

## Fiche technique Fairness Finance n°0

### Glossaire

Retrouvez, ci-après les définitions des termes utilisés sur notre site et dans nos fiches techniques.

- **A dette nulle** : qualifie tout indicateur financier calculé en neutralisant l'effet de l'endettement financier. Par exemple, le résultat net à dette nulle est équivalent à un résultat opérationnel après impôt, ou encore, la valeur d'entreprise à dette nulle équivaut à la valeur des fonds propres en l'absence de dette financière et d'actifs hors exploitation.
- **Approche APV** : l'approche APV (« adjusted present value ») consiste à ajuster les flux prévisionnels d'un risque quelconque, en particulier celui qui résulte de l'endettement, plutôt que d'ajuster le taux d'actualisation. Pour tenir compte par exemple de l'endettement financier, les *cash flows à dette nulle* sont majorés de l'effet positif des économies d'impôt sur intérêts d'emprunt (« tax shield ») et diminués i) de l'effet négatif de l'endettement sur le risque systématique (« le coût systématique du levier ») ainsi que des pertes probabilisées en cas de défaut (« le coût de défaut du levier »). Cf. note n° 5.
- **Bêta** : au sens du *MEDAF/CAPM*, le bêta, ( $\beta$ , ou coefficient de risque systématique), est la variable qui détermine l'espérance de rendement d'un actif financier risqué. Chaque bêta sectoriel fourni sur notre site est calculé à partir des rendements mensuels sur trois ans du portefeuille agrégeant les sociétés dudit secteur. Ces rendements correspondent à la moyenne des rendements des sociétés composant le portefeuille, pondérée par leurs capitalisations boursières prévalant avant le calcul de chaque variation de cours. Cf. note n° 6.
- **Bêta à dette nulle** : le bêta à dette nulle se déduit du *bêta* observé en bourse (lequel est affecté par le levier d'endettement de la société), par application de la formule que nous devons à Robert Hamada (1972), laquelle établit le lien entre le levier d'endettement et le risque systématique d'une action. Pour les sociétés en excédent de trésorerie disponible, ladite trésorerie est considérée comme un actif sans risque, distribuable après impôt. Cf. notes n° 5 et n° 6.
- **Biais de prévision** : selon le *MEDAF*, les flux prévisionnels concourant aux rendements anticipés des actions sont des espérances mathématiques. Or, les prévisions de cash flows dont nous disposons sont quasi-exclusivement des espérances conditionnelles en cas de survie des sociétés. Elles ne tiennent pas compte de leurs probabilités de défaut, lesquelles ne sont négligeables que pour une infime minorité d'entre elles (bénéficiant de l'équivalent d'une notation AAA). Par ailleurs, les prévisions en cas de survie sont elles-mêmes entachées d'un biais optimiste. Ceci explique que *l'espérance de rendement du marché* soit inférieure au *coût implicite du capital* que nous calculons, lequel corrige ces biais de prévision. Cf. fiche n° 3.
- **CAPM/MEDAF** : le «Capital Asset Pricing Model», (ou Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers), définit l'espérance de rendement d'un titre financier risqué,  $E(R_i)$ , par une relation linéaire dans laquelle *le bêta*,  $\beta_i$ , est la variable explicative, la *prime de risque MEDAF*,

## Fiche technique Fairness Finance n°0

$\Pi_R$ , est la pente, et où le *taux sans risque*,  $r_f$ , est l'ordonnée à l'origine de cette droite :

$$E(R_i) = \beta_i \times \Pi_R + r_f$$

Il convient de préciser que le bêta du marché étant égal à 1, l'*espérance de rendement* de ce dernier est égale à la somme de la *prime de risque MEDAF* et du *taux sans risque*. Le MEDAF requiert que les flux qui concourent à la formation du rendement anticipé soient des espérances mathématiques. Si tel n'est pas le cas, le *coût du capital* exigé pour actualiser les flux anticipés est différent de l'*espérance de rendement*.

Cf. fiche n° 1.

- **Cash flow à dette nulle** : *FCF* (firm cash flow ou cash flow d'exploitation). A la différence du *cash flow libre pour l'actionnaire*, il se calcule sans tenir compte des frais financiers après impôt, ni de la variation de l'endettement net. *FCF* est utilisé dans un DCF actualisé au *WACC/CMPC* ou dans l'*approche APV*. Cf. fiches n° 1 et n° 5.
- **Cash flow libre pour l'actionnaire** : *ECF* (equity cash flow) est le flux de trésorerie libre pour l'actionnaire. Il correspond à la CAF ajustée de la variation du BFR, des investissements nets de produits de cession d'immobilisations et de la part de ces emplois marginaux pouvant être financée par endettement (compte tenu d'un levier cible par exemple). *ECF* ne peut être durablement supérieur au résultat net d'une société, sans quoi ses capitaux propres deviendraient négatifs. Par ailleurs, il peut être tenu compte d'un réinvestissement en capitaux propres lorsqu'il existe une contrainte prudentielle, laquelle est intégrée dans notre modèle de calcul des flux prévisionnels pour les secteurs de la banque et de l'assurance. Cf. fiche n° 2.
- **Coût implicite du capital** :  $k_L$  est le TRI qui égalise la valeur présente actualisée des *cash*

*flows libres pour l'actionnaire* et la capitalisation boursière de chacune des sociétés de nos échantillons. La moyenne de ces TRI, pondérée par les capitalisations, constitue le coût implicite du capital du marché. C'est le rendement exigé en moyenne pour l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Comme ces flux sont entachés de *biais de prévision*, le coût implicite du capital est supérieur à l'*espérance de rendement du marché*.

Cf. fiches n° 2 et n° 3

- **Espérance de rendement du marché** :  $E(R_M)$  est le rendement anticipé du marché – actions, tel qu'il résulte de notre modèle de *coût implicite du capital* fondé sur les prévisions de cash flows des analystes financiers (« sell side »). Dans la mesure où les prévisions de cash flows ne sont pas de strictes espérances mathématiques, l'espérance de rendement du marché est différente du *coût implicite du capital* du marché. Dans le modèle Fairness Finance, l'espérance de rendement du marché est égale à la somme de la *prime de risque MEDAF* et du *taux sans risque* :  $E(R_M) = \Pi_R + r_f$  ; ou au *coût implicite du capital* diminué de la *prime de risque de défaut* et de la *prime de risque pour biais d'optimisme* ;

$$E(R_M) = k_L - \Pi_d - \Pi_O$$

Cf. fiches n° 2 et n° 3.

- **MEDAF/CAPM** : voir CAPM/MEDAF.
- **Prime de risque pour biais d'optimisme** :  $\Pi_O$  est une prime de risque additionnelle qui corrige un *biais de prévision* systématique de la part des analystes financiers (internes et externes). En effet, les prévisions que nous utilisons, qui sont en général établies en cas de survie de la société (non retraitées du risque de défaut), sont par ailleurs trop optimistes. Cette prime de risque corrige ce biais d'optimisme observé en moyenne dans les prévisions de cash flows des analystes. Toute prévision

## Fiche technique Fairness Finance n°0

raisonnablement optimiste doit ainsi se voir appliquer  $\Pi_O$ , i.e. la prime moyenne correctrice de ce biais pour l'ensemble du marché.

Cf. fiche n° 3.

- **Prime de risque de défaut** :  $\Pi_d$  est une prime de risque additionnelle pour risque de défaut qui corrige un *biais de prévision* systématique de la part des analystes financiers (internes et externes). Si les prévisions de flux d'une société ne sont pas probabilisées du risque de défaut, alors il convient de retenir  $\Pi_d$  dans le calcul du coût du capital.  $\Pi_d$  est la prime moyenne pondérée des sociétés de notre échantillon, ce qui correspond à une notation BBB.

Cf. fiche n° 3.

- **Prime de risque du marché** :  $\Pi_E$  ou « écart », est la différence entre le *coût implicite du capital* (TRI du marché),  $k_L$ , que nous calculons, et le *taux sans risque*,  $r_f$ . Dans le modèle Fairness Finance, la prime de risque du marché est égale à la somme de la *prime de risque MEDAF* stricto sensu, et des primes de *biais de prévision* que sont la *prime pour risque de défaut*,  $\Pi_d$ , et la *prime pour biais d'optimisme*  $\Pi_O$ .

$$\Pi_E = k_L - r_f = \Pi_R + \Pi_d + \Pi_O$$

Cf. fiche n° 3.

- **Prime de risque MEDAF** :  $\Pi_R$  est l'écart entre l'*espérance de rendement du marché* et le *taux sans risque* :  $E(R_M) - r_f$ . Dans le modèle Fairness Finance qui corrige les *biais de prévision*, l'espérance de rendement du marché est inférieure au *coût implicite du capital*.

Cf. fiche n° 3.

- **Prime de taille** :  $\Pi_L$  est l'écart de rendement positif exigé en moyenne entre une société de taille inférieure à la moyenne de l'indice de marché et le *coût implicite du capital* du marché,  $k_L$ . Selon la méthodologie Fairness Finance, il s'agit d'un écart résiduel qui ne

s'explique ni par le risque systématique (*bêta*), ni par le levier d'endettement.

Cf. fiches n° 3 et n° 4.

- **Taux sans risque** :  $r_f$  est le rendement des emprunts d'Etat à taux fixe in fine de maturité égale à 10 ans. Pour la zone Europe, il s'agit d'un panier d'obligations d'états de la zone Euro notées au minimum AA, et dont les rendements sont pondérés par la contribution de ces états au PIB de notre panier. Pour la zone Amérique du Nord, il s'agit des Treasury Bonds émis par l'Etat fédéral des Etats-Unis. Pour mémoire, les prévisions hors zone euro (notamment en livre sterling) sont converties en euro. De même, les données en dollar canadien sont converties en dollar américain.
- **WACC/CMPC** : « Weighted Average Cost of Capital » ou Coût Moyen Pondéré du Capital, il est égal à la moyenne du coût des fonds propres et du coût de l'endettement financier après impôt, chacune de ces deux composantes étant pondérée par sa part dans la valeur d'entreprise :

$$CMPC_i = k_{e,i} \times \frac{E}{VE} + k_{D,i} (1 - Tx) \times \frac{D}{VE}$$

Où  $CMPC_i$  désigne le coût moyen pondéré du capital de la société  $i$ ,  $VE$  la valeur d'entreprise de cette dernière,  $E$  la valeur de marché de ses fonds propres (telle qu'elle résulte du DCF),  $D$  le montant de l'endettement net,  $k_{e,i}$  le coût des fonds propres et  $k_{D,i}$  celui de l'endettement. Il est rappelé que ;

$$E + D = VE$$

Cf. fiche n° 1.