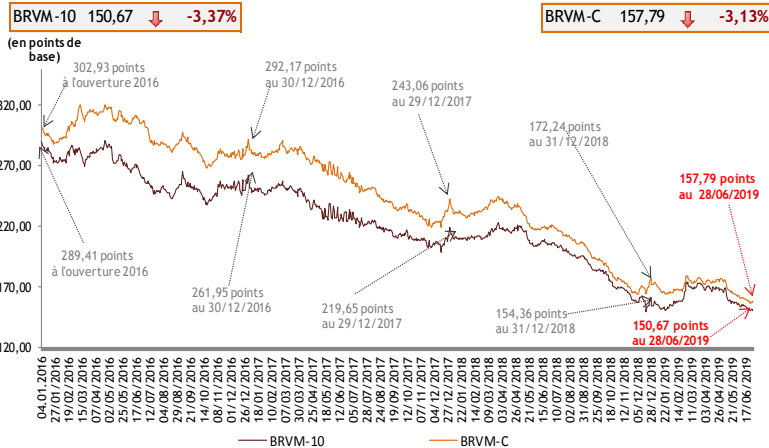


LE MARCHE BOURSIER DE L'UEMOA EN JUIN 2019

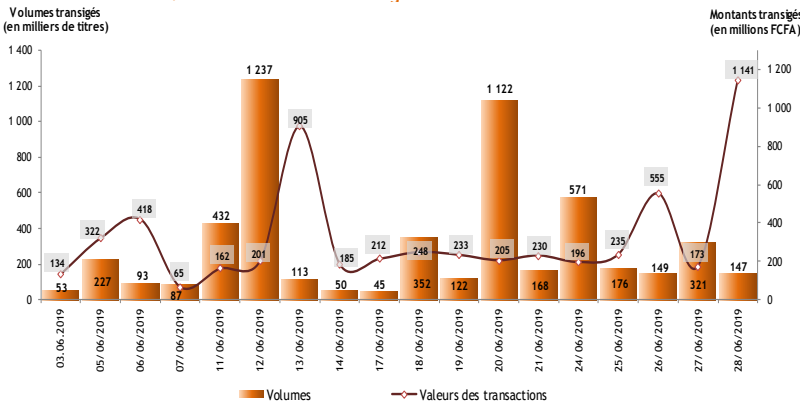
LES PERFORMANCES DU MARCHE

Valeur totale des transactions (FCFA)	14 118 796 398
Volume transigé (titres)	6 293 406
Capitalisation/ Actions (FCFA)	4 699 048 360 472
Capitalisation/ Obligations (FCFA)	3 710 336 442 770
Price Earning Ratio (PER) moyen (x)	8,36
Ratio de liquidité moyen	22,97%

Evolution des indices



Volumes et valeurs transigés sur le marché Actions



COMPARTIMENT-ACTIONS DE LA BRVM

Les cinq (5) plus fortes hausses du mois

Titres	Var. mens.	+ Bas	+ Haut	Clôture	Valeurs transigées
NEI-CEDA CI	▲ +22,92%	230	295	245	11 459 370
SAFCA CI	▲ +9,09%	275	300	280	215 500
CORIS BANK INTER. BI	▲ +8,53%	7 600	8 400	7 600	78 601 405
BICICI	▲ +5,88%	4 400	4 730	4 600	13 444 520
BANK OF AFRICA BF	▲ +5,33%	3 715	4 000	3 750	51 748 040

Les cinq (5) plus fortes baisses du mois

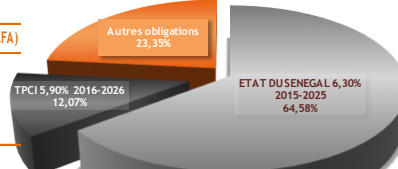
Titres	Var. mens.	+ Bas	+ Haut	Clôture	Valeurs transigées
CROWN SIEM CI	▼ -28,33%	210	300	245	886 475
NESTLE CI	▼ -24,34%	715	945	780	2 873 555
BOLLORE AFRICA LOC	▼ -24,32%	1 400	1 760	1 760	34 507 795
BANK OF AFRICA ML	▼ -19,42%	1 885	2 290	2 240	39 241 295
CFAO CI	▼ -19,09%	415	540	520	10 177 510

COMPARTIMENT-OBLIGATIONS DE LA BRVM

Les lignes les plus actives du mois

Titres	Volumes	Montants transigés (FCFA)
ETAT DU SENEGAL 6,30% 2015-2025	533 545	5 359 310 774
TPCI 5,90% 2016-2026	100 164	1 001 629 600
Autres obligations	196 536	1 937 633 520
Cumul	830 245	8 298 573 894

Répartition des transactions en valeur



Physionomie du marché en juin 2019

Le marché régional a encore fait grise mine au cours du mois de juin 2019

Le marché régional a connu quelques turbulences au terme des 6 premiers mois de l'année 2019. En effet, après une reprise en force (pic de 7,54% au 28 février 2019), la bourse régionale a marqué le pas durant les mois de mars et avril, évoluant au rythme des premières publications financières des sociétés cotées, avant de s'effondrer sur les deux derniers mois du 1^{er} semestre 2019. Le mois de juin 2019 a accueilli les dernières assemblées générales des sociétés cotées, mettant ainsi fin à la vague des publications annuelles. Les chiffres communiqués indiquent globalement une bonne tenue des activités des sociétés cotées au titre de l'exercice 2018. Mais contre toutes attentes, la plupart des secteurs du compartiment-Actions se sont inscrits dans le rouge, faisant ainsi basculer les performances mensuelles des deux indices phares du marché régional largement en dessous des 160 points (niveau atteint en novembre 2012). L'indice BRVM-Composite s'est délesté de 5 points sur le mois de juin à 157,79 points, ramenant ainsi son déficit semestriel 2019 à -8,39% [quasiment identique à celui affiché sur la même période en 2018 (-8,93%) et en 2017 (-8%)].

L'indice BRVM-10 a également affiché un parcours terne en juin, enregistrant des contreperformances mensuelles et semestrielles, respectives de -3,37% et -2,4%.

En revanche, le rythme des échanges, en juin 2019 sur la place boursière régionale, a connu une forte amélioration, avec une moyenne quotidienne évaluée à 784,37 millions FCFA contre 667,96 millions FCFA/jour le mois précédent. Sur les six premiers mois de l'année 2019, le volume global des échanges s'est établi à plus de 67,47 milliards FCFA contre 146,44 milliards FCFA un an plus tôt. La contribution mensuelle du compartiment-Actions au volume global des échanges sur la BRVM a été de 41,2% (contre 50% le mois précédent) et de 59,3% sur l'ensemble des six premiers mois de l'année 2019.

Dans une telle configuration, la capitalisation boursière du marché régional en juin 2019 est ressortie à 8 409,38 milliards FCFA, cédant ainsi 0,68% par rapport au mois de mai 2019 (8 466,6 milliards FCFA) et 11% par rapport au 29 juin 2018 (9 460,4 milliards FCFA).

Brèves du Compartiment-Actions

Poursuite de la purge des titres et forte érosion de la volumétrie en juin 2019

La vague de corrections observée sur le Compartiment-Actions durant le mois de mai 2019, a été moins accentuée au cours de ce mois de juin; les investisseurs attendant certainement la fin des assemblées générales des entreprises cotées pour orienter leurs choix stratégiques dans le cadre de la mise en place de leurs portefeuilles. Tous les secteurs du marché ont évolué en territoire négatif (les plus forts replis ayant été observés au niveau des secteurs «TRANSPORT» (-23,8%) et «AGRICULTURE» (-7,6%)) appuyés par une balance des variations des cours significativement tirée vers le bas (31 valeurs en baisse contre seulement 12 hausses). Malgré les replis observés au niveau des différents compartiments sectoriels de la BRVM, les indicateurs de performances du marché sont restés meilleurs comparés à leurs niveaux d'un an auparavant: le taux de rendement moyen du marché est ressorti à 8,07% au terme du 1^{er} semestre 2019 (contre 6,41% un an auparavant), alors que le marché monétaire proposait une moyenne de 6,21% pour les émissions par adjudication (bons et obligations confondus) sur la même période. Le PER moyen du marché s'est établi à 10,55x à fin juin 2019 contre 13,35x au 29 juin 2018. En 2019, en raison de la bonne tenue de leurs activités, 14 sociétés pourront distribuer des dividendes contre 12 en 2018.

Dans un tel contexte, le rythme des échanges du mois de juin a connu une forte décélération (-22%), ramenant l'enveloppe brassée sur le compartiment à 5,8 milliards FCFA (soit un flux quotidien moyen de 323 millions FCFA, quasi-identique à celui du mois précédent) et à 40 milliards FCFA sur l'ensemble du premier semestre 2019 (contre 118 milliards FCFA sur la même période un an auparavant).

Le mois de juin a été favorable au titre NEI-CEDA CI qui s'est octroyé la meilleure performance du marché avec une forte plus-value de +22,57%. Les investisseurs ont en effet, bien accueilli les chiffres publiés par NEI-CEDA au titre de l'exercice 2018, qui ont mis en évidence un profit net de 774,8 millions FCFA. Le titre SAFCA CI s'est, par la suite, hissé dans le peloton de tête avec une performance mensuelle de 9,09% à 280 FCFA. En revanche, l'action de la société CROWN SIEM a durement été sanctionnée (avec une décote mensuelle de 28,33%) pour sa perte nette enregistrée (-74 millions FCFA) au titre de l'exercice 2018.

En conséquence, la capitalisation boursière du Compartiment-Actions de la BRVM s'est dégradée de 3% à plus de 4 699 milliards FCFA, par rapport au mois de mai et de 25% par rapport à son niveau de fin juin 2018 (6 225,7 milliards FCFA).

Brèves du Compartiment-Obligations

Regain d'activité sur le compartiment et nette amélioration de la liquidité

Les transactions sur le Compartiment-Obligations de la BRVM en juin 2019 se sont focalisées sur 30 lignes obligataires contre 27 le mois précédent, drainant un montant global mensuel de 8,3 milliards FCFA (en hausse de 11,48% comparé au niveau réalisé au mois de mai 2019) et de 27,4 milliards FCFA sur l'ensemble du 1^{er} semestre 2019 (soit une contraction de 8% par rapport à la même période en 2018).

L'essentiel des transactions en valeur, sur le compartiment, a été concentré, pour plus de deux tiers, sur le titre «Etat du Sénégal 6,30% 2015-2025» (soit 64,58% de l'enveloppe globale transigée, correspondant à 5,36 milliards FCFA).

Cette bonne dynamique a permis à la capitalisation du compartiment-Obligations de se bonifier légèrement (+2,61%) à 3 710 milliards FCFA, comparée au mois précédent et de 14,7% par rapport à fin juin 2018.

Perspectives du marché

Fortes volatilités du marché au cours des prochains mois

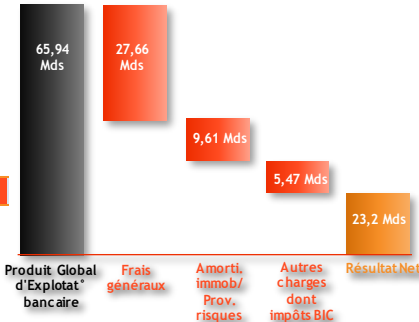
Les comportements assez contrastés des investisseurs à l'égard des publications des sociétés relatives à l'exercice 2018 et au 1^{er} trimestre 2019, semblent impacter négativement le marché régional. L'atonie observée sur les différents compartiments sectoriels de la BRVM et le léger repli des taux sur le marché monétaire depuis plusieurs semaines invitent à beaucoup de prudence et d'efficacité dans la sélection des titres afin de mieux profiter de la physionomie actuelle. Notons que les sociétés à haut rendement et moins volatiles ont la capacité d'accompagner les phases de hausses de marché, jouant un effet amortisseur lors des phases de choc en offrant un couple rendement risque optimal. Il serait opportun d'effectuer des filtrages en visant les sociétés à dividendes stables et pérennes, que l'on retrouve dans des secteurs tels que les finances, les télécoms, ou encore les majors pétrolières. Dans tous les cas, il faudrait s'attendre à ce que la bourse régionale reste sur un trend encore baissier au cours des mois à venir.

LES FONDAMENTAUX DE LA SOCIÉTÉ

Actionnariat de SIB CI

Actionnaires	Participations
Attijariwafa bank	51,00%
Etat de Côte d'Ivoire	5,00%
Attijari Ivoire Holding Offshore	24,00%
BLOC FLOTTANT BRVM	20,00%

Formation du résultat Net 2018



Répartition du Produit Net Bancaire

Les Marges	Valeurs 2018	% PNB
Marge d'intérêt	43 186 000 000	65,5%
Marge sur commissions	18 786 000 000	28,5%
Marge sur opérations financières	4 253 000 000	6,4%
PNB	65 941 000 000	100,0%

Présentation de la société et de son activité

La Société Ivoirienne de Banque (SIB) a été créée le 18 juin 1962 en vertu d'un protocole signé entre l'Etat Ivoirien, le crédit Lyonnais, la Deutsche Bank, la Banca Commerciale Italiana et la Morgan Guaranty Banking Corporation. Dans le cadre de l'accord conclu avec le groupe Crédit Agricole SA (France) portant sur l'acquisition par Attijariwafa bank (AWB), de la totalité des participations du Groupe Crédit Agricole S.A. dans son réseau de filiales d'Afrique de l'Ouest et d'Afrique Centrale, la Société Ivoirienne de Banque est devenue, depuis 2009, filiale du Groupe AWB à hauteur de 51%.

Dès sa création, la SIB a connu de profondes réorganisations afin de se conformer aux standards de gestion du groupe AWB. Elle a d'ailleurs connue 8 augmentations de son capital social qui est passé de 250 millions FCFA à sa création à 10 milliards FCFA depuis juin 2010. La banque a, depuis lors, entamé des projets de développement notamment à travers: (i) l'extension de son réseau; (ii) l'enrichissement et l'approfondissement de son fonds de commerces; (iii) la formation du personnel; et (iv) l'élargissement de la gamme des produits et services.

Avec plus de 810 collaborateurs, 323 812 clients et 63 agences à fin 2018 réparties entre 19 villes sur le territoire ivoirien, la Société Ivoirienne de Banque déploie un modèle de banque universelle et propose une offre diversifiée au service des clients Particuliers, Professionnels et Entreprises de toutes tailles (comptes de dépôt, produits d'épargne, crédits à la consommation et au logement, financements des investissements des entreprises, produits d'assurance, opérations de commerce extérieur, etc.). La gamme de services de la SIB s'est enrichie en 2014 avec le lancement de l'activité «Leasing», en synergie avec Wafabail, une autre filiale du Groupe Attijariwafa bank spécialisée dans le crédit-bail et leader sur son marché au Maroc.

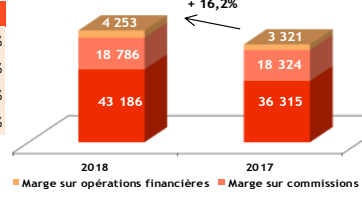
En Septembre 2015, le Groupe Attijariwafa Bank, à travers sa filiale Attijari Ivoire Holding Offshore SA, a procédé à l'acquisition de 39% du capital de la Société Ivoirienne de Banque (SIB) détenu par l'Etat de la Côte d'Ivoire. Cette participation s'est élevée à 24% après la réalisation de l'introduction à la BRVM en 2016 suite à une offre publique de vente portant sur 2 millions d'actions. La SIB est la 4ème banque commerciale ivoirienne admise sur la cote régionale après Société Générale Côte d'Ivoire, BICICI et BOA Côte d'Ivoire.

ACTIVITE ET SITUATION FINANCIERE EN 2017 ET 2018

Evolution de la situation financière 2017-2018

(En millions FCFA)	2018	2017	Var. (%)	T1-2019	T1-2018	Δ (%)
Produit Net Bancaire	65 941	56 747	16,2%	15 824	16 379	-3,39%
Résultat Brut d'Exploitation	35 360	29 212	21,0%	7 773	8 739	-11,05%
Résultat d'exploitation	28 665	26 850	6,8%	7 583	9 842	-22,95%
Résultat Net	23 200	22 530	3,0%	5 921	7 383	-19,80%

Evolution du PNB 2017-2018 (en millions FCFA)



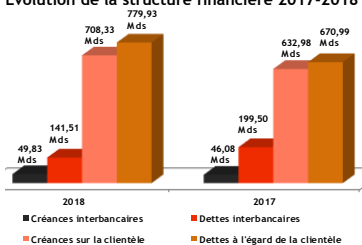
Quelques chiffres réalisés en 2017 et 2018

(En millions FCFA)	2018	2017	Var. (%)
Total bilan	1 069 787	989 868	8,1%
Prêts et créances sur la clientèle	708 332	632 985	11,9%
Opérations sur titres de placement	4 583	37 338	-87,7%
Dettes interbancaire	141 519	199 505	-29,1%
Dettes envers la clientèle	779 932	670 997	16,2%
Fonds propres	87 449	74 753	17,0%

Quelques ratios sur l'historique

	2018	2017	Var. (%)
Coefficient d'exploitation	41,9%	44,0%	-4,7%
Taux de marge nette	35,2%	39,7%	-11,4%
Coefficient de rentabilité	26,5%	30,1%	-12,0%

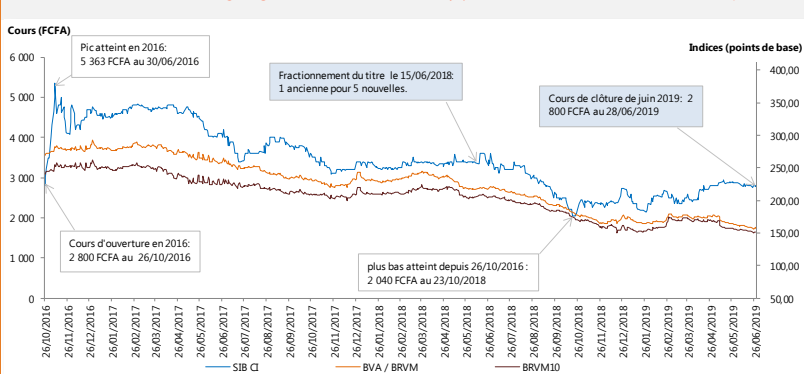
Evolution de la structure financière 2017-2018



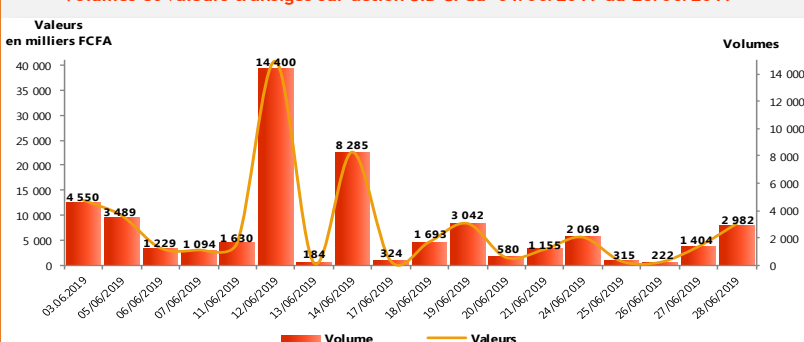
LE TITRE SIB CI SUR LA BRVM EN JUIN 2019

Capitalisation boursière (FCFA) :	140 000 000 000
Valeur d'entreprise (FCFA) :	140 616 634 675
+Haut du mois (03/06/2019) :	2 865
+Bas du mois (24/06/2019) :	2 750
Performances	SIB CI / BRVM-C
depuis début 2019 :	+3,7% / -8,4%
Ratios de valorisation	SIB CI / Marché
PER moyen au 28 juin 2019 :	6,03 x / 10,55 x
PBR moyen au 28 juin 2019 :	1,66 x / 2,05 x

Evolution du cours SIB CI vs Indices de la BRVM du 04/01/2016 au 28/06/2019



Volumes et valeurs transigés sur action SIB CI du 01/06/2019 au 28/06/2019



Quelques faits saillants sur l'activité

Des résultats appréciables acquis dans un environnement fortement concurrentiel et un contexte réglementaire très contraignant en 2018

Le secteur bancaire dans la zone UEMOA a évolué en 2018, dans un environnement réglementaire plus contraignant avec l'entrée en vigueur du nouveau référentiel comptable (PCB révisé) et du nouveau dispositif prudentiel issu des normes Bâle II et III. Par ailleurs, au cours du second semestre 2018, l'activité bancaire en Côte d'Ivoire a été durement secouée par la crise du secteur CAFE-CACAO, suite à la liquidation de la société SAF-CACAO, l'un des principaux acteurs de la filière. Cette liquidation a conduit l'ensemble des banques créancières (une douzaine, dont la SIB) à constituer des provisions de tout ou partie de leurs créances respectives détenues sur la société. La dynamique de l'économie ivoirienne a connu un léger repli en 2018, impactant l'activité des particuliers et des entreprises et leur capacité à épargner, à investir et à répondre aux critères devant leur permettre de bénéficier de financements.

Dans ce contexte difficile, marqué par les événements suscités, l'activité de la SIB CI a affiché des indicateurs de performances globalement meilleurs à ceux de l'exercice 2017. Ainsi, l'analyse des comptes publiés par la banque relative à l'exercice 2018, a mis en évidence: (1) un total bilan de 1 070 milliards FCFA (+8% par rapport à décembre 2017) suite au renforcement des ressources collectées (+16% à 780 milliards FCFA), grâce au développement du réseau (création de 3 agences) et à la consolidation des fonds propres (+29% à 90 milliards FCFA); (2) un accroissement de 16% du produit net bancaire à 65,9 milliards FCFA, avec une forte contribution de la marge d'intérêts (+14% par rapport à 2017) et une part significative des opérations de marché (en hausse de 59% à 14 milliards FCFA). Notons que l'activité de financement de la banque a fortement progressé, avec plus de 708 milliards FCFA de crédits distribués (contre 633 milliards FCFA en 2017).

La SIB a été très exposée, au cours de l'exercice, au risque de contrepartie aussi bien sur son portefeuille d'engagements directs que par signature donnée à sa clientèle. Le coût net du risque associé à ces engagements avec impact négatif sur le profit net de la banque s'est établi à plus de 6,69 milliards FCFA (contre 2,36 milliards FCFA en 2017 après retraitement comptable). Selon les dirigeants de la banque, la progression de 4,6 milliards FCFA enregistrée au niveau du coût net du risque, au terme de l'exercice 2018, est essentiellement liée à la politique d'assainissement du portefeuille et à la constitution réglementaire d'une provision pour créance douteuse relative à ses engagements en faveur du Groupe SAF-CACAO. Notons que le niveau de provisionnement des créances douteuses de la SIB (y compris les créances restructurées) à fin décembre 2018 a été d'environ 87%.

La progression du Produit Net Bancaire (PNB) a contribué à la légère amélioration du coefficient d'exploitation de la SIB qui est passé de 48,52% en 2017 à 46% à fin décembre 2018, malgré une remontée des frais généraux (+11%) à 30,5 milliards FCFA.

Ainsi, grâce à la bonne tenue de son activité et à une bonne maîtrise de ses coûts de gestion, la banque a clôturé l'exercice 2018 avec un résultat net de 23,2 milliards FCFA, en hausse de 3% par rapport au bénéfice net réalisé en 2017.

Brèves analyses de l'activité au 1er trimestre 2019

Le 1^{er} trimestre de l'année 2019 pour la SIB a été marqué par les travaux de mise en œuvre de son plan stratégique «IMPACT 2023» et un financement mitigé des cultures de rente telles que le Cacao et l'Anacarde, en raison de la baisse de leurs cours.

Ainsi, sur le 1^{er} trimestre 2019, les emplois de la banque (en progression de 6%, par rapport au 1^{er} trimestre 2018) a induit une hausse de la marge d'intérêts client de 4%, nonobstant une remontée sensible des charges financières sur la même période du fait de la hausse des dépôts à terme clients (DAT). Le résultat des activités de marché est ressorti en léger repli (-28%) réduisant sur la période sous revue le Produit Net Bancaire de la SIB de 3%.

Comportement boursier du titre SIB CI

Sur l'année 2018, le cours du titre SIB CI a enregistré une baisse moins accentuée (-20,6%) que le marché global (-29,1%) avant d'amorcer un léger redressement sur les 6 premiers mois de l'exercice 2019 (+3,7% contre un repli de 8,4% pour le marché). Depuis le 02/01/2019, le cours du titre a évolué autour d'une moyenne de 2 603 FCFA dans un intervalle très étroit, oscillant entre 2 150 FCFA et 2 940 FCFA.

Notons qu'après son admission sur la cote régionale le 27 octobre 2016, le titre SIB s'est vite mué en valeur de rendement en servant régulièrement des dividendes à ses détenteurs (dividendes nets unitaires de 186 FCFA au titre de l'exercice en 2017 et 252 FCFA pour 2018). Le titre a été cependant peu échangé au cours du mois de juin 2019 cumulant 136 millions FCFA (2,3% du flux global enregistré sur le marché) et 692 millions FCFA sur l'ensemble du 1^{er} semestre 2019 (1,7% du montant global transigé). Le rendement de l'action SIB au 28/06/2019 est ressorti à 9% (contre 8% pour le marché global et 6,5% pour le secteur «Finances»).

Perspectives et recommandations

Dans un contexte sectoriel difficile, couplé à une forte pression sur les capitaux propres (suite à l'entrée en vigueur du nouveau référentiel comptable (PCB révisé) et du nouveau dispositif prudentiel Bâle II et III) ayant nécessité des actions d'optimisation bilancielle, les résultats réalisés par SIB CI au titre de l'exercice 2018, permettent d'envisager de bonnes perspectives pour l'exercice 2019. La société continuera de bénéficier (i) du soutien indéniable du groupe AWB qui devrait se matérialiser à travers son plan stratégique «Impact 2023» se déclinant en 14 chantiers prenant en compte les problématiques liées à tous types de clientèle, (ii) des retombées de ses investissements réalisés les précédentes années, et (iii) du développement des relais de croissance par le déploiement de produits innovants. Bien que les plus-values sur ce titre ne sont pas énormes, son PER au 28/06/2019 de 6,03x (contre 6,06x pour le secteur FINANCES et 10,55x pour le marché) indique que cette valeur conserve un réel potentiel de croissance.

I. GENERALITES

Ce qu'on appelle la «valeur» d'une action en bourse n'est en réalité que l'un parmi deux moyens existants de déterminer son prix: C'est ce qu'Adam Smith appelait le prix naturel, par opposition au prix marchand, lequel est créé par l'action spontanée des intervenants sur le marché tandis que la valeur ou prix naturel correspond à un calcul reflétant une interprétation additive du prix. Le principe sous-jacent est qu'il est possible de décomposer le prix de la marchandise en un ensemble de prix correspondant à chacun de ses divers composants, et que le prix du tout (le «prix») doit équivaloir à la somme du prix des parties (la «valeur»), obligeant le premier à s'aligner tendanciellement sur la seconde.

Dans le cas d'une action boursière, une synthèse des différentes composantes de l'action est irréalisable. C'est donc par convention que la publication des résultats trimestriels d'une entreprise (qui autorise un calcul du prix des différents éléments constitutifs de l'action, à savoir ses dividendes futurs) débouche sur un réajustement du prix marchand du titre au niveau défini par l'interprétation additive de son prix qu'est sa valeur.

Les ressemblances et les dissemblances entre notre approche et l'interprétation du prix d'une action en termes de conventions restent à examiner.

Un titre de société coté en bourse (une «action») est censé avoir à tout moment, à la fois un prix et une valeur. On admet comme allant de soi que le prix est aisément déterminé alors que la valeur est plus difficile à établir. En séance, lorsque la bourse est ouverte, le prix de l'action est celui de son dernier règlement, c'est-à-dire celui de la transaction la plus récente, au cours de laquelle un paquet d'actions a changé de mains, le prix offert par l'acheteur ayant été identique à celui exigé par le vendeur. La prochaine transaction se traitera alors soit au même niveau soit à un niveau différent. Quoi qu'il en soit et d'ici-là, le cours de l'action sera celui de ce dernier règlement. En-dehors des séances, lorsque la bourse est fermée, le prix de l'action est son prix de clôture, à savoir, celui du règlement qui a immédiatement précédé la clôture quotidienne du marché.

La valeur d'une action est une affaire beaucoup plus complexe, et l'on pourrait se demander au vu du calcul, ce qui justifie de prendre toute cette peine. La raison en est que la valeur est considérée comme la vérité du prix et qu'il existe une loi cachée pour celui-ci de tendre vers elle.

II. LA VALEUR ACTUELLE DE L'ACTION OU DU «TITRE»

1. L'Action ou titre

Une action boursière est une part dans le capital d'une société. Un investisseur consent à se départir d'une partie de ses fonds, qu'il met à la disposition d'une entreprise comme une part additionnelle de son capital. En rétribution de cette avance, il recevra une part du profit supplémentaire que l'entreprise aura pu réaliser en raison de ces fonds additionnels.

Le cadre est celui du contrat dit de métayage, où le bailleur avance un certain capital à son métayer, à charge pour celui-ci de lui retourner une part de la plus-value qu'il aura extraite grâce à l'usage de ce capital. Les cas classiques mettaient en scène, par exemple, des champs comme capital et la récolte comme fruit du labeur, un bateau de pêche et les prises qu'il autorisait, un marais salant et le sel récolté, et ainsi de suite. La «part» perçue par l'actionnaire est le «coupon» associé au titre, exprimant le dividende versé à échéance régulière comme un certain pourcentage du prix de l'action. La valeur des dividendes versés par les compagnies à leurs actionnaires est à leur discrétion mais est en général indexée sur leurs recettes. Certaines sociétés ne versent cependant pas de dividendes.

2. La valeur actuelle de l'action ou titre

Le prix de l'action varie et on pourrait considérer que le bénéfice de l'actionnaire (ou sa perte) dépend essentiellement de sa plus-value, c'est-à-dire de la différence entre le prix de l'action au jour où il la vend et au jour où il l'avait préalablement acquise, auquel il faudrait ajouter, de manière accessoire, la valeur des dividendes perçus au fil des années. Il n'existe malheureusement aucun moyen connu de calculer a priori la plus-value future, ce que l'on exprime en général en qualifiant celle-ci de «spéculative».

La plus-value future étant a priori inconnaissable, la seule partie de la valeur de l'action que l'on puisse calculer est la valeur actuelle des dividendes à venir, en supposant bien sûr que leur valeur future soit déterminée avec beaucoup de précision. Le sens de la notion de «valeur actuelle» n'est donc pas évident mais un raisonnement simple permet de la saisir sans difficulté. Le concept central est celui d'escompte.

De façons simplistes, supposons que l'on place, sans y toucher, 100 € pour 10 ans, au taux de marché offert par les banques pour un investissement d'une telle durée, soit, 4%. À la fin de la première année ce compte vaudra 104 €: les 100 € initiaux, augmentés de 4% du principal, soit 4 €. De même, à la fin de la deuxième année, le compte vaudra 108,16 €, un chiffre qui représente 104% de 104 €, et au bout de dix ans, le calcul ayant été opéré de la même manière d'année en année, 142,33 €. Le calcul de la valeur actuelle d'une somme qui sera touchée à un moment futur est en fait, strictement l'inverse: sachant que je recevrai dans dix ans une somme de 100 €, quelle est sa valeur actuelle ou, autrement dit, quelle est la somme qui

de cette manière, c'est-à-dire en partant du futur et en revenant vers le présent, le taux utilisé est dit «taux d'escompte».

La réponse est 70,26 €.

Le raisonnement qui sous-tend l'idée est: un paiement à venir doit être situé dans la perspective où tout capital possède la capacité d'être placé et «rapporté» donc nécessairement avec le temps qui passe.

On peut recourir à un calcul identique pour l'ensemble des dividendes à venir d'une action avant d'en faire la somme. La suite est bien entendu infinie mais, comme on vient de le voir, plus un dividende est éloigné dans l'avenir, moins sa valeur actuelle est élevée et moins son impact est significatif dans le calcul de la somme totale.

Pour être tout à fait complet, il faudrait encore ajouter au montant ainsi obtenu, la valeur escomptée de la part de capital qui serait allouée à chaque détenteur d'action si la firme venait à disparaître. Ce montant peut être calculé sur la base de la valeur de la compagnie aujourd'hui, multiplié par la probabilité pour celle-ci de fermer ses portes au cours de chacune des années à venir.

Comme on a pu le constater, la valeur d'une action calculée de cette manière met en jeu un nombre élevé d'inconnues et leur liste ne s'arrête pas là puisque si le calcul des dividendes futurs se fait proportionnellement au prix de l'action, celui-ci devrait être lui aussi connu à chacune des échéances futures. De plus, il n'est pas certain non plus que le taux utilisé par la firme pour déterminer le dividende demeurera constant. Et ainsi de suite.

On l'aura compris, le calcul de la valeur d'une action comme somme de la valeur actuelle des dividendes futurs n'est pas une mince affaire et suppose, si l'on veut aboutir à un chiffre, de nombreuses simplifications.

En pratique, on maintient constante la valeur d'un grand nombre de caractéristiques, en leur attribuant leur chiffre actuel.

Les institutions financières emploient néanmoins des analystes qui calculent la «valeur» des actions de cette manière, comme un prix-plafond à ne pas dépasser dans l'achat de titres. Ils comparent la valeur de l'action calculée de cette manière au cours actuel du titre et recommandent alors d'en acheter davantage si le cours du jour est inférieur au chiffre obtenu pour la valeur, ou au contraire d'en vendre, s'il lui est supérieur.

3. Les recettes comme substitut des dividendes

Le calcul de la valeur actuelle est rendu quasiment impossible pour certaines compagnies qui ne versent pas de dividendes. Les analystes utilisent alors comme substitut au montant des dividendes celui des recettes trimestrielles de la société. Le raisonnement qui justifie cette substitution est que les sommes non-distribuées sont réinjectées comme capital dans la société, contribuant ainsi à son expansion future et ne manqueront pas un jour de se concrétiser en dividendes. L'argumentation est spéculative à plus d'un titre, ce qui ne l'empêche pas, comme c'est souvent le cas en science économique, de se retrouver sous la plume des auteurs les plus respectés. Ainsi, Jeremy Siegel, professeur de finance à la prestigieuse Wharton School de l'Université de Pennsylvanie, tient que «la politique que la direction des entreprises adopte en matière de dividendes importe peu. La raison en est que les dividendes qui ne sont pas versés aujourd'hui sont réinvestis par la firme et seront versés à l'avenir sous la forme de dividendes plus élevés» (Siegel 1998: 78).

III. L'INDEPENDANCE DU PRIX PAR RAPPORT AUX VOLUMES ECHANGES

Les éléments évoqués permettront de comprendre la dialectique subtile qui règle le rapport entre la valeur d'une action boursière et son prix. Un prix de règlement se crée en bourse, aussitôt qu'il y a rencontre au même niveau d'un prix demandé et d'un prix offert, et ceci quelque soit le volume échangé: il peut s'agir aussi bien d'un seul titre vendu ou de dix mille, et le cours de l'action s'établit à ce niveau. Si le volume offert et le volume demandé diffèrent, la transaction portera bien évidemment sur le volume le plus faible des deux.

Donc le volume de titres échangés est sans importance pour qu'un prix se constitue: il suffit qu'une action soit transférée pour qu'un prix de règlement soit apparu et certains des acteurs présents sur les marchés les manipulent en tirant précisément parti de l'indépendance du prix par rapport aux volumes échangés. Monroe Trout, un trader américain parmi les plus fameux expliquait l'une de ses stratégies fondée sur cette particularité: «Par exemple, si je suis long [acheteur] de mille contrats futures Standard & Poor's 500 et qu'il est onze heures trente à l'heure de Chicago, je vais probablement vouloir introduire une espèce d'ordre d'achat de volume décroissant, comme en acheter dix lots chaque fois que le marché baisse d'un tick, pour maintenir le marché dans ma direction. Un petit nombre de contrats suffira à ce moment-là de la journée pour soutenir le marché puisqu'il n'y a que peu de contrats échangés [il est 12 :30 h à New York et les négociateurs déjeunent] » (in Schwager 1992: 155). Un commentateur affirme dans le même sens qu'«Un trader du pit [la «corbeille»] peut commencer par vendre, bien que son intention soit en réalité d'acheter; la vente initiale peut amorcer une tendance à la baisse qui permet au trader de créer une position longue [acheteuse] à un prix moins élevé. De telles tendances sont communes mais de courte durée» (Daigler 1994 : 148).

-(La suite de l'article paraîtra dans le prochain mensuel d'Atlantique Finance)-

* Paul Jorion est un belge, anthropologue, sociologue et essayiste au monde de la finance. Ses essais portent surtout sur l'économie capitaliste, la finance et l'avenir de l'humanité
Cet article illustre la théorie présentée dans "Le rapport entre la valeur et le prix"

Avertissements

Ce présent bulletin est diffusé à titre purement informatif et ne constitue, en aucune façon, un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers à la BRVM. Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière évoquée dans ce bulletin, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale. Les performances passées et données historiques ne constituent, en aucun cas, une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni Atlantique Finance, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.