

# PERFORMANCES FINANCIÈRES ET VALORISATION ?

**Bonnes Feuilles - Juin 2026**



*par Michel TERNISIEN*  
*Économiste et auteur*

La logique voudrait qu'une entreprise ayant de bonnes performances financières bénéficie par ailleurs d'une bonne valorisation de ses actifs. Cette affirmation de bon sens peut-elle se vérifier et est-elle dans tous les cas fondée ? Ne peut-il y avoir une discordance entre performances et valorisation ?

**Le décalage entre la performance  
financière et la valorisation constitue  
la trame de notre réflexion**

Pour répondre à cette interrogation, nous avons sélectionné 29 groupes du CAC 40 (voir liste en annexe<sup>1</sup>). Nous avons examiné, sur une période de cinq années (2021 à 2025), le lien entre performances financières et valorisation.

**Note :** Nous avons éliminé l'année 2020 par suite des conséquences catastrophiques de la pandémie de la COVID 19. Par ailleurs, nous avons privilégié les entreprises de services et les entreprises industrielles, en laissant de côté les banques et assurances. Nous avons aussi éliminé les groupes pour lesquels les informations sont incomplètes sur la période analysée. Nous sommes parvenus ainsi à 29 sociétés figurant au CAC 40.

## LES QUATRE INDICATEURS FINANCIERS DE PERFORMANCE (IFP)

Pour l'examen des performances, nous avons sélectionné quatre Indicateurs Financiers de Performance (indiqués par la suite sous le sigle « IFP »). Ces quatre indicateurs « IFP » couvrent les facettes essentielles du dynamisme de l'entreprise : la croissance, le taux de marge, la rentabilité et le taux cash-flow actionnaires. Pour rendre plus concrets les développements qui suivent, nous allons nous appuyer sur un exemple, celui du groupe SCHNEIDER ELECTRIC, puis nous étendrons notre approche en prenant appui sur l'exemple d'EURONEXT.

Raisonner en cumul sur la période 2021 à 2025 : Précisons que notre réflexion s'appuie sur un certain nombre d'astuces de calcul que nous expliciterons au fur et à mesure de la progression de notre travail.

La première particularité de calcul réside dans le mode de détermination des performances. Les quatre « IFP » sont calculés année par année mais aussi en cumul sur la période 2021 à 2025. Par exemple, pour SCHNEIDER ELECTRIC<sup>2</sup>, la croissance cumulée (en prenant comme base 100 l'année 2021) est de 154.68, soit un taux de croissance annuel de 11.52 %.

Raisonner en cumul peut surprendre. Cette modalité présente des avantages. En cumulant les taux annuels de performance, on accentue la séparation entre les bonnes et les mauvaises performances, ce qui rend plus lisible la comparaison d'une entreprise à l'autre. Détaillons le contenu des quatre indicateurs de performance.

1. La croissance : La croissance est au cœur de l'analyse. C'est le point de départ et le point d'arrivée. Mais, son calcul n'est pas aussi simple qu'il y paraît. Cette difficulté réside dans les ruptures provenant des changements de périmètre de consolidation et des variations de taux de change qui se manifestent inmanquablement dans le parcours des entreprises faisant appel publiquement à l'épargne et qui sont largement internationalisées. Effectuer les calculs à structure comparable aurait été la solution. Mais dans les faits c'est un pari impossible car les groupes du panel, soit ne donnent pas l'information de comparabilité jusqu'à l'EBIT (ou le résultat opérationnel courant), soit rétablissent la comparabilité entre deux exercices mais par des modalités de calcul qui diffèrent d'une entreprise à l'autre ou qui manquent de transparence.

La croissance a été déterminée en prenant appui sur l'EBIT (résultat avant intérêt de la dette financière et avant impôt) en prenant 2021 comme base 100 (voir tableau 1).

<sup>1</sup> N'ont pas été retenues les banques et assurances ainsi que quelques entreprises pour lesquelles cette approche s'est avérée difficilement applicable (exemple : ARCELORMITTAL).

<sup>2</sup> SCHNEIDER ELECTRIC concentre ses activités autour d'un objectif central : électrifier, automatiser et digitaliser l'énergie afin d'améliorer l'efficacité et la durabilité des bâtiments, des industries et des infrastructures.

**Tableau 1 : Taux de croissance de l'EBIT de SCHNEIDER ELECTRIC entre 2021 et 2025 et en cumul**

Rubriques	2025	2024	2023	2022	2021
Croissance cumulée base 100 en 2020	154,68	148,90	136,99	113,90	100,00

**Note :** La croissance cumulée est de 154.7 sur la période, ce qui représente une croissance nominale annuelle moyenne de 11.52%.

**2. Le taux de marge :** Le taux de marge est le second indicateur. Il est défini par le rapport :  $[\text{EBIT}/\text{Chiffre d'affaires}] * 100$ . Ce ratio, classique en analyse financière, exprime la capacité du chiffre d'affaires à dégager un certain niveau de marge avant intérêt de la dette financière et avant effet de l'impôt. Il est calculé année par année et en cumul (voir tableau 2).

**Tableau 2 : Taux d'EBIT de SCHNEIDER ELECTRIC entre 2021 et 2025 et en cumul**

Rubriques	2025	2024	2023	2022	2021	Tx cumulé EBIT
Taux d'EBIT cumulé	16,68 %	16,90 %	16,53 %	14,43 %	14,98 %	79,53 %

**Note :** Le taux d'EBIT est élevé (supérieur à 16 % sur trois années consécutives) et progresse sur la période. En cumul, il est de 79.53 %.

**3. Le taux de cash-flow :** Le troisième indicateur est le taux de Cash-Flow Disponible pour les Actionnaires (CFDA/Chiffre d'affaires). Nous avons choisi cet indicateur de préférence au cash-flow après financement des investissements car le cash-flow actionnaire exprime la distribution effective en faveur des actionnaires. Il a été calculé de manière additive en cumulant les rachats d'actions et le paiement des dividendes versés (actionnaires majoritaires et minoritaires). Ce montant a été divisé par le chiffre d'affaires (voir tableau 3).

**Tableau 3 : Taux de CFDA de SCHNEIDER ELECTRIC entre 2021 et 2025 et en cumul**

Rubriques	2025	2024	2023	2022	2021	Tx cumulé de cash-flow
Taux cumulé de cash-flow actionnaire	6,31 %	5,99 %	6,88 %	5,38 %	5,91 %	30,46 %

**Note :** Le taux de cash-flow actionnaire (CFDA) est en moyenne de 6 % par an. En cumul il est de 30 %.

**4. Le ROCE (Return on Capital Employed) :** Le quatrième indicateur est un classique de l'analyse des performances. Il est obtenu en divisant l'EBIT par le montant des capitaux employés. Il est complémentaire du taux de marge précédent car il inclut la rotation des capitaux employés (inverse du coefficient de capital)<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> ROCE =  $\text{EBIT}/\text{Capitx Employés} = [\text{EBIT}/\text{CA}] * [\text{CA}/\text{Capitx Employés}]$

Tableau 4 : ROCE de SCHNEIDER ELECTRIC entre 2021 et 2025 et en cumul

Rubriques	2025	2024	2023	2022	2021	ROCE cumulé
ROCE cumulé	14,83 %	14,52 %	14,81 %	12,64 %	11,26 %	68,06 %

**Note :** La rentabilité des capitaux employés (capitaux propres plus endettement financier net de la trésorerie) se situe au-dessus de 14 % sur les trois dernières années et de 68 % en cumul sur la période.

## LA RELATIVISATION DES IFP AVEC LA MÉDIANE

Les résultats obtenus sur les IFP sont relativisés par la valeur médiane des IFP sur l'ensemble des entreprises analysées. Explicitons cette modalité de calcul. L'indice médian de la croissance cumulée pour l'ensemble des 29 entreprises est de : 134.60 (voir schéma plus loin). Ce cumul correspond à un taux annuel de 7.7 % par an. Reprenons l'exemple de SCHNEIDER ELECTRIC. Cette entreprise a connu un indice de croissance cumulée de 154.68 (voir tableau 1). L'indice de croissance de cette entreprise, comparé à l'indice médian est donc de :  $154.68/134.60 = 1.149$ . L'indice relatif est supérieur à 1, ce qui signifie que SCHNEIDER ELECTRIC a connu sur la période une croissance supérieure à la médiane. Plus cet indice est élevé, plus le niveau de croissance d'une entreprise considérée isolément est important comparé à la médiane.

Cette relativisation par la médiane est réalisée pour les quatre indicateurs de performance et pour toutes les entreprises du panel.

## LA VALEUR DES ENTREPRISES PAR LE MULTIPLE D'EBIT

Notre objectif est de confronter performances et valorisation. Pour la valorisation, nous avons retenu l'approche par le multiple d'EBIT. Ce multiple a été calculé comme indiqué ci-après.

**1. Prix de l'action :** Nous avons calculé le prix de l'action de chaque société en nous appuyant sur la moyenne mobile des cours des 200 dernières cotations (données recueillies fin Mai 2026). Pourquoi ce mode de calcul ? Deux raisons à cela : en effectuant les calculs en moyenne mobile, on gomme fortement les aspérités conjoncturelles du prix de l'action afin d'obtenir en contrepartie une bonne stabilité du prix et une vision de la tendance d'évolution des cours. Ensuite, la période de 200 jours nous rapproche de la temporalité de l'EBIT qui est annuelle et accroît la stabilité du prix de l'action.

**2. Valeur des capitaux employés :** En fonction du nombre d'actions moyen pondéré en circulation, on obtient une évaluation des capitaux propres en valeurs de marché. A ce montant, s'ajoute l'endettement financier net (dettes financières à court terme + partie à moins d'un an des dettes à long terme + dettes financières à long terme – trésorerie et équivalents). La somme des capitaux propres en valeur de marché et de l'endettement financier net (EFN) correspond à la valeur des capitaux employés.

**3. Multiple d'EBIT :** Le multiple d'EBIT est obtenu en divisant la valeur des capitaux employés (ci-dessus) par le montant de l'EBIT.

$$\text{Multiple EBIT} = \text{Capitaux employés} / \text{EBIT}$$

Pour illustrer ce qui vient d'être dit, reprenons l'exemple de SCHNEIDER ELECTRIC.

**Tableau 5 : Calcul du multiple d'EBIT pour le groupe SCHNEIDER ELECTRIC**

Données	Montant
Nombre d'actions en circulation (en millions)	562.19
Prix de l'action en MM (1) sur 200 jours	242.07 €
<b>Capitalisation boursière (M€) [a]</b>	<b>136 089.33</b>
Dettes financières totales (M€)	17 880.00
Trésorerie (M€)	- 4 634.00
EFN [b]	13 246.00
<b>Capitaux employés [a+b]</b>	<b>149 335.33</b>
<b>EBIT 2025 (M€) [c]</b>	<b>6.699.00</b>
<b>Multiple d'EBIT [a+b/c]</b>	<b>22.29</b>

(1) En moyenne mobile sur 200 jours de cotation

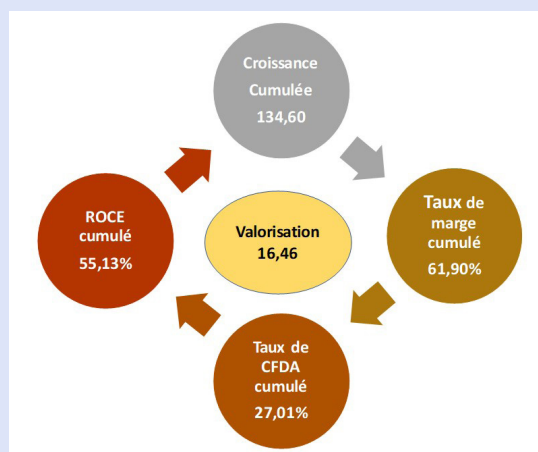
Dans cet exemple, la valeur d'entreprise est de 22.3 fois le montant de l'EBIT.

Cette évaluation a été conduite selon les mêmes modalités pour les 29 entreprises du panel. Nous sommes ainsi parvenus à une valorisation médiane de 16.46 fois l'EBIT. Une entreprise sur deux a donc une valorisation supérieure et l'autre moitié inférieure à cette borne.

## LA RELATIVISATION PERFORMANCE/VALORISATION LA MÉDIANE

L'autre étape a pour but de relativiser d'une part les IFP par les valeurs médianes et d'autre part de relativiser les valorisations par la valeur médiane. L'objectif est de déterminer l'indice relatif entre performance et valorisation. Le schéma ci-dessous donne les valeurs médianes des quatre IFP et la valorisation médiane des entreprises du panel.

**Schéma des valeurs médianes des IFP et de la valorisation**



Le schéma ci-avant va nous servir à déterminer les indices relatifs entre performances et valorisation. Illustrons la démarche en reprenant l'exemple de SCHNEIDER ELECTRIC. Considérons la croissance. L'indice relatif de la croissance-valorisation se calcule comme suit :

- 1. Croissance cumulée de SCHNEIDER ELECTRIC = 154.68.
- 2. On divise cette donnée par la croissance cumulée médiane (134.60). Ceci nous donne un indice de croissance relatif soit :  $154.68/134.60 = 1.1492$ .
- 3. Nous réalisons la même opération pour la valorisation. La valorisation relative de SCNEIDER ELECTRIC par rapport à la valorisation médiane est de :  $22.29/16.46 = 1.354$ .
- 4. Nous avons donc deux indices que l'on rapporte l'un à l'autre soit :  $1.1492/1.354 = \mathbf{0.849}$ .

Cet indice croissance-valorisation (0.849) est important dans la signification qu'il revêt. Dans le cas présent, il est légèrement inférieur à l'unité (0.849), ce qui indique une possible mais légère discordance entre croissance et valorisation.

## INDICATEUR GLOBAL PERFORMANCES-VALORISATION

On poursuit l'opération de relativisation pour chaque indicateur de performance, ce qui permet d'aboutir à un indice cumulé global nous autorisant à porter un jugement sur le lien entre niveau de performance et niveau de la valorisation.

**Tableau 6 : Calcul de l'indice total du groupe SCHNEIDER ELECTRIC**

Société	Indice Croissance/Valo	Indice Marge/Valo	Indice ROCE/Valo	Indice CFDA/Valo	Indice Total
SCHNEIDER ELECTRIC	0,849	0,949	0,914	0,892	3,603

**Commentaires :** Le tableau 6 montre que l'indice total des quatre IFP rapportés à la valorisation. Il est égal à 3.6 points. Il est légèrement inférieur à 4 qui est la valeur théorique d'équilibre entre performance et valorisation. Le score de 3.6 signifie que la valorisation élevée de SCHNEIDER ELECTRIC (22.3 fois l'EBIT pour une valorisation médiane de 16.5 fois) trouve en grande partie sa justification dans les performances financières de l'entreprise, sans toutefois expliquer complètement la valorisation (l'indicateur global est inférieur à 4). Cela signifie que la valorisation trouve sa source dans d'autres éléments que la performance financière<sup>4</sup>. De surcroît, on constate que sur les quatre IFP, l'indice est toujours inférieur à l'unité mais que le score de chacun d'eux est proche de l'unité et s'avère relativement homogène, les indices étant proches les uns des autres.

En d'autres termes, la forte valorisation du groupe trouve sa raison d'être en grande partie dans l'appréciation des performances financières mais pas en totalité.

<sup>4</sup> Ce peut être des actifs intangibles tels que : la pertinence de la stratégie ou le respect de la qualité, ...

## EURONEXT ET LA DISCORDANCE ENTRE PERFORMANCES FINANCIÈRE ET VALEUR DE L'ENTREPRISE

Pour bien comprendre la pertinence de cette analyse, nous allons prendre un autre exemple mais qui se trouve dans une situation différente du précédent. Nous avons sélectionné EURONEXT (voir encadré ci-dessous) qui figure dans l'indice CAC 40.

**Note :** EURONEXT est la principale place boursière de la zone euro, avec plus de 1 900 émetteurs pour une capitalisation totale d'environ 6 400 milliards d'euros. Le groupe opère sur les marchés réglementés de Paris, Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne, Oslo, Dublin, Athènes et Milan. EURONEXT gère aussi les marchés au comptant et dérivés dans plusieurs pays (Portugal, Italie, Danemark, Norvège). Euronext fournit des services de compensation et de règlement livraison, essentiels au bon fonctionnement des transactions. Euronext propose enfin des services aux sociétés cotées (admission, gouvernance, communication financière) ainsi que la diffusion de données de marché en temps réel.

Ce groupe, obtient un score global, très élevé, de 10.7 (voir annexe 2). C'est le score le plus haut des 29 entreprises analysées dans cette étude.

**Tableau 7 : La score performance valorisation du groupe EURONEXT**

Société	Indice Croissance/Valo	Indice Marge/Valo	Indice ROCE/Valo	Indice CFDA/Valo	Indice Total
EURONEXT	1,197	3,744	0,907	4,839	10,686

On observe que la notation élevée provient surtout de deux indicateurs de performance : le taux de marge (EBIT/CA) et le taux cash-flow en faveur des actionnaires. Ces deux indicateurs expliquent à eux seuls 80% du score final. Les deux autres IFP (croissance, ROCE) sont proches de l'équilibre.

**Note :** En effet, le taux de marge cumulé du groupe EURONEXT sur la période analysée est de 229.6 %, alors que la médiane est de 61.9 %. L'écart est considérable. Il est de 3.7 fois la médiane des entreprises du panel. Il en est de même de la distribution aux actionnaires qui est en cumul de 120.83 %, alors que la médiane est de 27 % (4.5 fois la médiane). Ces deux indicateurs expliquent l'essentiel du score global.

Les éléments qui précèdent mettent en lumière pour EURONEXT une nette discordance entre des performances que l'on peut juger comme solides au regard des entreprises du panel, alors que le multiple de valorisation de la société est en retrait. Il avoisine 16.31 fois l'EBIT, soit un multiple très proche mais inférieur à la médiane (16.46 fois).

Cette nette discordance conduit à s'interroger sur les raisons qui expliquent cet état de fait entre des bonnes performances et une valorisation jugée moyenne.

Les raisons invoquées touchent notamment aux points suivants :

- croissance future modérée (l'entreprise est jugée aujourd'hui comme « mature » surtout depuis l'acquisition de « Borsa Italiana » en Avril 2021) ;
- difficultés dans la prévision des cash-flows liée à une cyclicité importante des revenus provenant de la fluctuation des activités de trading résultant d'un climat marqué par une profonde instabilité ;
- pression concurrentielle importante venant d'acteurs jugés plus technologiques et orientés vers l'analyse (ces plateformes sont souvent mieux valorisées), alors que la société EURONEXT est perçue, à tort ou à raison, comme un opérateur de marché traditionnel ;
- risque réglementaire élevé qui conduit les investisseurs à appliquer une décote.

Nous donnons ci-après les règles de lecture de l'indice global performance versus valorisation.

## INTERPRÉTATION DE L'INDICE GLOBAL PERFORMANCE/VALORISATION

L'interprétation des indices, comme on vient de l'illustrer, doit se faire avec circonspection. On peut distinguer trois situations possibles en fonction de la valeur de l'indice global.

**L'indice global tend vers 4** : Lorsque l'indice global tend vers 4 (on peut élargir et dire compris entre 3.5 et 4.5), on interprète cette position comme un équilibre entre performance et valorisation.

**L'indice global s'écarte à la hausse de la position d'équilibre** : Plus l'indice global est élevé et dérive de la position d'équilibre (supérieur à 4.5 par exemple), plus il existe un écart entre les performances et la valorisation dans le sens d'une faible valorisation et ce, malgré des performances qui peuvent être jugées acceptables ou bonnes.

**L'indice global s'écarte à la baisse de la position d'équilibre** : Inversement, plus l'indice global se situe nettement en-dessous de 4 (inférieur à 3.5), plus le prix de l'action est en décalage par rapport aux performances dans le sens d'une forte valorisation qui ne trouve que très partiellement sa justification dans les indicateurs de performance financière.

## QUELLES CONCLUSIONS ?

Que traduit cette étude et quelles conclusions peut-on en tirer ? Il faut avant tout mettre en garde sur d'éventuelles mauvaises interprétations. Il convient de rappeler que les indicateurs de performance sont dans tous les cas mis en relation avec la valorisation. C'est sous cet angle qu'il est nécessaire de tirer des conclusions. Le couple performance/valorisation est indissociable.

Cette mise en garde étant rappelée, de quoi l'indice total est-il le révélateur ? Il met l'accent sur la relation qui peut exister entre des indicateurs de performance et la valorisation, avec l'idée a priori que de bonnes performances devraient nécessairement conduire à une bonne valorisation. Cette rationalité n'est qu'apparente et ne se vérifie pas dans tous les cas.

Cette étude révèle que plus l'indice global est élevé, plus il existe une discordance entre performances et valorisation dans le sens d'une faible valorisation. Et inversement, bien entendu, lorsque l'indice global est faible.

Il faut cependant souligner les limites de cette étude. Il serait hasardeux de vouloir tout expliquer à partir de l'indice global. De nombreux facteurs interfèrent sur la valeur d'une entreprise et qui ne sont pas pris en compte dans cette réflexion. Il s'agit notamment de l'intensité de la concurrence, des fragilités à l'international, de la pertinence de la stratégie suivie, de l'importance des actifs incorporels qui sous-tendent l'activité, ...

Il n'en demeure pas moins qu'il existe des sociétés qui sont en quelque sorte des « mal aimées », alors que d'autres sont probablement surestimées.

#### Liste des sociétés analysées

Nom	Nom
AIR LIQUIDE	LEGRAND
AIRBUS GROUP	L'OREAL
BOUYGUES	LVMH
BUREAU VERITAS	MICHELIN
CAPGEMINI	ORANGE
CARREFOUR	PERNOD RICARD
DANONE	PUBLICIS
DASSAULT SYSTÈMES	SAFRAN
EIFFAGE	SAINT GOBAIN
ENGIE	SANOFI
ESSILOR LUXOTICCA	SCHNEIDER ELECTRIC
EUROFINS SCIENTIFIC	STMICRO
EURONEXT	THALES
HERMES INTERNATIONAL	VEOLIA
	VINCI

## Tableau de l'indice total performance - valorisation par ordre décroissant

Société	Indice Croissance/Valo	Indice Marge/valo	Indice ROCE/Valo	Indice CFDA/Valo	Indice Total
EURONEXT	1,197	3,744	0,907	4,839	10,686
PUBLICIS	2,527	2,550	2,77	1,88	9,729
PERNOD RICARD	1,289	3,132	1,28	3,74	9,440
SANOFI	1,200	2,502	1,18	3,83	8,707
VINCI	2,585	1,477	1,65	1,65	7,359
EIFFAGE	2,210	1,719	1,92	1,30	7,149
BUREAU VERITAS	1,458	1,570	2,21	1,81	7,048
SAINT GOBAIN	1,541	1,551	2,07	1,30	6,462
LVMH	0,741	1,986	1,69	1,62	6,034
L'OREAL	0,786	1,166	1,48	2,20	5,640
HERMES INTERNATIONAL	0,753	1,790	1,71	1,35	5,602
MICHELIN	1,251	1,370	1,54	1,32	5,484
CAPGEMINI	1,235	1,165	1,58	1,49	5,474
ENGIE	1,504	1,247	0,85	1,34	4,948
DASSAULT SYSTÈMES	0,760	1,348	0,78	1,74	4,627
VEOLIA	2,355	0,694	0,81	0,66	4,523
BOUYGUES	1,751	0,554	1,08	0,59	3,966
LEGRAND	0,738	1,116	0,86	1,11	3,817
AIR LIQUIDE	0,793	1,126	0,85	1,02	3,791
SAFRAN	1,928	0,492	0,71	0,64	3,768
SCHNEIDER ELECTRIC	0,849	0,949	0,914	0,892	3,603
CARREFOUR	1,358	0,408	1,29	0,48	3,536
ORANGE	0,858	0,869	0,40	0,83	2,963
EUROFINS SCIENTIFIC	0,397	0,845	0,81	0,79	2,841
THALES	0,893	0,435	0,66	0,59	2,579
DANONE	0,676	0,537	0,51	0,81	2,534
AIRBUS GROUP	0,564	0,455	0,50	0,33	1,848
ESSILOR LUXOTICCA	0,484	0,445	0,24	0,30	1,471
STMICROELECTRONIC	0,054	0,517	0,513	0,345	1,430

*Retrouvez toutes les Bonnes Feuilles publiées*

