

LA CROISSANCE EXTERNE DES ENTREPRISES FRANÇAISES

RISQUE MAJEUR OU OPPORTUNITÉ HISTORIQUE ?

ERIC GALIEGUE,

ANALYSTE, SOCIÉTÉ D'ANALYSE FINANCIÈRE EUROPÉENNE

Le montant des investissements français à l'étranger s'est considérablement accru à la fin des années 1980 et au début des années 1990. Nous avons tous à l'esprit les grandes acquisitions qui ont parfois été très médiatisées : Pechiney et ANC, Schneider et Square D, Michelin et Uniroyal Goodrich, Legrand et Ticino, etc. En raison du ralentissement économique, voire de la récession qui affecte la plupart des pays développés, les entreprises françaises diminuent considérablement leurs efforts de croissance externe. L'heure est à la gestion interne, à la rationalisation, à la recherche de synergies. Il nous semble aujourd'hui intéressant de faire un premier bilan, une première mesure, de ce qui peut être perçu maintenant comme un virage majeur négocié par les entreprises financières.

Traiter globalement le thème de la croissance externe, engagée par les entreprises françaises depuis plusieurs années, est un sujet très difficile. Agréger des opérations aussi différentes que le rachat de Square D par Schneider, la reprise de Delalande et Delagrangé par Synthelabo, ou encore l'acquisition d'Euromarché par Carrefour, pose des problèmes majeurs.

En effet, les nombreuses opérations de croissance externe ont été financées de manière parfois très différente (montage de type RES, émission de TSDI, recours au crédit bancaire, etc.) et ont donné lieu à des traitements comptables très variés (notamment au niveau de l'amortissement du Goodwill, par exemple).

Malgré ces difficultés, que l'on rencontre dans toute analyse financière, mais qui sont encore plus marquées concernant le thème abordé, nous avons tenté de répondre à trois questions essentielles : quel est l'enjeu de la croissance externe au niveau qualitatif comme au niveau quantitatif ? Quelles sont les conséquences financières de la croissance externe ? (Bilan et compte de résultat.) La Bourse a-t-elle intégré tous ces éléments ? En d'autres termes, quel pari boursier peut-on prendre aujourd'hui ?

Les enjeux qualitatifs...

Quelle est la motivation essentielle des grandes acquisitions ? Pourquoi tant de groupes ont couru un risque en lançant des opérations financières d'une telle ampleur ? Ce qui nous paraît aujourd'hui assez évident, c'est la ligne de conduite industrielle très pure qui a gouverné l'action des entreprises françaises. Sauf exceptions (très rares), les groupes qui ont pris le risque de racheter des sociétés, l'ont fait dans leur secteur de prédilection, dans un secteur qu'ils connaissaient bien. Il ne s'agissait pas de se diversifier dans d'autres métiers, mais bien de se renforcer sur son activité de base, en tout cas en ce qui concerne les groupes industriels.

Atteindre la taille critique a été la préoccupation de plusieurs groupes. Il est possible de citer à ce titre Alcatel Alsthom, qui dans le secteur des télécommunications, peut aujourd'hui amortir sur un volume d'affaires considérable, un budget de recherche/développement très important, en commutation publique, par exemple. Schneider a conquis, avec les acquisitions successives de Télémécanique et Square D, une taille qui autorise le lancement de nouvelles gammes d'équipements électriques, dont le coût est toujours plus élevé.

Être présent sur des zones géographiques à fort potentiel de croissance a permis à plusieurs groupes d'exploiter leurs points forts, dans leur métier de base. C'est le cas de Promodes avec l'acquisition de Piazza, de SEB avec Rowenta, ou encore de Moulinex avec Krupps. Objectif géographique commun : l'Allemagne, qui offre de nouvelles perspectives de développement, à court terme comme à long terme.

Développer des synergies industrielles pures a été un objectif permanent et commun à pratiquement toutes les sociétés. Mais un groupe comme Ciments Français a plus particulièrement joué sur ce tableau, avec l'acquisition de la société belge CCB, qui a impliqué une réorganisation très profitable du réseau de production et de distribution du ciment dans la région Nord de la France.

A l'heure actuelle, il nous semble que le bilan qualitatif des opérations de croissance externe est très positif, pour la grande majorité des groupes industriels. De nombreuses sociétés ont construit des positions stratégiques majeures qui leur donnent une envergure nouvelle.

... et quantitatifs

Nous avons retenu pour toutes les mesures quantitatives, un échantillon de vingt-neuf sociétés industrielles impliquées dans des opérations de croissance externe.

Un premier bilan global peut être aujourd'hui réalisé ; il se résume à quelques chiffres-clés, se rapportant à l'échantillon retenu et à la période 1988-1991 :

— 315 MdF de chiffres d'affaires ont été rachetés pour un montant global de 240 MdF dont 120 Mds de Goodwill ;

— en moyenne, les entreprises rachetées contribuent au quart du chiffre d'affaires du groupe qu'elles ont intégré ;

— les 2/3 des chiffres d'affaires réalisés sont des chiffres d'affaires étrangers, mais correspondent aux 4/5 des investissements, ce qui signifie en première approche que les sociétés étrangères ont été payées plus cher que les sociétés françaises. La forte représentation du secteur de la distribution française, qui se paie traditionnellement moins cher, en pourcentage du chiffre d'affaires, relativise néanmoins cette conclusion ;

— les investissements financiers de croissance externe ont représenté 45 % des investissements cumulés.

Les tableaux suivants permettent, en fonction des deux indicateurs (contribution des sociétés acquises dans le chiffre d'affaires 1991, nouvelle structure, et part des investissements de croissance externe dans les investissements totaux, période 1988-1991), de déceler les sociétés qui sont les plus impliquées dans un processus de croissance externe.

LES DIX SOCIÉTÉS AYANT RÉALISÉ LE PLUS DE CROISSANCE EXTERNE

95

Sociétés	Contribution des sociétés acquises dans le CA 1991 *
Pinault	82
Imetal	65
Legris industries	64
Accor	49
Galleries Lafayette	48
Synthelabo	39
Cap Gemini Sogeti	37
Pechiney	37
Ciments Français	34
Schneider	30
Moyenne	48

* Le CA 1991 est reconstitué, le cas échéant, dans sa nouvelle structure.

LES DIX SOCIÉTÉS QUI ONT LE PLUS INVESTI DANS LA CROISSANCE EXTERNE

Sociétés	Part des investissements liée à la croissance externe dans les investissements totaux (88-91) (%)
Synthelabo	82
Pinault	77
Ciments Français	69
Pechiney	67
Imetal	66
Beghin Say	65
Rhône-Poulenc	61
Lafarge Coppée	58
BSN	58
Schneider	57
Moyenne	63

L'analyse de ces grandes masses financières nous permet de citer deux points de repère concernant l'évaluation des sociétés rachetées : 1 F de CA a été payé 0,76 F et 1 F de fonds propres a été payé 2 F. Ces deux chiffres ne nous paraissent pas traduire une surévaluation des cibles, un surpaiement des sociétés rachetées. Notons simplement qu'aujourd'hui à la Bourse de Paris 1 F de fonds propres vaut un peu moins de 2 F, ou encore que le F de CA vaut de 0,50 F à 0,60 F. La fameuse « prime de contrôle industriel » n'a pas été très élevée : il est vrai que « les batailles boursières » ont été très rares, et que la grande majorité des opérations ont été amicales.

Une approche qui nous permet de considérablement relativiser le prix payé, consiste à comparer la valeur d'1 F de chiffre d'affaires racheté (avec contrôle industriel) avec la valorisation que fait aujourd'hui la Bourse du chiffre d'affaires du groupe en question (approche minoritaire).

La logique voudrait que la prise de contrôle d'une société exige une prime par rapport à l'approche minoritaire. Cette logique n'a pas toujours été respectée, ce qui nous conforte dans notre diagnostic d'évaluation normale des sociétés rachetées — sauf exception.

LA CROISSANCE EXTERNE DES ENTREPRISES FRANÇAISES

LES SOCIÉTÉS QUI N'ONT PAS PAYÉ PLUS CHER QUE LEUR VALORISATION BOURSIÈRE ACTUELLE...

Sociétés	Capitalisation boursière actuelle/CA (%)
Accor	57
Imetal	69
Promodes	15
Legrand	52
Thomson CSF	120

LES SOCIÉTÉS QUI ONT PAYÉ MOINS CHER QUE LEUR VALORISATION BOURSIÈRE ACTUELLE...

Sociétés	Capitalisation boursière actuelle/CA (%)
Bongrain	57
Cap Gemini Sogeti	119
Carrefour	34
La Redoute	40
Lepris	66
Moulinex	36
Pinault	18
SEB	78

97

LES SOCIÉTÉS QUI ONT PAYÉ PLUS CHER QUE LEUR VALORISATION BOURSIÈRE ACTUELLE...

Sociétés	Capitalisation boursière actuelle/CA (%)
Alcatel Alsthom	45
Beghin Say	34
BSN	98
Casino	20
Ciments Français	46
Générale des Eaux	39
Galeries Lafayette	9
Hachette	10
Institut Merieux	137
Lafarge Coppée	63
Michelin	26
Pechiney	24
Rhône-Poulenc	41
Saint-Gobain	50
Schneider	17

Quelles conséquences financières ?

Au-delà des enjeux stratégiques évoqués précédemment, la question à laquelle nous tentons de répondre est de savoir quelles ont été et quelles sont les implications financières de ce mouvement de rachat de 330 MdF de chiffre d'affaires.

Notre ambition n'est pas de réaliser la mesure la plus précise des conséquences financières de la croissance externe. Le travail aurait été long et de toutes manières quasiment impossible. Il s'agit bien plus de donner quelques indications générales, quitte à passer par des raccourcis méthodologiques. Tout au long de cette étude, nous continuerons de donner des indications chiffrées concernant l'échantillon de vingt-neuf sociétés impliquées dans une politique d'acquisitions majeures.

Au niveau patrimonial

La compilation réalisée montre que les rachats de sociétés ont été financés par dette, à hauteur de 90 %. Cela signifie qu'au moment de l'acquisition, les vingt-neuf sociétés ont dû contracter au total environ 220 MdF de dettes nouvelles.

Il est à noter d'ailleurs que les sociétés qui ont financé leur acquisition par émissions d'actions bénéficient sur le marché de PER élevés (cas de Synthelabo).

Ce chiffre de 220 MdF impressionnant en lui-même, doit être modulé en fonction de deux éléments :

— l'autofinancement dégagé sur la période 1988-1991 (320 MdF cumulés), après affectation aux investissements industriels (250 MdF), aurait permis un désendettement de l'ordre de 70 MdF (en supposant l'absence de financement des besoins en fonds de roulement). Il s'agirait donc d'un accroissement de dette nette de 150 MdF, et non 220 MdF ;

— l'effet de réduction du poids de la dette, face à une hausse sensible du total de bilan, de par l'intégration des sociétés rachetées, est significatif dès aujourd'hui et le sera plus encore dans le futur. L'analyse du ratio fonds propres/total bilan, calculé pour l'échantillon concerné (échantillon des vingt-neuf sociétés, échantillon CE), ainsi que pour l'échantillon hors-croissance externe (SAFE 140-29 sociétés) est très intéressante.

Fonds propres/Total bilan	1987	1988	1989	1990	1991e
Echantillon croissance externe (CE)	27	26	25	28	28
Echantillon SAFE 140 sans croissance externe	28	31	33	33	34

L'amélioration sensible du ratio fonds propres/total bilan, relevé sur l'échantillon des sociétés qui n'ont pas fait de croissance externe majeure, n'a pas été observée au niveau de l'échantillon CE. En ce sens, on peut dire qu'il y a effectivement eu dégradation relative de la structure financière. En fait, il s'agirait bien plus d'une « non-amélioration », plutôt que d'une détérioration.

Par ailleurs, la hausse d'environ 50 % du total bilan sur la période 1987-1991 (pour l'échantillon CE) a limité significativement la « dérive » du ratio fonds propres sur total du bilan, de l'ordre d'un tiers.

Au niveau des résultats

L'effet de la croissance externe s'est fait ressentir surtout en 1990 et en 1991. Il est bien sûr extrêmement difficile de mesurer avec précision l'impact réel de cet effet pour tout un ensemble de raisons (différences dans le traitement du Goodwill, dans le type de consolidation, effets induits non quantifiables, etc.). Néanmoins, il nous semble possible de raisonner globalement, en analysant l'évolution des résultats des vingt-neuf sociétés qui se sont engagées dans des opérations de croissance significatives, et en les comparant à un échantillon hors-croissance externe.

ÉVOLUTION DES BÉNÉFICES

Variation des bénéfices (hors cas particuliers)	89/88	90/89	91/90
Echantillon CE (1)	+ 22	- 7	- 4
Echantillon SAFE 140 sans croissance externe	+ 13	+ 2	+ 5
Echantillon SAFE 140 (médiane)	+ 15	0	+ 3

(1) Sans Michelin et Hachette.

Il apparaît à l'évidence que les résultats ont été influencés dans le mauvais sens par les opérations de croissance externe. A telle enseigne que les sociétés qui n'ont pas réalisé de croissance externe, ont toujours connu une hausse de leur résultat (en médiane), même en 1990...

L'écart d'évolution des bénéfices entre les deux échantillons (avec et sans croissance externe) s'élève à environ 9 % par an.

Concernant l'ensemble de notre indice SAFE 140, nous estimons que l'impact négatif sur les résultats a été de l'ordre de 2 à 3 % en 1990 comme en 1991 (variations médianes). En moyenne pondérée, les chiffres sont beaucoup plus élevés (de l'ordre de 7 % en 1990).

Cet impact négatif sur les résultats peut se mesurer au niveau de la rentabilité des fonds propres. Les conclusions sont les mêmes.

L'APPROCHE PAR LA RENTABILITÉ DES FONDS PROPRES

Bénéfice/FP début d'exercice (médiane, en %)	1988	1989	1990	1991
Echantillon croissance externe	21	19	14 (1)	11 (2)
Echantillon SAFE 140 sans croissance externe	18	18	15	13

(1) Moyenne hors Michelin = 16 %.

(2) Moyenne hors Michelin + Hachette = 13 %.

Partant d'un niveau plus élevé que la moyenne (20 % contre 18 % pendant les bonnes années 1988 et 1989), la rentabilité des fonds propres de l'échantillon a chuté jusqu'à 11 % en 1991 (13 % hors Michelin et Hachette), alors que sur la même période, le ratio baissait de 18,5 % à 13 % pour les sociétés n'ayant pas réalisé de croissance externe. Il est à noter, d'ailleurs, que ce sont les sociétés qui bénéficiaient des meilleures rentabilités de fonds propres en 1988 qui ont lancé des opérations majeures de croissance externe...

Au niveau prospectif

100

La situation semble bien plus favorable. En effet, nous sommes en droit d'attendre, au-delà d'une période où les acquisitions pèsent sur le court terme, de bonnes perspectives. Qu'en est-il exactement ?

En poursuivant notre analyse basée sur la segmentation du SAFE 140, en échantillon CE et échantillon sans CE, nous pouvons affirmer qu'une bonne partie de la croissance à moyen terme des entreprises de notre échantillon, provient des retombées de la croissance externe :

CROISSANCE DES BÉNÉFICES

Variation des bénéfices (hors cas particuliers)	91/90	92/91e	Prévision 92/95e
Echantillon CE (1)	- 4	+ 19	+ 21
Echantillon sans CE	+ 5	+ 10	+ 9
Echantillon SAFE 140 (médiane)	+ 3	+ 12	+ 11

La croissance annuelle des bénéfices de 1992 à 1995, de l'échantillon retenu, atteint le chiffre élevé de 21 %, alors que nous attendons pour le SAFE 140, une croissance de 11 à 12 %. Ainsi, la différence de croissance à moyen terme, à l'avantage des sociétés ayant financé un effort majeur de croissance externe, serait de l'ordre de 12 %. Ces chiffres appellent plusieurs remarques :

— l'échantillon des vingt-neuf sociétés représentant environ le quart du SAFE 140, il est possible d'affirmer que la part de croissance des résultats des entreprises françaises, excédant la croissance de l'activité (7 % environ), est imputable en majeure partie aux retombées positives de la croissance externe ;

— la croissance élevée de 21 % serait due à un phénomène de rattrapage des bénéfices après les deux mauvaises années 1990 et 1991 (retard de croissance de l'ordre de 20 % cumulé sur les deux exercices), mais aussi à des effets d'échelle, de synergie, de productivité, recherchés justement par la croissance externe. Nous estimons que ces deux facteurs (rattrapage et synergie) expliquent pour part égale la croissance 1992-1995 qui excède le développement naturel de l'activité.

L'analyse par la rentabilité des fonds propres, projetée à l'horizon 1995 en appliquant nos prévisions de bénéfice et de taux de distribution, confirme le diagnostic d'un potentiel de redressement très élevé des sociétés ayant réalisé des opérations de croissance externe :

101

Bénéfice/FP début d'exercice (médiane, en %)	1991	1995e normalisé
Echantillon CE	11,3	18,0
Echantillon sans CE	13,3	14,0
Echantillon SAFE 140	12,8	15,0

Quel pari boursier peut-on prendre ?

Après cette tentative de mesure des déformations financières impliquées par la croissance externe, il faut maintenant essayer de savoir si la Bourse a bien intégré tous ces éléments.

La première question qui nous vient à l'esprit est de savoir si l'échantillon des vingt-neuf sociétés est sous-évalué par rapport aux autres actions. Autrement dit, les investisseurs ont-ils véritablement pris conscience du potentiel de hausse des résultats ? Une analyse rapide nous permet de dire que le PER moyen des vingt-neuf sociétés intègre effectivement les bonnes

perspectives de croissance. En poussant plus loin encore notre analyse d'évaluation, c'est-à-dire en appliquant d'autres méthodes (basées sur le flux de dividende à très long terme, ou encore sur la rentabilité des fonds propres), il semble bien que les sociétés qui ont réalisé des opérations de croissance externe sont correctement évaluées, voire légèrement sur-évaluées.

Est-ce à dire que la notion de croissance externe n'est pas un thème utilisable au niveau boursier ? Le moment est ici venu de rappeler de quoi se nourrissent les performances boursières de certains titres :

L'analyse quantitative, de type droite de marché par exemple, est capable de déceler, dans une certaine mesure, les performances futures grâce à une analyse d'évaluation transversale.

L'analyse d'évaluation, qui consiste à appliquer à chaque titre une règle générale, permet de dégager une performance sur longue période. Mais toutes les performances ne peuvent être prévues à partir de ces méthodes quantitatives, loin s'en faut. Certaines ne peuvent être décelées qu'à partir d'un pari boursier, et c'est l'analyste financier qui doit prendre ces paris. Son rôle, face à l'émergence de types de gestion, dits « quantitatives actives », est donc très important.

Concernant le thème de croissance externe, la pari peut prendre deux formes : l'effet de levier et le changement d'image boursière.

102

L'effet de levier est un concept très traditionnel. Il s'agit de parier, d'une part sur la croissance élevée qu'il autorise et qui est, à notre sens, sous-estimé par le marché (s'agissant de la croissance externe), et d'autre part sur le désendettement, c'est-à-dire la baisse du risque spécifique de la société, devant entraîner une substitution de la capitalisation boursière à la dette. Naturellement, ce pari est très lié à l'environnement économique qui doit être porteur pour que l'effet de levier soit positif, c'est-à-dire pour que l'on « s'enrichisse en s'endettant ». Ce pari nous semble très raisonnable à l'heure actuelle, dans la mesure où les économistes nous annoncent une reprise au cours des douze-dix-huit mois.

Il existe de nombreuses façons de mesurer l'effet de levier ; nous avons retenu un indicateur spécifique, s'agissant de la croissance externe : l'accroissement de dette (ou réduction de liquidités) occasionné par la croissance externe, divisé par l'autofinancement cumulé sur la période 1988-1991 (période intégrant un cycle économique complet) : Un ratio de 100 signifie que la société rembourserait toute sa dette contractée pour la croissance externe, en quatre ans, en supposant que tout son autofinancement soit utilisé au désendettement — ce qui est un cas de figure très théorique.

LA CROISSANCE EXTERNE DES ENTREPRISES FRANÇAISES

LES SOCIÉTÉS DONT L'ACCROISSEMENT DE LA DETTE A ÉTÉ LE PLUS IMPORTANT PAR RAPPORT À L'AUTOFINANCEMENT...

Sociétés	Accroissement de dette Total autofinancement 1988-1991 en %
Schneider	185
Ciments Français	144
Pinault	141
Cap Gemini Sogeti	115
Galeries Lafayette	112
BSN	111
Pechiney	107
Hachette	105

LES SOCIÉTÉS DONT L'ACCROISSEMENT DE LA DETTE A ÉTÉ LE PLUS LIMITÉ PAR RAPPORT À L'AUTOFINANCEMENT...

Sociétés	Accroissement de dette Total autofinancement 1988-1991 en %
Synthelabo	(pas d'accroissement de dette) 0
Alcatel Alsthom	11
Moulinex	15
La Redoute	20
Promodes	25
Beghin Say	29
Thomson CSF	30
Saint-Gobain	35

103

Les trois sociétés qui ont eu recours le plus à la dette, et qui donc, bénéficient le plus de l'effet de levier, sont : Schneider, Ciments Français, et Pinault. Il leur faudrait, en théorie, consacrer six années d'autofinancement, au moins, pour rembourser la dette contractée pour financer les opérations de croissance externe.

Deux remarques doivent être faites à ce niveau. Premièrement, le désendettement total n'est pas une fin en soi, car se désendetter, c'est aussi casser l'effet de levier futur. Deuxièmement, le désendettement se réalise aussi grâce à l'écoulement du temps, simplement par réduction du poids relatif de l'endettement dans le total bilan.

Un des risques boursiers que l'on associe souvent aux sociétés endettées, c'est le risque d'augmentation de capital, le risque de dilution. L'augmentation de capital a ses conséquences techniques habituelles, effectivement peu favorables au comportement du titre à court terme, mais le vrai danger, c'est la dilution du bénéfice par action futur.

En terme boursier, le « coût du capital » est l'inverse du PER : c'est sa comparaison avec la rentabilité normalisée des fonds propres, qui permet de juger d'un éventuel effet de dilution en cas d'augmentation de capital.

Sociétés	Rentabilité normalisée des fonds propres (1995)	1/PER 95 normalisé
Schneider	21,0	13,5
Ciments Français	28,0	20,0
Pinault	19,0	15,0
Cap Gemini Sogeti	28,0	10,0
Galeries Lafayette	13,0	10,0
BSN	14,0	7,5
Pechiney	11,0	17,0 (*)
Hachette	9,5	14,0 (*)

(*) Importance dilution possible.

Il apparaît que parmi les sociétés à fort effet de levier, seules Pechiney et Hachette subiraient un effet de dilution significatif en cas d'augmentation de capital.

Le deuxième pari boursier, associé au vaste mouvement de croissance externe financé par les groupes français, est beaucoup plus qualitatif que le premier. Il concerne l'image boursière des titres, qui souvent justifie des niveaux d'évaluation durablement élevés. La question est ici de savoir si les modifications majeures de portefeuille d'activités ou l'accession à un statut de leader, sont de nature à bouleverser, à moyen terme, l'image boursière des titres en question, dans le sens d'une évaluation plus généreuse.

Il est ainsi utile de qualifier les opérations de croissance externe dans le cadre de la typologie suivante :

- certains groupes ont largement modifié leur portefeuille d'activités, ce qui est de nature à modifier radicalement leur image boursière, donc leur évaluation relative au marché... Il s'agit surtout d'Imetal, de Pinault et de Rhône-Poulenc ;
- d'autres ont suivi une ligne industrielle très pure, en procédant à une intégration horizontale ; on ne peut véritablement escompter un changement

d'image... Il s'agit de : Ciments Français ; Galeries Lafayette ; Institut Mérieux ; La Redoute ; Legris ; Moulinex ; Promodes ; Saint-Gobain ; SEB ; Thomson CSF, etc. ;

— d'autres encore ont conforté une position de numéro un mondial ou européen, ce qui ne devrait *a priori* pas bouleverser leur image et donc leur évaluation relative... On peut citer : Alcatel Alsthom ; Lafarge Coppée ; Michelin ; Carrefour ; BSN ; CAP Gemini Sogeti ;

— enfin, trois sociétés ont conquis une position de numéro un mondial dans leur métier ou dans leur spécialité, ce qui devrait augmenter sensiblement leur valorisation relative au marché : Accor, Legrand et Schneider.

Comment quantifier ces différents paris ?

Nous avons choisi une méthode assez classique, qui consiste à déterminer un PER relatif au marché « normal » pour chaque titre, puis de lui appliquer le bénéfice par action estimé pour l'exercice 1995. Concernant le pari « effet de levier », ce PER relatif est tout simplement le constat du passé ; une moyenne sur très longue période incluant les hauts de cycle.

Sociétés	PER relatif A estimé à 3 ans	PER absolu 1995 (**)
Ciments Français	0,75	10,5
Pechiney	0,50	7,0
Lafarge Coppee	0,75	10,5
Imetal	0,75	10,5
Legris Industries	0,60	8,5
Saint-Gobain	0,66	9,0
Michelin	0,70	10,0

105

(*) Moyenne sur longue période (cinq ans au moins, intégrant les hauts du cycle).
 (**) Hypothèse : le marché conserve le même PER à moyen terme.

Concernant le pari qualitatif de changement d'image, c'est l'analyste spécialiste du titre qui a déterminé le PER relatif, qui a essayé de quantifier, à un horizon de trois ans, le changement d'image boursière qui devrait marquer la carrière boursière du titre.

Sociétés	PER relatif estimé à 3 ans	PER absolu
Pinault	1/1,10	15
Rhône-Poulenc	0,80	11
Accor	1,50	21
Legrand	1,25	17
Schneider	1,10	15

Le cours objectif à moyen terme dépend de l'évolution du PER et du bénéfice par action. Il permet de déterminer une plus-value annuelle, enjeu du pari. Autour de 10 %, la pari n'est pas véritablement intéressant (on dirait aussi que le titre est correctement évalué) ; au-delà de 15 %, le pari devient digne d'intérêt.

Concernant les sociétés qui ont besoin de croissance pour bénéficier de l'effet de levier, les plus-values annuelles implicites sont très élevées sur : Ciments Français, Lafarge Coppée et Imetal...

106

Sociétés	Cours actuel (F)	Evolution du PER du BN (de 1992 à 1995) (%)		Cours- objectif (à 3 ans) (F)	Var. Ann. moyenne (%)
Ciments français	470	- 50	+ 200	730	+ 16
Pechiney	370	- 63	+ 200	410	+ 3,5
Lafarge Coppee	384	- 33	+ 160	684	+ 21
Imetal	341	- 16	+ 109	590	+ 20
Legrès Industries	455	- 20	+ 52	535	+ 5,5
Saint-Gobain	592	- 33	+ 95	790	+ 10
Michelin	220	- 15	+ 50	280	+ 7

En revanche, au nom d'un pari sur l'effet de levier amplifié par la croissance externe, Pechiney, Michelin, Legris et dans une moindre mesure, Saint-Gobain, sont peu attractives.

Concernant les sociétés qui pourraient bénéficier d'un changement d'image boursière, les plus importantes plus-values pourraient revenir à Pinault, Schneider, Accor et Legrand :

LA CROISSANCE EXTERNE DES ENTREPRISES FRANÇAISES

Sociétés	Cours	Evolution		Cours-	Var. Ann.
	actuel	du PER	du BN	objectif	moyenne
	(F)	(de 1992 à 1995)	(%)	(à 3 ans)	(%)
Pinault	370	- 10	+ 97	668	+ 22
Accor	790	+ 7	+ 60	1 360	+ 20
Legrand	4 930	- 5	+ 44	6 850	+ 12
Schneider	760	- 50	+ 174	1 460	+ 24

ANNEXE

L'ÉCHANTILLON RETENU

Acheteur	Sociétés achetées
Accor	Motel 6, Wagons lits
Alcatel Alsthom	Rokwell, Telettra, Alcatel NV...
Beghin Say	Ducros, Eridania...
Bongrain	P. Renard, Alta Dena, Potel et Chabor, Hirz...
BSN	Galbani, Nabisco Brands, Volvic...
Cap Gemini Sogeti	Hoyskins, Programator...
Carrefour	Euromarché
Casino	La ruche méridionale
Ciments Français	CCB, F y M, Moreau...
Galerias Lafayette	Nouvelles Galeries
Générale des Eaux	Water Authories...
Hachette	Grolier, Diamondis...
Imetal	Financière d'Angers, Gelis, France Alpha...
Institut Mérieux	Connaught
La Redoute	Imperial Stores
Lafarge Coppee	Karsdorf, Parker, Pradier, Graton
Legrand	Ticcino
Legris	Century 2
Michelin	Uniroyal Goodrich
Moulinex	Krups
Pechiney	ANC
Pinault	Printemps, Conforama, CDME...
Promodes	Plazza, Dirs, Codec
Synthelabo	Delalande, Delagrangé
Rhône-Poulenc	RTZ Chemicals, Rorer, GAF...
Saint-Gobain	Norton, Solaglas
Schneider	Télémechanique, Square D
SEB	Rowenta
Thomson CSF	Filiales de Philips, Ferranti-Thomson Radar, Link-Miles...