

# LE REPÉRAGE DES ENTREPRISES À HAUT POTENTIEL : LES « DIAM'S »

**Bonnes Feuilles - Mai 2024**

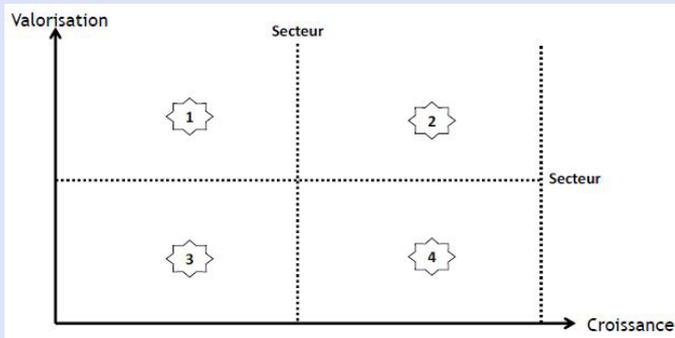


**par Michel TERNISIEN**  
*Economiste et auteur*

Établir un lien entre le dynamisme d'une entreprise et sa valorisation boursière est souvent un exercice difficile à opérer, tant il est délicat d'interpréter la position d'une valorisation au seul aperçu de ses résultats et de ses performances.

Prenons en considération deux éléments majeurs de la vie d'une entreprise : sa croissance d'une part et sa valorisation sur les marchés d'autre part. Si l'on met en simultané ces deux paramètres, on se trouve confronté à quatre situations que les analyses stratégiques font souvent ressortir et qui se reflètent dans le graphique ci-après.

## SCHÉMA 1 : LES QUATRE SITUATIONS CROISSANCE VERSUS VALEUR



La **situation 1** correspond à une entreprise qui connaît une croissance modérée ou faible mais qui s'avère paradoxalement très bien valorisée. Cette situation s'incarne dans des entreprises parvenues à maturité dans un marché lui-même « mature ». Cette entreprise détient souvent une position dominante et s'avère en capacité de dégager des performances financières confortables, tout au moins supérieures à celles du marché dans lequel elle opère.

La **situation 2** équivaut à une position que l'on pourrait qualifier « d'idéale ». L'entreprise affiche une croissance supérieure à celle de son secteur et cette dynamique se concrétise par une valorisation élevée. On est confronté en quelque sorte à un « premier de cordée » dans le métier que cette entreprise assure. Elle détient une position de « leadership » sur ses concurrents.

La **situation 3** est une source d'inquiétude ou renferme une interrogation négative car elle concerne des entreprises ayant de faibles performances avec, en parallèle, une faible valorisation comparées aux concurrents. Le devenir de ces entreprises

est une interrogation, un dilemme, teinté d'un certain niveau de pessimisme.

La **situation 4** est celle qui nous intéresse. Elle concerne des entreprises ayant une croissance supérieure à celle du secteur d'activité auquel elle appartient, sans que cela ne se traduise par une valorisation qui s'avèrerait conforme au niveau de la croissance. Les mots qui caractérisent les entreprises qui se trouvent dans la situation « 4 » seraient les suivants : « potentialités positives ».

### LES DIAM'S

Dans cet article, nous les avons appelé les entreprises à haut potentiel de valeur et de croissance, ou encore les « DIAM's » car les entreprises qui se situent dans ce positionnement, renferment des potentialités importantes de croissance, qui seront normalement sources à terme de création de valeur. Le problème est de savoir comment repérer ces « DIAM's » ? C'est l'objet de cette réflexion.

### LE PEG

L'interrogation sur les « DIAM's » n'est pas en soi une nouveauté et la pratique boursière se réfère souvent à cette problématique. Il existe d'ailleurs un indicateur, appelé le « PEG », pour « Price Earnings to Growth Ratio » qui ambitionne d'apporter une réponse à cette interrogation. Le PEG se calcule en divisant le PER d'une entreprise par la croissance de son bénéfice net par

action (BNPA). Le PER est lui-même le rapport entre le cours de l'action et le BNPA. Cette approche revient en quelque sorte à corriger le PER en prenant en considération le niveau de la croissance.

$$\text{PEG} = \text{PER} / \text{Croissance du BNPA}$$

Pour interpréter cet indicateur, la règle est simple : on admet qu'un PEG ayant une valeur nettement inférieure à 1, correspond à une entreprise sous-valorisée. Pour illustrer ce propos, on peut donner comme exemples le groupe ARCELORMITTAL qui, en avril 2024, avait un PEG de 0.66, c'est-à-dire faible, alors que le groupe AIR LIQUIDE affichait, à la même date un PEG de 2.19<sup>1</sup>.

## LES LIMITES DU PEG

Aussi intéressant que puisse être le PEG, il contient néanmoins un certain nombre de limites. Elles portent tout d'abord sur les modalités de calcul. Le PEG fait intervenir exclusivement la notion de bénéfice net comptable qui est un indicateur très volatile dans le temps, ce qui relativise beaucoup la fiabilité du PEG. Par ailleurs, le PEG se détermine souvent sur une année, sans disposer d'une vision de longue durée que celle-ci soit de nature historique ou prévisionnelle. Enfin, le PEG ne fait pas l'objet d'une comparaison sectorielle, ce qui limite son interprétation.

## L'AMBITION D'UNE AUTRE APPROCHE

Cet article a pour ambition de présenter une approche plus complète et plus riche, qui prend sa source dans certaines données comptables et financières, en privilégiant une vision de moyen terme à la fois par une dimension historique et prévisionnelle.

## LE CASH-FLOW DISPONIBLE APRÈS FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS COMME INDICATEUR DE RÉFÉRENCE

Le premier pas qu'il convient d'accomplir pour le repérage des DIAM's est de calculer le niveau de la croissance. La difficulté est de s'appuyer sur un indicateur qui reflète mieux que le bénéfice net la performance de l'entreprise. Nous avons retenu le cash-flow après financement des investissements incorporels et corporels que l'on dénommera par la suite : « Cash-flow disponible pour l'entreprise » ou encore par l'acronyme « CFDE<sup>2</sup> ».

Pourquoi privilégier le cash-flow disponible pour l'entreprise au détriment du bénéfice net ? Cet indicateur est un flux et ne fait pas intervenir d'éléments comptables calculés. C'est une première raison. Il est de surcroît, le point de césure, la charnière, entre les opérations économiques de l'entreprise et les opérations de financement.

En effet, on ne peut pas appréhender la stratégie financière sans disposer d'informations en amont sur la stratégie que

<sup>1</sup> Source : YAHOO Finances.

<sup>2</sup> CFDE = EBITDA +/- Var du BFR - Investissements d'exploitation

l'entreprise a adopté pour couvrir ses coûts d'exploitation ainsi que les investissements nécessaires à la poursuite de sa croissance (investissements matériels et immatériels et la progression du besoin en fonds de roulement le cas échéant).

Précisons que ce flux de trésorerie disponible est calculé avant impôt et intérêt des emprunts, ceci afin de rendre plus aisée la construction d'un panel d'entreprises comparables, surtout si les entreprises retenues dans le panel de référence, exercent leurs activités dans des pays où la fiscalité peut s'avérer différente.

De ce fait, le point de départ de la détermination du « CFDE » est la capacité d'autofinancement avant intérêt des emprunts et avant impôt sur les bénéfices. Cette précision est importante car elle est contraire à la démarche habituellement suivie qui consiste à prendre appui sur la capacité d'autofinancement après intérêt de la dette financière nette et après impôt.

Ceci implique que ces deux éléments (coût net de la dette financière et impôt décaissé) doivent intervenir dans la partie des opérations de financement du tableau de trésorerie et seront nécessaires pour le calcul du cash-flow revenant aux actionnaires (ou CFDA) qui correspond au montant des dividendes versés + rachats (cessions) d'actions propres.

## LE CFDE PAR ACTION COMME ÉLÉMENT DE COMPARAISON DANS LE TEMPS

Mais cet élément, le CFDE, ne permet pas en soi un calcul correct de la croissance. Si on réalise une comparaison pluriannuelle, il paraît souhaitable, tout d'abord, d'éliminer les variations de périmètre de consolidation et les variations de taux de change intervenues sur la période afin d'obtenir un CFDE qui soit homogène dans le temps.

Mais cette opération ne suffit pas. Il est, ensuite, nécessaire de diviser le CFDE par un élément quantitatif. Nous avons retenu le nombre d'actions en circulation afin d'obtenir le CFDE par action (Free Cash-Flow per Share). On obtient donc l'indicateur suivant :

$$\text{CFDE par action} = \frac{\text{CFDE}}{\text{Nombre d'actions en circulation}}$$

En conclusion, pour obtenir une homogénéité des données dans le temps, le cash-flow des années précédentes (rendu homogène par la neutralisation des variations de périmètre et de taux de change) est divisé par le dernier nombre d'actions en circulation, en conservant ce nombre sur les années passées et les années prévisionnelles.

## L'EXEMPLE DE LA SOCIÉTÉ « LT »

Pour illustrer notre propos, prenons l'exemple de la société « LT ». L'entreprise est cotée et figure au SBF 120. Elle développe des technologies qui facilitent la transition digitale des entreprises vers l'industrie 4.0 (cloud, Internet des objets, « big data » et intelligence artificielle). « LT » opère majoritairement dans trois secteurs d'activité au sein desquels son savoir-faire est reconnu : la mode, l'automobile et l'ameublement.

LT réalise un chiffre d'affaires de 477.6 M€. Le nombre d'actions en circulation l'année N est de : 37.84 millions d'actions. Le tableau ci-dessous donne le calcul du CFDE par action pour l'année N et l'année N-4.

**Tableau 1 : Calcul du CFDE par action en N et N-4 et progression cumulée**

Rubriques	Année N (K€)	Année N-4
Cash-flow des opérations d'exploitation (avant impôt et intérêt)	76 863	45 343
Moins Investissements incorpo. et corpo.	- 7 085	- 4 154
<b>= CFDE</b>	<b>69 778</b>	<b>41 189</b>
Nombre d'actions en circulation (en milliers)	37 840	
CFDE par action (en K€)	1.844	1.089

Ce travail permet de calculer la croissance cumulée entre N et N-4 du CFDE par action, soit :

$$1\,844 / 1\,089 = + 169.33 \%$$

La progression cumulée du CFDE par action est de 69.33 % sur la période examinée.

## LA CROISSANCE CUMULÉE DU SECTEUR

Pour relativiser la conclusion précédente, il importe de comparer cette progression cumulée en effectuant une démarche de comparaison sectorielle. Ont été retenues cinq entreprises cotées exerçant un métier proche de « LT ». Ce panel présente aussi la particularité d'avoir des actions liquides<sup>3</sup>.

Sur les entreprises sélectionnées, on a déterminé la croissance cumulée des CFDE par action. Les résultats sont indiqués dans le tableau 2 ci-dessous.

**Tableau 2 : Croissance cumulée du CFDE par action du panel de référence**

Entreprises du panel	Croissance cumulée du CFDE par action entre N et N-4
Entreprise 1	140.17 %
Entreprise 2	155.37 %
Entreprise 3	136.63 %
Entreprise 4	144.29 %
Entreprise 5	146.79 %
Croissance cumulée moyenne du panel	144.65 %

<sup>3</sup> La liquidité d'un titre se juge par la régularité et l'ampleur des achats et ventes sur une période de temps.

Le tableau 2 confirme que le secteur auquel appartient « LT » est à forte dynamique. Toutefois, on constate que la croissance moyenne du panel est inférieure à celle de « LT » prise isolément.

On peut établir, à partir de l'information sectorielle, un indice mesurant l'écart entre la croissance cumulée de « LT » et celle du panel de référence. Cet indice de différentiel de croissance est de :

$$\text{Indice de croissance relative « LT » versus panel : } 169.33 \% / 144.65 \% = 1.1706$$

Cette information sera utile dans la suite de cette réflexion.

## INDICATEUR D'ÉVOLUTION DE LA VALORISATION

Notre objectif est de mettre en lien la croissance et la valorisation. Dans l'étape précédente, nous avons établi une relation entre la croissance de l'entreprise et celle du secteur, exprimée par l'évolution cumulée du cash-flow par action.

Pour mesurer la valorisation, on utilise le multiple de CFDE. Ce multiple est égal à :

$$\text{Multiple de valorisation} = \frac{\text{Cours moyen de l'action}}{\text{CFDE par action}}$$

Pour que ce multiple ait une signification réelle, on suggère de calculer le cours de l'action sur une période de temps aussi proche que possible de celle de l'année, ceci afin d'être le plus possible en harmonie avec

le CFDE par action qui est une information disponible annuellement.

C'est la raison pour laquelle, dans cette étude, on a retenu le cours de l'action en moyenne mobile (MM) sur les 200 derniers jours de cotation. Rappelons que l'action de « LT » (comme pour les entreprises composant le panel de référence) est liquide. Le prix de l'action en MM sur les 200 dernières cotations pour « LT » est de : 19.92 €.

Pour la société « LT », on aboutit à un multiple de cash-flow de :  $19.92 \text{ €} / 1.844 = 10.80$  fois le CFDE.

Le multiple de CFDE de la société « LT » est de : 10.80 fois le CFDE de la dernière année.

Un calcul identique est effectué pour les 5 entreprises du panel. Le tableau 3 donne les résultats obtenus.

**Tableau 3 : Multiple du CFDE du panel de référence**

Entreprises du panel	Multiple du CFDE
Entreprise 1	16.39
Entreprise 2	17.85
Entreprise 3	15.32
Entreprise 4	14.64
Entreprise 5	16.75
Moyenne du multiple de CFDE du panel	16.18

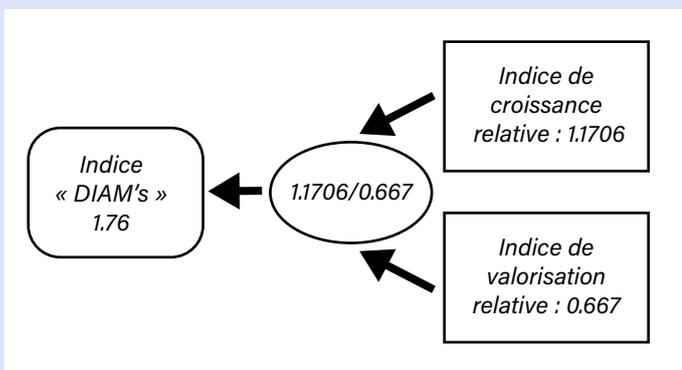
Le tableau 3 montre que le multiple moyen du panel de référence est de : 16.18 fois le CFDE par action.

Cette information est importante car elle va permettre de calculer un deuxième indice comparant la valorisation de « LT » et celle du panel.

Indice de valorisation relative de « LT »  
versus le panel =  $10.80/16.18 = 0.6675$ .

On constate que l'indice de valorisation de « LT » est nettement inférieur à 1, ce qui laisse présager une sous-évaluation relative. Il est possible alors de mettre en relation croissance versus valorisation. C'est ce qui est réalisé dans le schéma 2 ci-dessous qui donne l'indice « DIAM's ».

**SCHEMA 2 : INDICE DE CONFRONTATION CROISSANCE VERSUS INDICE DE VALORISATION**



<sup>4</sup> En effet, il est difficile d'imaginer des prévisions crédibles au-delà de trois années.

L'indice « DIAM's » historique est nettement supérieur à 1, exprimant ainsi une sous-évaluation de l'entreprise « LT » au regard de ses performances. Elle peut être considérée comme une entreprise à potentiel élevé de croissance et de valorisation. Sa croissance est supérieure au panel mais sa valorisation est inférieure à celle de ses principaux concurrents.

La démarche s'achève par des données prévisionnelles. On déroule la même analyse mais en s'appuyant cette fois sur les prévisions de cash-flows portant au mieux sur 3 années<sup>4</sup>. On calcule l'indice « DIAM's » prévisionnel.

Si la démarche prévisionnelle conforte ou renforce l'indice « DIAM's » historique, il est possible de conclure que l'entreprise « LT » est bien une firme à haut potentiel de croissance et de valeur.

En conclusion, l'analyse proposée dans ce papier illustre le lien étroit que l'on doit établir entre l'analyse financière classique (approche par les cash-flows) et l'analyse stratégique (matrice du Boston Consulting Group). Ce lien est essentiel pour enrichir et conforter la démarche de l'évaluateur. Mais ne nous trompons pas. Le haut potentiel est une probabilité future. Chacun sait que le chemin de la réussite est long, sinueux et difficile.

**Retrouvez toutes les Bonnes Feuilles publiées**

