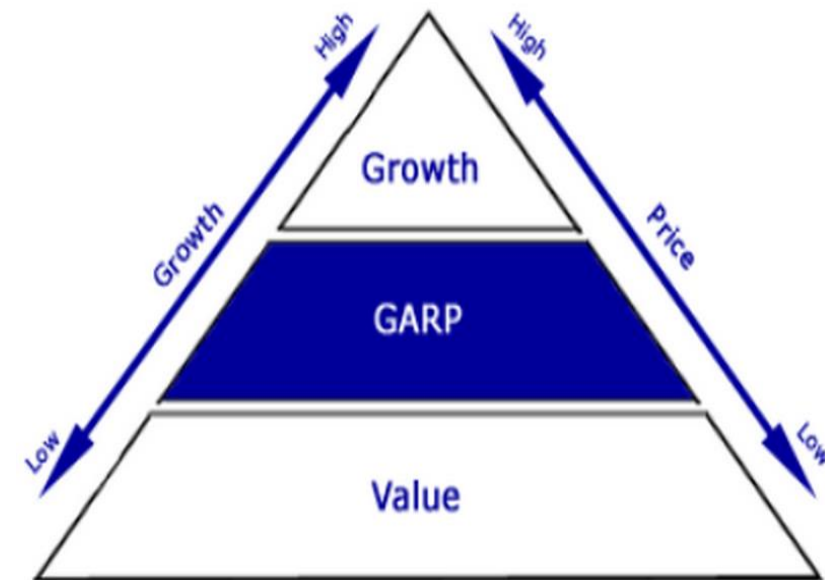
Les bons investisseurs devaient être à tout moment capables d'identifier les opportunités d'investissement et tirer parti des sur réactions.

Délivrer un diagnostic, en ce qui concerne la valorisation d'une société :

- **Très bon marché (= Acheter)**
- **Bon marché (= Renforcer)**
- **A son prix (= Conserver/Neutre)**
- **Cher (= Alléger)**
- **Très cher (= Vendre)**

En valorisation, il existe :

- **la valorisation absolue**
- **la valorisation relative**



## 6/ La valorisation

### a/ Valorisation absolue

Dans la valorisation absolue, la valeur actuelle d'une entreprise est déterminée par la somme des cash-flows futurs que va générer cette entreprise, cash-flows actualisés à un taux qui reflète le risque du placement.

$$\text{Prix d'une action} = \sum VA (\text{flux futurs offerts par l'action})$$

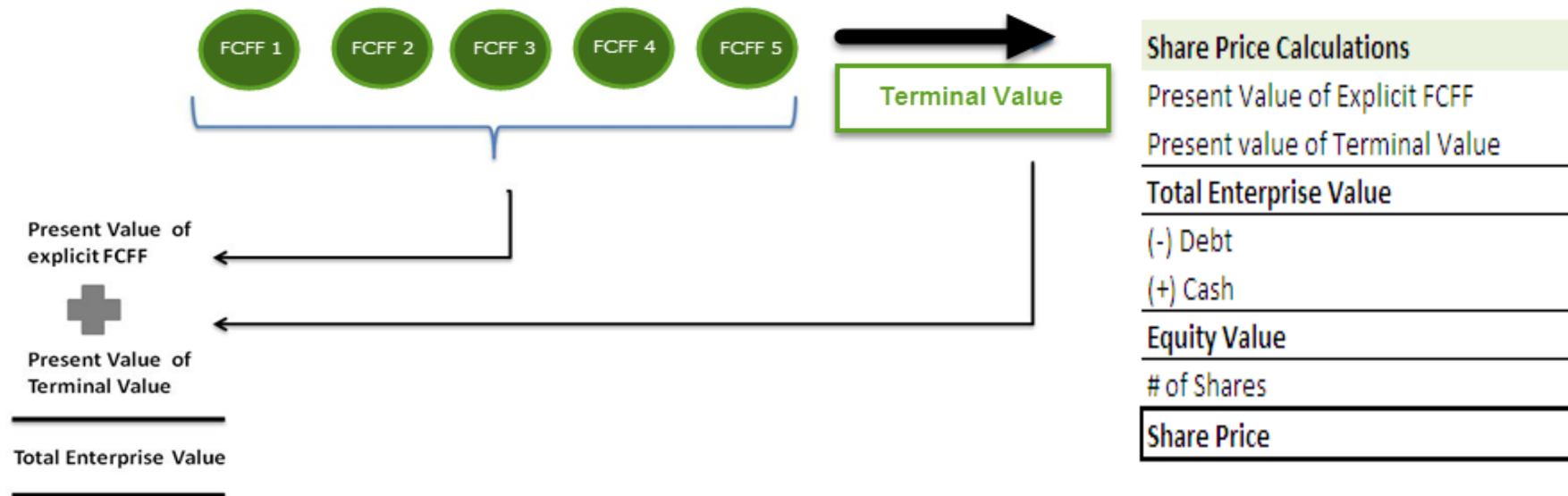
<p><b>Pour évaluer le prix d'une action (d'un actif)</b></p>	<p><b>Il faut connaître :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Les flux futurs de l'entreprise</li> <li>• Le coût des capitaux propres (un taux qui reflète le risque du placement)</li> </ul>
<p><b>Avantage</b></p>	<p><b>Inconvénient</b></p>
<p>Une méthode qui permet d'obtenir une « juste valeur théorique »</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Peu populaire car peu digeste</li> <li>• Les flux futurs d'une entreprises sont difficiles à estimer.</li> </ul> <p>Remarque : Les actifs avec des cash-flows abondants et très prévisibles ont plus de valeur que des actifs avec de maigres cash-flows, et très volatils.</p>



# 6/ La valorisation

## a/ Valorisation absolue

Le principe général est l'utilisation du DCF (*Discounted Cash-Flow*) :



$$V_0 = \frac{FCF_1}{1 + r_{CMPC}} + \frac{FCF_2}{(1 + r_{CMPC})^2} + \dots + \frac{FCF_N}{(1 + r_{CMPC})^N} + \frac{V_N}{(1 + r_{CMPC})^N}$$

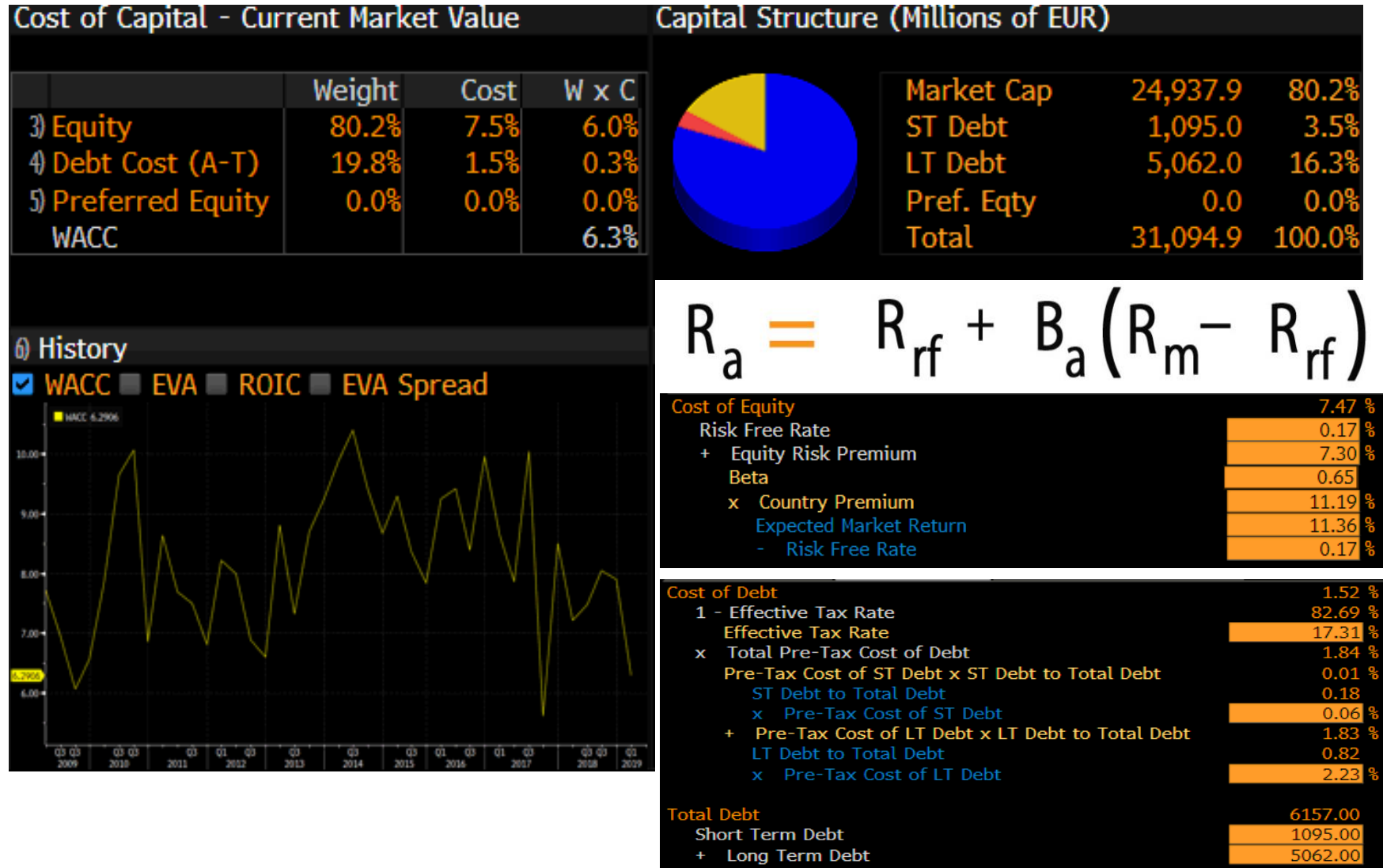
$r_{cmPC}$  = Coût Moyen Pondéré du Capital (WACC) = la rentabilité moyenne espérée (théorique) que l'entreprise doit offrir à ses investisseurs (créanciers et actionnaires) pour rémunérer leurs risques.

$V_N$  = valeur terminale\*.

# 6/ La valorisation

## a/ Valorisation absolue

Calcul du WACC (chiffres source Bloomberg)





# 6/ La valorisation

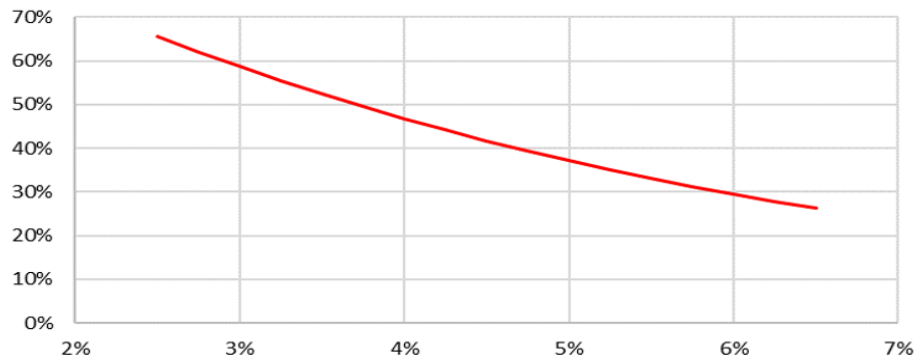
## a/ Valorisation absolue

Exemple d'un DCF sur une entreprise « fictive » :

Calcul de la Valeur Terminale :

$$\frac{\text{(Flux de trésorerie normatif / (Coût moyen pondéré du capital - Taux de croissance à perpétuité))}}{(1 + \text{Coût moyen pondéré du capital})^N}$$

% valeur terminale dans valeur totale  
selon le taux d'actualisation



Expertise qui a une durée de calcul de 25 ans parmi les exemples

Nb années période de calcul	Taux d'actualisation	Part valeur terminale dans VAN	Année de l'expertise
5	5.1%	81%	
10	5.1%	66%	
25	5.1%	36%	2014

Expertise qui a une durée de calcul de 25 ans parmi les exemples



# 6/ La valorisation

## a/ Valorisation absolue

### Exemples des modèles absolus :

- **Dividend Discount Model (DDM)** : 1 phase (stable growth), 2 phases (moderate growth), 3 phases (high growth)
- **Free Cash to Equity (FCFE)**, 1 phase, 2 phases, 3 phases
- **Free Cash flows to the Firm (FCFF)**, 1 phase, 2 phases, 3 phases
- **Excess Equity Return (XSR)**, 1 phase, 2 phases, 3 phases
- **Sum of the Parts (SOP)**
- **Growth at a reasonable Price (GARP)**
- **Net Asset Value (NAV)**





# 6/ La valorisation

## a/ Valorisation absolue

Exemple sur le titre Delhaize (en date du 14/03/2019) :

Modèle	Valeur	Potentiel
DDM	17,01	-23,96%
Valorisation Relative	34,27	53,20%
Objectif des Analystes	22,80	1,92%
<b>Valeur Intrinsèque</b>	<b>€ 24,69</b>	<b>10,37%</b>

	2020	2021	2022
Surévalué	29,63	26,28	27,20
A son Prix	24,69	21,90	22,67
Sous-évalué	19,75	17,52	18,14



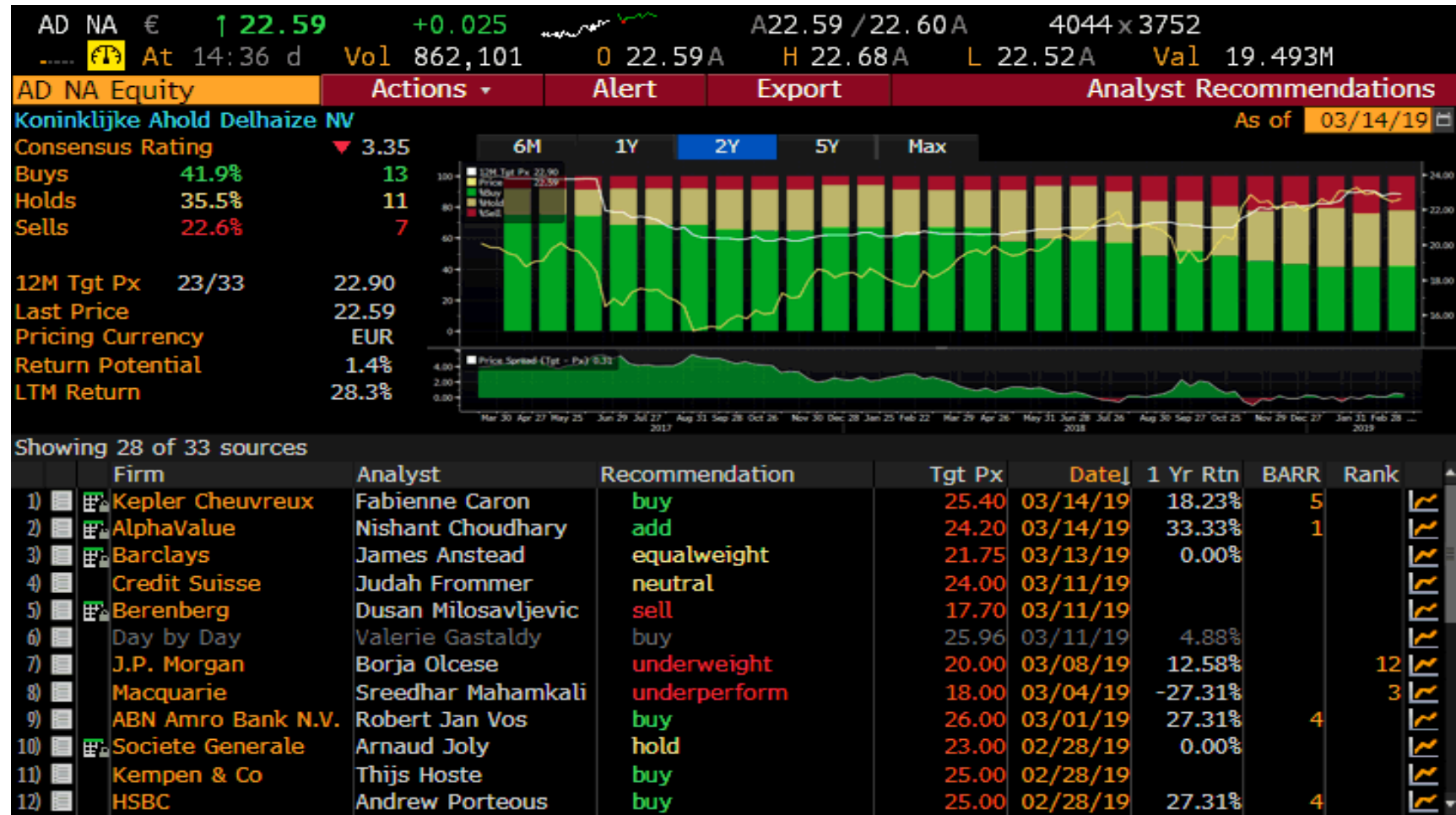
Prévisions de Valorisation



# 6/ La valorisation

## a/ Valorisation absolue

Exemple Consensus rating (source Bloomberg, 14/03/2019) :

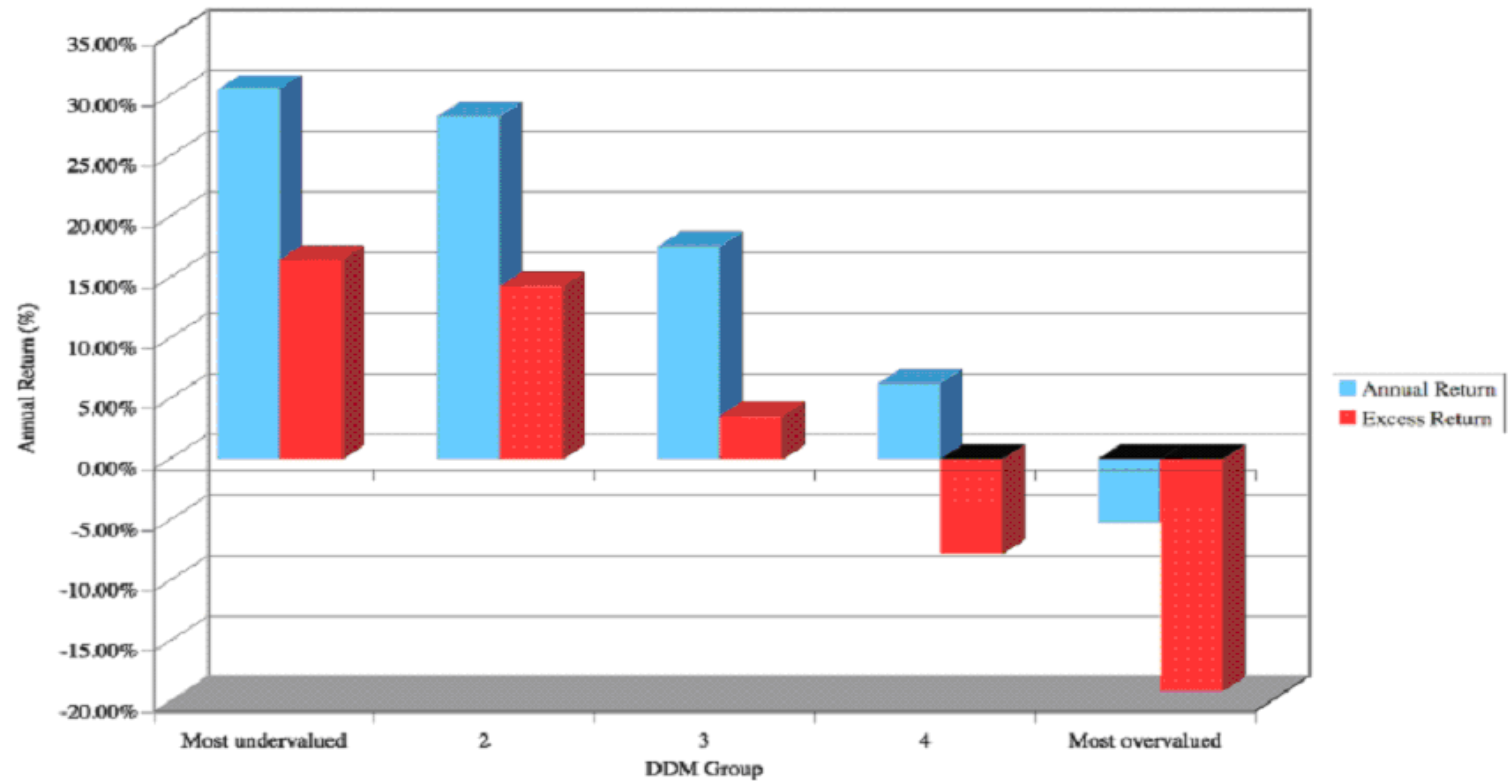


# 6/ La valorisation

## a/ Valorisation absolue

Est-ce que ça marche ?

Figure 2: Performance of Dividend Discount Model



# 6/ La valorisation

## b/ La valorisation relative

Dans la valorisation relative, la valeur d'une action (d'un actif) est comparée à la valeur d'une action (d'actif) comparable pour juger s'il est sous ou surévalué.

### Méthodologie

- Nécessité de trouver un groupe de référence (*peer group*)
- Convertir les données sous forme de multiples
- Comparer les multiples de l'actif avec ceux du groupe de référence
- Mesurer la sous- ou surévaluation



# 6/ La valorisation

## b/ La valorisation relative

Pourquoi les multiples sont-ils si courus ?

- Simples à calculer
- Facilement disponibles
- Comparaison aisée à établir
- Bon raccourcis

Liste des différents multiples

<b>Bénéfices</b>	<b>Cash flows</b>	<b>Valeur comptable</b>	<b>Ventes</b>	<b>Dividendes</b>
<b>Price/Earnings</b> <b>PEG</b> <b>EV/Ebit</b> <b>EV/Ebitda</b>	<b>Price/Cash flows</b> <b>EV/Cash flows</b>	<b>Price/Book Value</b> <b>EV/ Book Value</b>	<b>Price/Sales</b> <b>EV/Sales</b>	<b>Yield</b>



## 6/ La valorisation

### b/ La valorisation relative

Exemple avec le « célèbre » PER :

L'acronyme PER (*price earning ratio*) désigne le rapport entre le prix de l'action d'une entreprise et son bénéfice par action (BPA).

- $PER = \text{capitalisation boursière} / \text{bénéfice total}$
- $PER = \text{Prix de l'action} / \text{Bénéfice par action (BPA)}$

il existe aussi : *trailing PER* (=> bénéfice calculé au cours des 12 derniers mois en glissement).

*forward PER* (=> bénéfice prévisionnel anticipé pour les 12 mois à venir).



## 6/ La valorisation

### b/ La valorisation relative

#### Interprétation du PER :

Le PER correspond au nombre de fois que le bénéfice par action est capitalisé dans le cours de bourse. Plus le PER est élevé, plus la société est jugée « chère ».

#### Hypothèse 1 :

Le PER de la société est supérieur à la moyenne de son secteur.

#### Signification :

- Le marché attend une croissance du BPA plus forte que la moyenne du secteur. Acheter l'action revient ainsi à payer une surprime fondée sur des promesses de profits futurs supérieurs à celui du secteur.
- Le titre peut continuer à progresser sur la base du maintien du taux de croissance. A contrario, en cas de déception, la sanction est inévitable !



## 6/ La valorisation

### b/ La valorisation relative

#### Hypothèse 2 :

Le PER est inférieur à la moyenne du secteur.

#### Signification :

Le marché prévoit une plus faible croissance, voire même un recul des bénéfices. Un faible PER peut évoquer une situation de redressement.

#### Remarques complémentaires :

- Le PER ne peut s'appliquer qu'aux sociétés bénéficiaires.
- Un PER élevé traduit des espoirs de forte rentabilité future. Plus une société connaît une forte croissance et plus son action se traitera avec un PER élevé. Parfois, cela peut aboutir à des niveaux de PER exagérés, comme en 2000 où des titres du secteur de la technologie avaient un PER de plus de 100...
- Les sociétés ayant une bonne visibilité sur leurs profits se traitent souvent avec des PER plus élevés.

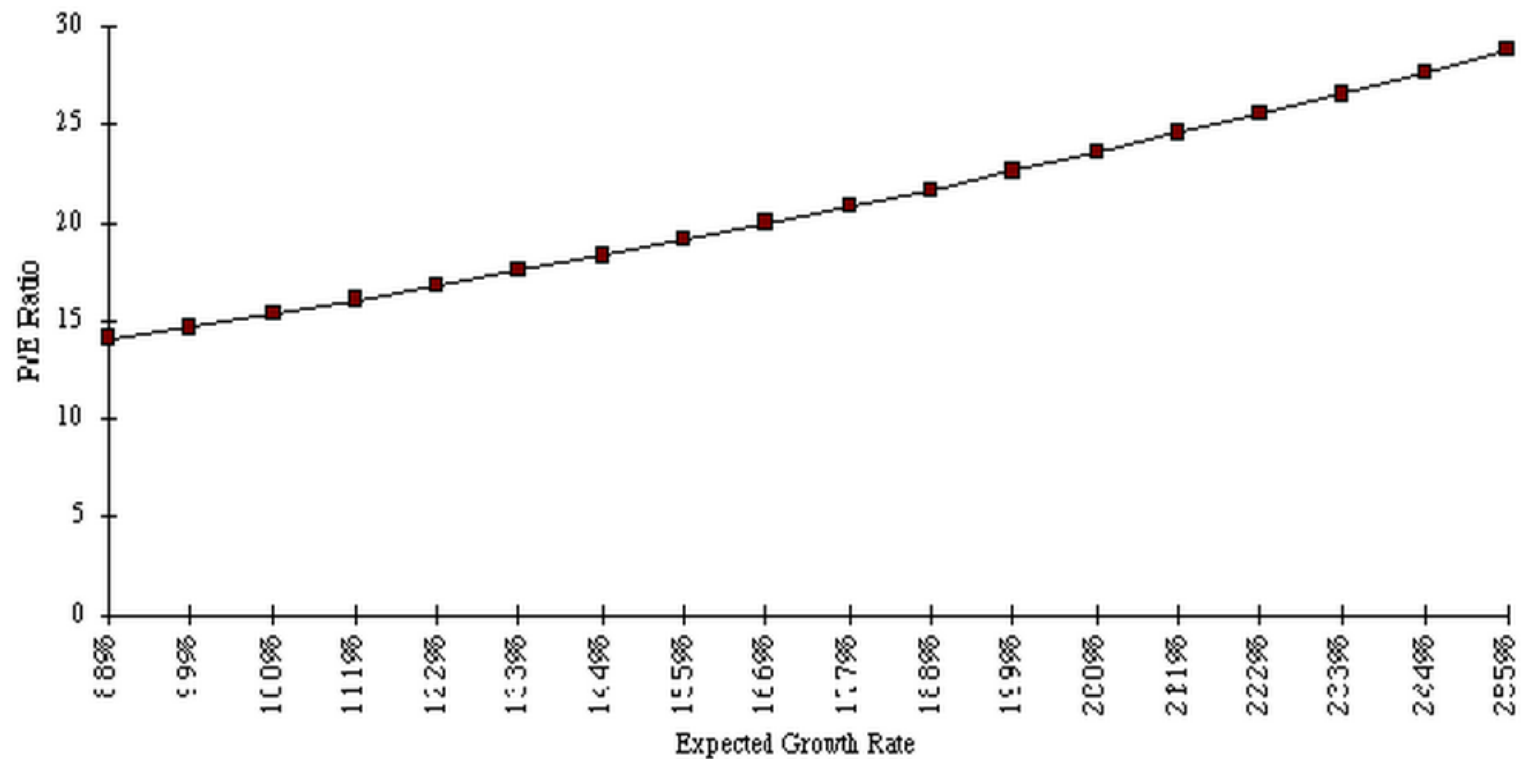




# 6/ La valorisation

## b/ La valorisation relative

Figure 14.1: P/E Ratios and Extraordinary Growth



Plus le taux de croissance est élevé, plus le PER est élevé en absolu.



# 6/ La valorisation

## b/ La valorisation relative (chiffres source Bloomberg)

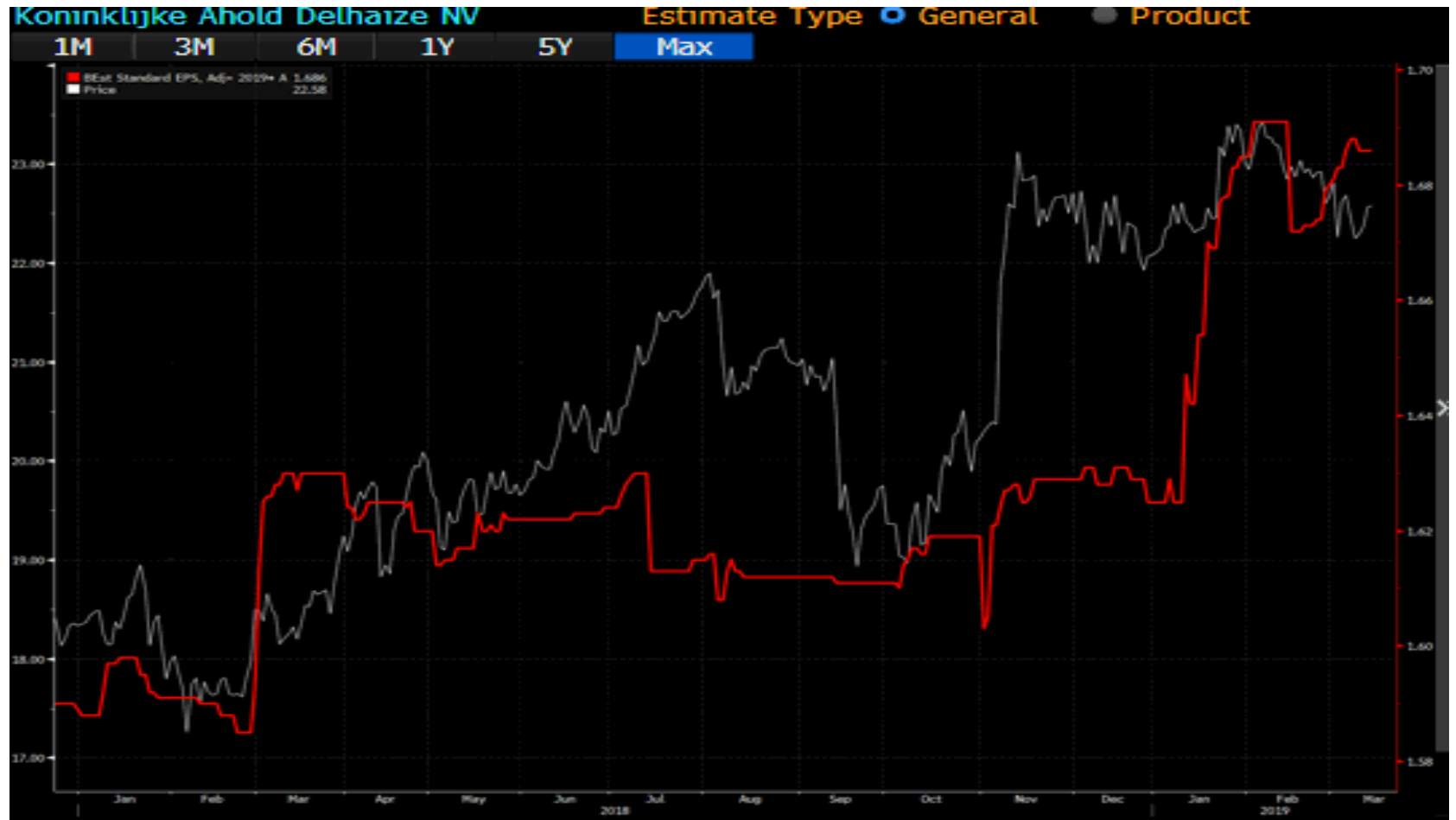


Le *PER* du titre Delhaize se situe légèrement en-dessous de sa moyenne sur 5 ans.



## 6/ La valorisation

b/ La valorisation relative (chiffres source Bloomberg)



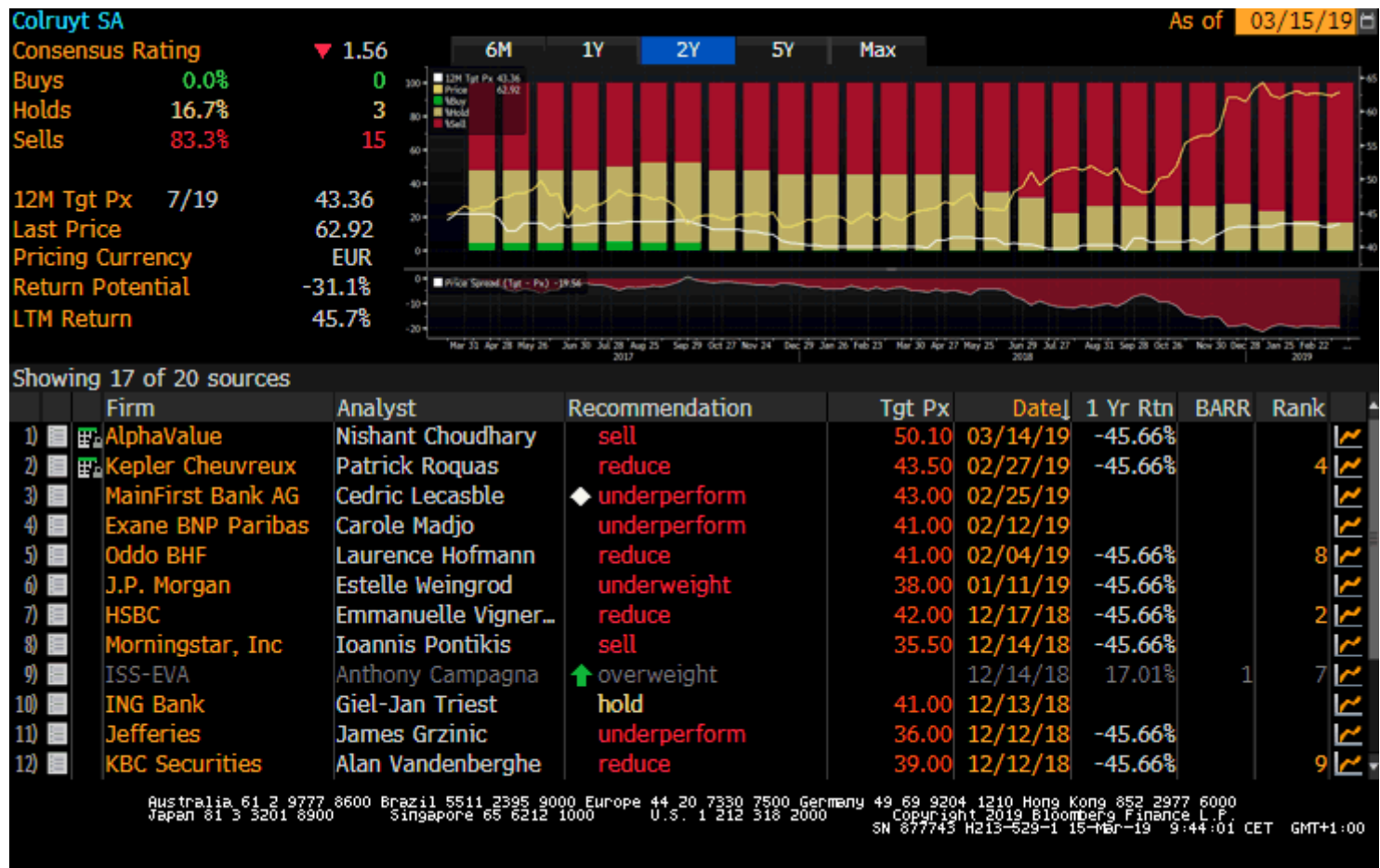
La croissance des bénéfices par action est en hausse.



# 6/ La valorisation

Pour aller plus loin sur les multiples :

L'objectif du consensus, une science exacte ?



## 6/ La valorisation

Pour aller plus loin sur les multiples :



DÉNICHER DE BONNES AFFAIRES  
GRÂCE AU **RAPPORT COURS/BÉNÉFICE**

# Le «père des ratios»... aux nombreux défauts

Le rapport cours/bénéfice est le ratio de valorisation le plus utilisé mais également le plus critiqué. Sa simplicité est à double tranchant. Il n'en demeure pas moins la première étape pour tout investisseur.

*Jehan Goffin*

tion qui affiche un rapport cours/bénéfice de 15 n'est pas très chère, alors qu'un PER de 25 est élevé. Aujourd'hui, c'est encore l'indicateur le plus utilisé dans le milieu de la finance.

Selon une étude du CFA Institute réalisée en 2015, environ 70% des analystes financiers interrogés l'emploient pour évaluer des investissements. Pourquoi est-il autant prisé? «Le PER est à la fois un outil simple, intuitif et empirique», résume Arnaud Delaunay, analyste financier chez Leleux Associated Brokers. De là à dire que c'est la base de toute analyse financière, il n'y a qu'un pas que certains ne veulent pas franchir. «C'est un peu présomptueux, estime Marc Ernaelsteen, senior financial analyst chez Puilaetco Dewaay. Dans une approche de sélection, c'est un élément rapide et intéressant à regarder, mais c'est loin d'être la panacée. Je le regarde, mais je ne prends pas de décision sur cette base».

### Qu'est-ce que le rapport cours/bénéfice?

«Il s'agit d'un ratio de valorisation, qui permet de mesurer le nombre d'années qu'il faudra à un investisseur pour récupérer sa mise initiale», explique Youry Huygen, analyste financier pour le magazine spécialisé L'Investisseur. Par exemple, le ratio cours/bénéfice d'Apple, l'une des plus grosses capitalisations boursières au monde, était de 13,33 au 31 décembre 2018. Cela signifie que tout investisseur qui a acheté une action Apple ce jour-là devra attendre 13,33 années avant de pouvoir récupérer son investissement de départ. «C'est vraiment le ratio le plus simple à expliquer. Quelqu'un avec des connaissances financières relativement limitées peut le comprendre». Et c'est là que le bât blesse. Sa simplicité, saluée par tous, est aussi au cœur des critiques. En d'autres termes, son avantage est également son désavantage.



## 6/ La valorisation

Pour aller plus loin sur les multiples :

### **CRITIQUE 3: PAS ASSEZ SENSIBLE AU CONTEXTE**

Arnaud Delaunay prévient également les investisseurs de faire attention au «value trap». *«C'est typiquement la grande faiblesse des multiples de valorisation pris hors contexte. Une entreprise peut par exemple afficher un PER de 4; l'investisseur se dit que ce n'est pas cher, mais ce PER peut rester inchangé pendant des années»*. Et de citer l'exemple de l'action Nyrstar, dont le rapport cours/bénéfice fluctue autour de 2,5 depuis plusieurs mois.

Arnaud Delaunay rappelle aussi que le rapport cours/bénéfice du Bel 20 était plus faible avant la crise des subprimes en 2006-2007 qu'en 2009. *«À l'époque, les bénéfices avaient tellement chuté que le ratio avait augmenté»*.



## 6/ La valorisation

Pour aller plus loin sur les multiples :

• **Free cash-flow.** D'autres analystes poussent encore plus loin le processus, se focalisant entre autres sur la capacité d'une entreprise à verser des dividendes. *«Analyser sa capacité à générer des free cash-flows est à mon sens plus intéressant et pertinent, parce que c'est cela qui permet de payer les actionnaires et les créanciers»*, estime Marc Ernaelsteen. *«Le bénéfice, c'est une opinion, alors que les free cash-flows, c'est un fait»*, abonde Arnaud Delaunay. L'analyste pense que les multiples de valorisation par free cash-flow vont être beaucoup plus justes. Il cite à ce propos une étude de FactSet, selon laquelle le ratio «free cash-flow yield» présente un meilleur retour sur investissement que le rapport cours/bénéfice.



## 6/ La valorisation

Pour aller plus loin sur les multiples (Journal Investir du 9 mars 2019, page 3)

*ON A REPÉRÉ POUR VOUS*

### Warren Buffett abandonne la *book value*

**A 88 ans**, il n'est pas trop tard pour changer ses habitudes. Pendant près de trente ans, l'emblématique Warren Buffett a ouvert sa lettre annuelle aux actionnaires en mentionnant l'évolution de l'actif net comptable par action (*book value per share* dans le texte), privilégiée pour juger de la création de valeur de son conglomérat, Berkshire Hathaway.

#### **GAIN DE 19 % PAR AN**

Depuis la naissance de l'entreprise, au milieu des années 1960, cet indicateur n'a reculé que deux fois, en 2001 et en 2008. Son gain annuel moyen en cinquante-quatre ans approche 19 %... soit quasi la performance annuelle moyenne de l'action Berkshire Hathaway sur la même période (+ 20,5 %). Mais les temps changent, et les normes comptables également. Comme Warren Buffett le souligne dans sa dernière missive, adressée le 23 février : « *Alors que nos participations cotées sont valorisées au prix du marché, les règles comptables exigent que nos activités opérationnelles soient intégrées à l'actif net pour un montant bien inférieur à leur valeur actuelle.* »

Or, justement, le profil du groupe a évolué ces dernières années et le poids de ces activités non cotées, contrôlées par Berkshire Hathaway (des chemins de fer à l'énergie), a augmenté. Elles ont généré 24,8 milliards de dollars de profits en 2018.

Autre argument avancé par le milliardaire d'Omaha : les programmes de rachats d'actions vont se poursuivre, « *à des cours supérieurs à l'actif net mais inférieurs à notre estimation de la valeur intrinsèque* » de Berkshire Hathaway, rappelle l'homme d'affaires et investisseur américain.

#### **PERFORMANCE BOURSIÈRE**

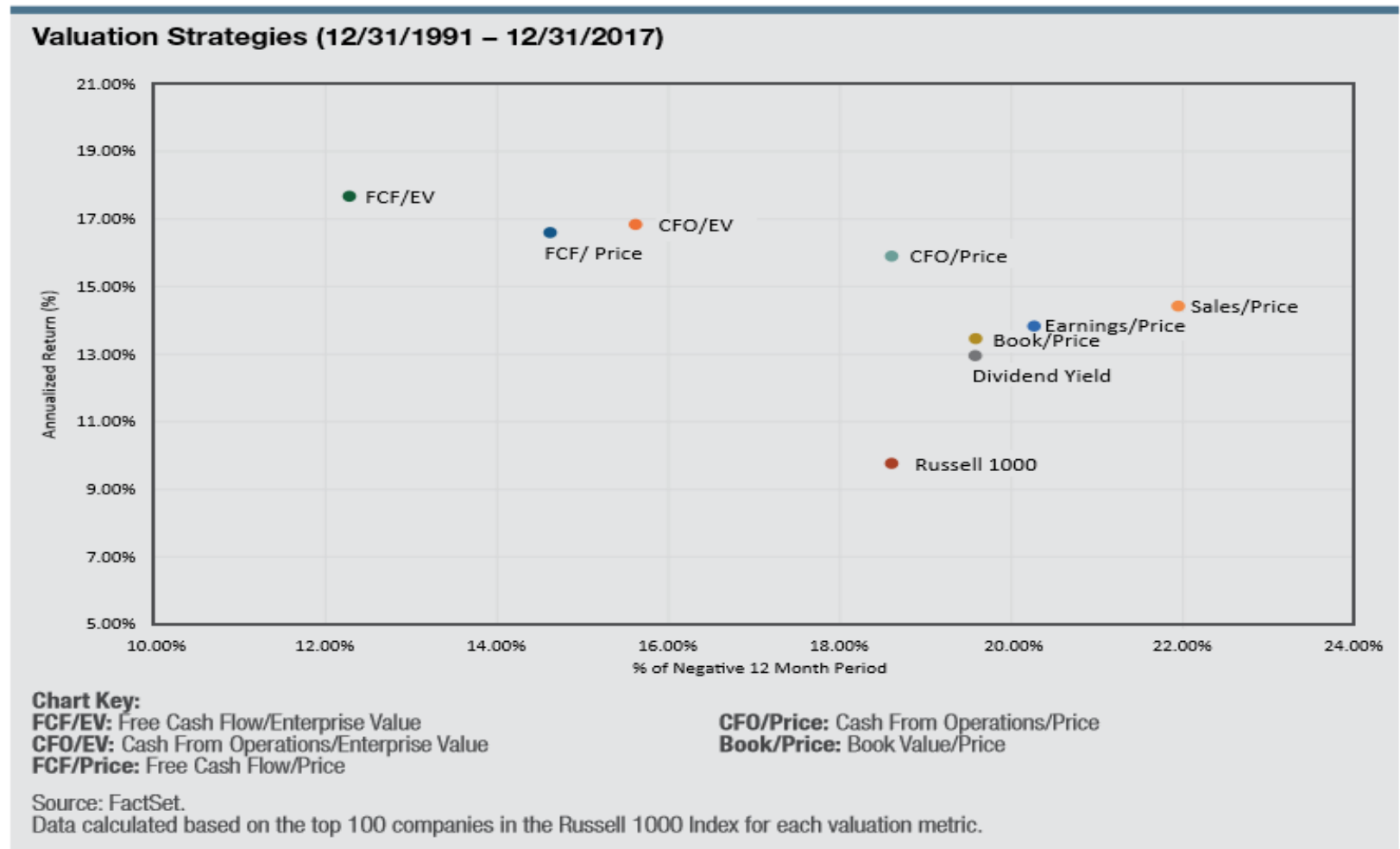
« *Chaque transaction augmente la valeur intrinsèque par action, tandis que l'actif net comptable par action diminue* », explique Warren Buffett. Autant de bonnes raisons de ne plus se focaliser sur cette mesure, selon lui, pour au final privilégier, tout simplement... l'évolution de l'action, « *meilleure mesure de la performance de l'activité* » dans la durée ! A ce propos, comme deux fois sur trois en plus d'un demi-siècle, l'action Berkshire Hathaway a battu le S&P 500 (dividendes réinvestis) l'an dernier, progressant de 2,8 %, quand l'indice perdait 4,4 %. Est-ce que 2019 pourrait voir cette configuration se reproduire ? Pour l'heure, la première a pris du retard sur le second, freinée dernièrement par les déboires du groupe agroalimentaire américain Kraft Heinz, dont il détient 26,7 %. — **M. B.**





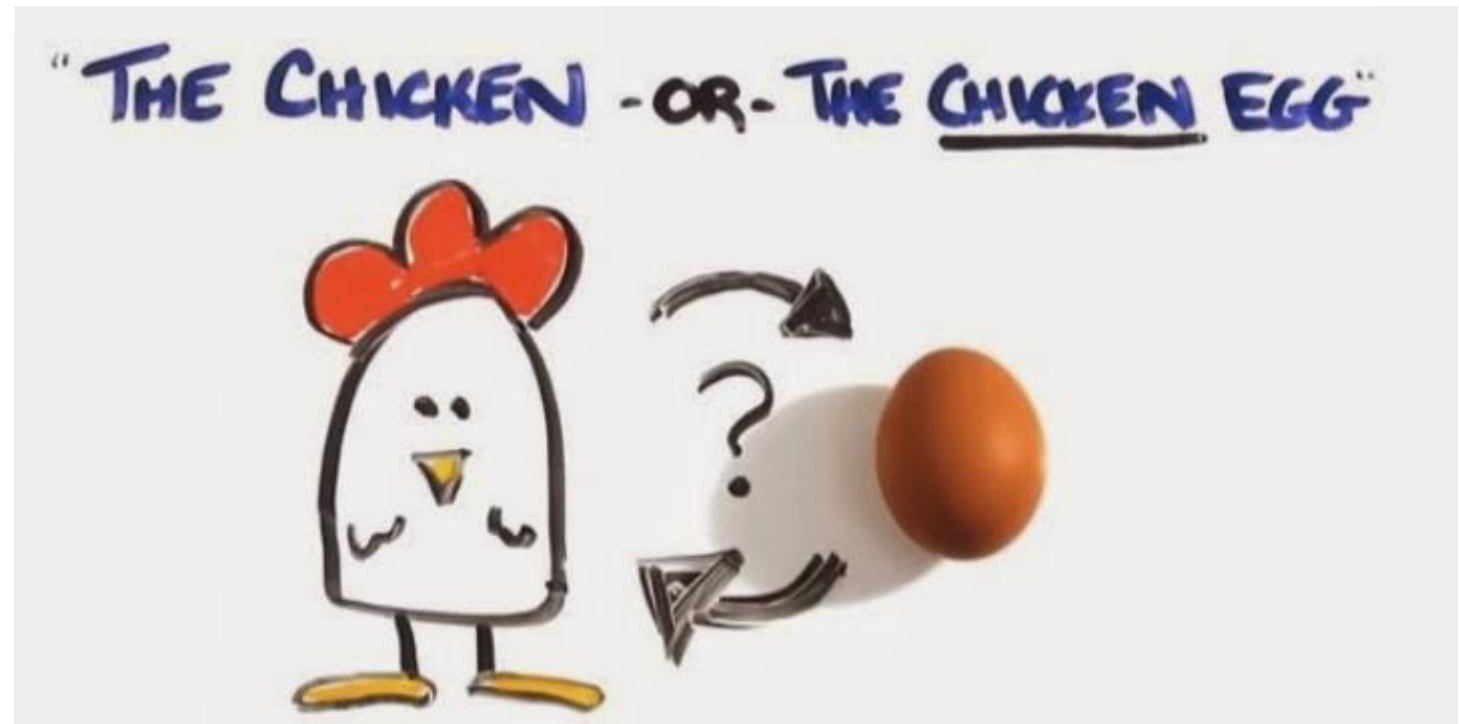
# 6/ La valorisation

## Stratégies de valorisation:



## 6/ La valorisation

Pour terminer, petite réflexion...



**Avez-vous des questions ?**

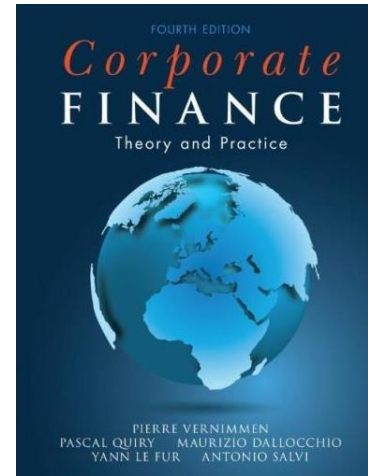


- Livres :



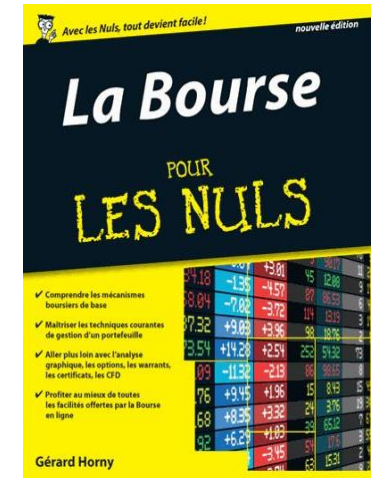
**PIERRE VERNIMMEN**  
**FINANCE D'ENTREPRISE**  
PASCAL QUIRY  
YANN LE FUR  
2018

daloz



FOURTH EDITION  
**Corporate FINANCE**  
Theory and Practice

PIERRE VERNIMMEN  
PASCAL QUIRY MAURIZIO DALLOCCIO  
YANN LE FUR ANTONIO SALVI

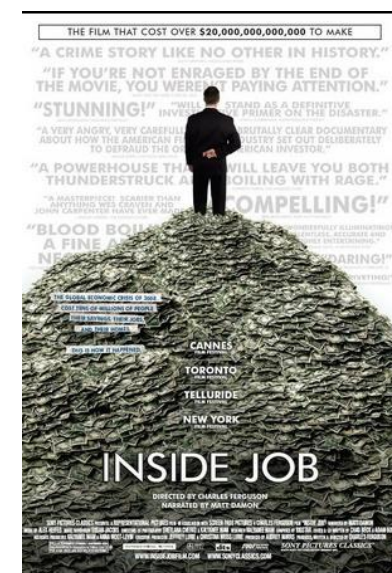


Avec les Nuls, tout devient facile!  
**La Bourse**  
POUR  
**LES NULS**

- ✓ Comprendre les mécanismes boursiers de base
- ✓ Maîtriser les techniques courantes de gestion d'un portefeuille
- ✓ Aller plus loin avec l'analyse graphique, les options, les warrants, les certificats, les CFD
- ✓ Profiter au mieux de toutes les facilités offertes par la Bourse en ligne

Gérard Horny

- Films :




# Copie de la présentation / questions sur le cours :




Monsieur  
**Arnaud  
Delaunay**

Analyste financier

Rue du Bois Sauvage, 17  
1000 Bruxelles

 +32 2 208 12 92

 +32 2 208 12 90

 [adl@leleux.be](mailto:adl@leleux.be)

