

Louvain School of Management
&
ICHEC Brussels Management School

Valorisation d'entreprise via l'analyse
fondamentale

Le cas d'EXMAR

Auteur : Charly Varewyck
Promoteur : Isabelle Platten

Année académique 2018-2019

Avant-propos

Mon attrait pour la finance a guidé bon nombre de mes choix tout au long de mon cursus universitaire. Je me suis dirigé, lors de mon master à la Louvain School of Management vers le programme organisé conjointement avec l'ICHEC et le présent mémoire est la dernière étape à franchir avant d'obtenir ce diplôme en finance avancée.

Au fil de mon cursus et des diverses expériences que j'ai entreprises, mon intérêt pour les marchés financiers s'est décuplé. De ce fait, un mémoire basé sur l'analyse fondamentale d'une action m'est apparu comme étant une réelle plus-value dans mon apprentissage.

J'ai pris énormément de plaisir à m'immiscer dans la peau d'un analyste financier et j'espère que vous en prendrez tout autant dans la découverte des fruits de mon travail

Remerciements

Je tiens à remercier tout d'abord ma promotrice madame Isabelle Platten pour m'avoir offert l'opportunité de réaliser mon mémoire sur ce sujet qui me tient à cœur.

Ensuite, mes remerciements vont aussi à la LSM qui m'a permis de construire et de développer les connaissances adéquates dans la réalisation de ce travail de fin d'étude.

Pour finir, je tiens à témoigner toute ma reconnaissance à l'ensemble des personnes ayant pris de leur précieux temps afin de m'apporter leur contribution qui s'est avérée essentielle.

Pour finir, je voudrais remercier ma famille pour son soutien sans faille tout au long de ces cinq années d'étude.

Table des matières

Introduction.....	1
Partie I : Revue littérature.....	3
I.1 Origine et description de l'analyse et la gestion financière.....	3
I.2 Particularité de l'analyse financière	4
I.3 Enjeux lors de la réalisation du diagnostic financier.....	4
I.4 Rôle de l'analyste financier	5
I.5 Analyse de valorisation.....	6
I.6 Processus de valorisation	7
I.7 Difficultés de la valorisation.....	8
I.7 Méthodes de valorisation	8
I.7.1 Actualisation des flux de trésorerie net (DCF).....	9
I.7.2 La méthode des multiples	10
Partie II : Etude du cas EXMAR	12
II.1 Descriptif	12
II.2 Analyse macro	13
II.2.1 Le marché	13
II.2.2 EXMAR dans le marché.....	14
II.2.3 Opportunités.....	14
II.2.3.1 Pays en voie de développement : nouveaux territoires à conquérir	14
II.2.3.2 Accord de libre-échange entre l'Europe et le Mercosur	14
II.2.3.3 Intérêt croissant du gaz naturel par rapport au pétrole.....	15
II.2.3.4 Bonnes perspectives pour les marchés	15
II.2.3.4.1 GNL (LNG)	15
II.2.3.4.2 GPL(LPG).....	16
II.2.4 Menaces.....	16
II.2.4.1 Stabilité politique menacée (PVD).....	16
II.2.4.2 Instabilité économique et commerciale	17
II.2.4.3 Menace climatique	17
II.2.5 Défis futurs	18
II.3 Analyse Micro	19
II.3.1 Actionnariat	19
II.3.2 Forces.....	19
II.3.2.1 Image de marque forte.....	19

II.3.2.1.1 Gage de qualité.....	19
II.3.2.1.2 Avant-gardisme et innovation	19
II.3.2.2 Anticipation et intégrations des enjeux mondiaux	20
II.3.2.2.1 Considération sociale	20
II.3.2.2.2 Enjeux écologiques	20
II.3.2.2.3 Tango FLNG	20
II.3.2.3 Adaptabilité	21
II.3.2.4 Diversification	21
II.3.3 Faiblesses.....	22
II.3.3.1 Situation financière	22
II.3.3.2 Impact des ruptures de contrat de grande envergure	22
II.3.3.3 Coûts liés à l’entretien indépendamment de l’utilisation des navires.....	22
II.3.4 Corporate Management	23
II.4 Stratégie	24
II.5 Historique Boursier	25
II.6 Analyse financière.....	27
II.6.1 Situation actuelle	27
II.6.2 Prévision des revenus.....	27
II.6.3 Imposition.....	28
II.6.4 Dividendes	29
II.6.5 Capex	29
II.7 Valorisation.....	30
II.7.1 Valorisation par les flux de trésoreries actualisés	30
II.7.1.1 WACC	31
II.7.1.1.1 Coût de la dette.....	31
II.7.1.1.2 Coût des capitaux propres (Cost of Equity).....	32
II.7.1.1.3 Ratio de dette/capitaux propres (Gearing Ratio)	32
II.7.1.2 Taux de croissance long terme	33
II.7.2 Valorisation par la méthode des comparables.....	34
II.8 Stress test de la Valorisation	37
II.9 Risques.....	39
II.9.1 Risques stratégiques.....	39
II.9.1.1 Risques de marché.....	39
II.9.1.2 Risques dus au climat politique étranger	39
II.9.1.3 Risques dus à la compétition	40
II.9.2 Risques Opérationnels.....	40

II.9.2.1 Risques liés à l'utilisation quotidienne des actifs	40
II.9.2.2 Dépenses opérationnelles	41
II.9.2.3 Vétusté des flottes	41
II.9.2.4 Actifs en construction	41
II.9.2.5 Emploi.....	42
II.9.2.6 Régulation	42
II.9.3 Risques financiers.....	42
II.9.3.1 Risque de contrepartie	42
II.9.3.2 Risque sur le financement	43
II.9.3.3 Taux d'intérêts	43
II.9.3.4 Réduction de valeur.....	43
II.10 Conclusion.....	45
III. Bibliographie	47
III. Annexes	54
III. 1. Bilan.....	54
III. 2. Compte de résultats.....	55
III.3. Graphique du taux sans risque	55
III.4 Beta.....	56

Introduction

EXMAR est entreprise avec plus de 200ans d'expérience dans le secteur maritime. Malgré l'expertise développée tout au long de son parcours, l'entreprise a connu une période d'extrême fragilité pendant presque deux ans (2016-2018). Beaucoup ont même cru voir cette entreprise couler en 2017, année où la crise était à son paroxysme. Pourtant, grâce aux analyses effectuées et retranscrites dans ce travail de fin d'étude, je suis à même de fournir une forte recommandation d'achat. En effet, j'évalue à 9.58euros le cours cible à un an pour l'entreprise. Cela correspond à un potentiel de hausse de près de 40% (39.7% plus précisément).

J'ai pu obtenir ce résultat en adoptant la méthodologie selon les deux phases suivantes ;

Premièrement une partie théorique consacrée à la revue littérature dans laquelle j'ai abordé la notion d'analyse financière dans son ensemble pour ensuite décrire la fonction d'analyste financier et enfin aborder la finalité de cette fonction : la valorisation. J'y décris les méthodes les plus fréquemment utilisées qui sont également celles que j'ai réalisées dans le cas pratique qui suit.

Deuxièmement une partie étude de cas pour laquelle j'ai opté pour une stratégie dite de l'entonnoir¹ articulée comme suit ;

Je débute le document par une brève explication de l'entreprise permettant de vous mettre, en tant que lecteur, dans le contexte en vous apportant les informations nécessaires à la compréhension de la suite.

Il s'ensuit d'une analyse macro-économique de l'environnement de l'entreprise et de la place de celle-ci au sein de ce marché et vis-à-vis de ses concurrents. Dans cette partie sont également mentionnées les opportunités que devra saisir EXMAR afin de perdurer dans le temps ainsi que les menaces auxquelles elle devra faire face dans un futur à court et moyen terme principalement.

Ensuite, je m'intéresserai à l'entreprise plus particulièrement, en détaillant son actionnariat ainsi qu'en analysant celle-ci le plus profondément possible afin de déceler ses forces ainsi

1 « Le principe de l'entonnoir stipule que la forme logique d'une problématique va du général au particulier. »
(Claude Goulet)

que ses faiblesses qui impacteront sans aucun doute les hypothèses que nous ferons pour évaluer le futur de l'entreprise.

En guise de conclusion intermédiaire, j'ai évalué les défis futurs comme étant la combinaison des analyses macro et micro.

Avant de développer l'analyse financière, je propose une analyse du cours de bourse de l'entreprise dans laquelle je détaille les événements marquants qu'a connu EXMAR et qui ont impactés (positivement ou négativement) la performance boursière de l'entreprise au cours du temps. Cela permet d'avoir un premier aperçu des risques potentiels inhérents à l'activité et donc d'émettre des hypothèses cohérentes et réalisables.

Le développement de l'analyse financière est scindé en deux parties. J'exposerai dans un premier temps la situation actuelle de l'entreprise pour ensuite développer mes hypothèses sur les éléments impactant (ou démontrant pour le cas des dividendes) la santé financière de l'entreprise que sont les revenus, les taxes, les dividendes et les dépenses en capital.

L'ensemble des analyses que j'ai réalisées dans les points précédents avaient pour objectif de créer des hypothèses fiables en vue de valoriser l'entreprise. J'ai scindé cette section valorisation en trois. Dans la première section, j'aborde la première méthode de valorisation que j'ai utilisé à savoir l'actualisation des flux de trésorerie. J'y détaille la méthodologie que j'ai utilisée pour parvenir à un prix cible et j'explique également les déterminants principaux de cette méthode que sont le WACC et le taux de croissance long terme. Dans la seconde section, je développe mon approche de valorisation via les entreprises comparables. Dans la troisième et dernière section de ce point valorisation, je justifie la pondération accordée à chacune de ces deux méthodes dans la détermination du prix cible finale qui sera la base de ma recommandation.

Je clôturerai ce document en abordant les risques. Deux types de risques seront abordés ; les risques concernant la valorisation que j'ai effectués (que je développerai via une analyse sensitive) d'une part et les risques liés à l'activité même l'entreprise d'autre part.

Bonne lecture...

Partie I : Revue littérature

L'objectif de cette revue littérature est d'obtenir une vue générale de la finance, son origine, le contexte dans lequel elle s'inscrit ainsi que les enjeux auxquels elle doit faire face. Nous verrons également quels sont les rôles les plus attendus d'un analyste financier sous l'hypothèse d'inefficience des marchés. Finalement nous définirons le processus de valorisation d'une entreprise ou de ses actifs avant de préciser les méthodes les plus adoptées à ce jour, méthodes qui seront également appliquées lors de la partie pratique de ce rapport.

I.1 Origine et description de l'analyse et la gestion financière

L'origine de « l'analyse financière » trouve son fondement dans la justification des décisions d'investissements des entreprises. Sa finalité étant de procurer une vision synthétique reflétant la situation économique présente d'une entreprise et ainsi d'aider à la prise de décision. Pour ce faire, l'analyse d'entreprise recouvre deux approches complémentaires : l'analyse financière et la gestion financière.

L'analyse financière est définie par Élie Cohen (1997) comme « *un ensemble de concepts, de méthodes et d'instruments qui permettent de formuler une appréciation relative à la situation financière d'une entreprise, aux risques qui l'affectent, au niveau et à la qualité de ses performances* ». L'analyse financière se caractérise donc comme la connaissance actuelle de la situation financière d'une entreprise dans l'objectif d'établir un diagnostic financier lui permettant d'évaluer sa solvabilité ainsi que sa rentabilité (Juhel, 2012). Celui-ci se réalise sur base du bilan et de ses comptes annexes (compte de résultat) et permet de justifier objectivement la politique économique générale de l'entreprise ainsi que l'allocation de ses différentes ressources. Ainsi, l'analyse financière permet d'apporter une appréciation globale sur les performances de l'entreprise et de mesurer l'atteinte des objectifs émis (Mahmoud, 2014).

La gestion financière, quant à elle, concerne les prévisions financières de l'entreprise dans l'objectif d'assurer sa croissance économique et d'optimiser ses investissements. Celle-ci recherche l'équilibre à moyen et long-terme en constituant les fonds nécessaires au bon fonctionnement des activités de l'entreprise afin d'assurer sa pérennité (Mahmoud, 2014).

Si nous devons distinguer les 2 analyses précédemment évoquées, l'espace-temps est l'unique et majeure différence des 2 approches : l'une se base sur l'état actuel des comptes (analyse financière), alors que l'autre se base sur son futur (gestion financière) (Juhel, 2012).

I.2 Particularité de l'analyse financière

Pour mener à bien une analyse financière, c'est-à-dire refléter correctement la santé économique de l'entreprise, celle-ci doit se réaliser dans « les règles de l'art ». Par « règle de l'art » nous entendons la prise en compte d'éléments aussi bien qualitatifs (positionnement, forces et environnement économique de l'entreprise) que quantitatifs (flux de trésorerie, bilan et compte de résultats). Ainsi et au vu de la multitude de paramètres, l'analyse financière « *apparaît comme une discipline rigoureuse, faisant appel à la rationalité du raisonnement et à des techniques avancées* » (Bayle&Schwartz, 2005). Ces diverses exigences ne suffisent, cependant, pas à établir une analyse financière complètement neutre. En effet, celle-ci dépend considérablement de la position et de la philosophie de celui qui la réalise. L'objectif poursuivi de l'analyse sera donc différent selon son commanditaire et émanera à des conclusions pouvant être distinctes (Chevallier & Miloudi, 2014).

I.3 Enjeux lors de la réalisation du diagnostic financier

Lors de l'établissement du diagnostic financier, l'analyste doit pouvoir intégrer à celui-ci deux assertions : tout d'abord : « La prise en compte exclusive de critères aux caractères économiques ne reflètera pas la réalité », ensuite : « L'asymétrie informationnelle demeure toujours un fait réel ».

Etablir un diagnostic financier ne se résume donc pas seulement à considérer des éléments d'ordre financier d'une entreprise dans le but d'évaluer sa santé économique. Celui-ci englobe également des données contextuelles, sectorielles et réglementaires. Les normes IAS/IFRS en sont l'exemple même, celles-ci attestent la transparence et l'harmonisation des méthodes de comptabilisation. Les dimensions sociales et environnementales d'une entreprise représentent, en outre, d'autres éléments non négligeables dans son diagnostic (Murcia, 2014). Ces diverses perspectives sont également à prendre en compte lors du processus de fixation de prix des actifs d'une société.

Ensuite et malgré l'essor d'internet, persiste encore des phénomènes d'anomalies tel qu'une asymétrie informationnelle qui est notamment due aux multiples conflits d'intérêts au sein de l'entreprise. C'est dans ce contexte particulier que l'analyse financière peut être décrite comme « *un modérateur des tentations opportunistes auxquelles les dirigeants sont exposés et un réducteur du risque moral qui affecte les investisseurs* » (Cohen, 1997).

I.4 Rôle de l'analyste financier

Les analystes financiers constituent un groupe d'acteurs majeurs dans nos marchés contemporains et c'est ainsi que les années 90 furent même baptisées « d'ère d'analystes » (Bayle & Schwartz, 2005). Dans le domaine de la bourse, le rôle de l'analyste financier est de pouvoir prédire les marchés ainsi que déceler les situations d'inefficiences lors desquelles les marchés ne reflètent pas le prix réel d'un titre. Dans son interprétation la plus extrême, l'efficacité des marchés conduirait à la mort certaine des analystes financiers puisqu'un marché est considéré comme efficace lorsqu' : « *un marché où se trouve en compétition un nombre important d'agents rationnels cherchant à maximiser leur profit, chacun cherchant à prévoir la valeur future de titres financiers, et au sein duquel l'information importante nécessaire est disponible pour tous les participants, presque gratuitement* » (Fama, 1965).

Selon la vision normative, l'analyste financier doit pouvoir remplir 3 rôles, délimitant le périmètre de sa fonction (Bayle & Schwartz, 2005). Ceux-ci se décrivent comme suit :

- Contribuer de manière efficace au bon déroulement des marchés des capitaux en repérant les potentiels écarts qui peuvent exister entre la valeur intrinsèque et le prix actuel d'un titre afin d'assurer l'équilibre des cours.
- Donner et produire des conseils avisés aux investisseurs sur les risques encourus afin de les aider dans le choix de leur détention d'actifs et ce sur base d'un ratio rendement/risque conforme à leurs préférences.
- Agir avec diligence afin de concourir au bon fonctionnement des activités de l'entreprise. Cela implique de fournir en temps réel, des informations pertinentes sur les perspectives de développement de l'entreprise.

En outre des différents rôles d'un analyste, son travail peut être segmenté en 3 parties : « *le recueil d'informations économiques et financières générales et d'informations spécifiques sur les sociétés suivies ; l'analyse de ces données et utilisation dans des modèles de prévision afin d'élaborer un objectif de cours (Target Price) et des recommandations associées et*

présentation de ces travaux aux clients (investisseurs, gestionnaires, buy-side) » (Bayle & Schwartz, 2005). L'articulation de ces différents rôles peut être représentée comme suit :

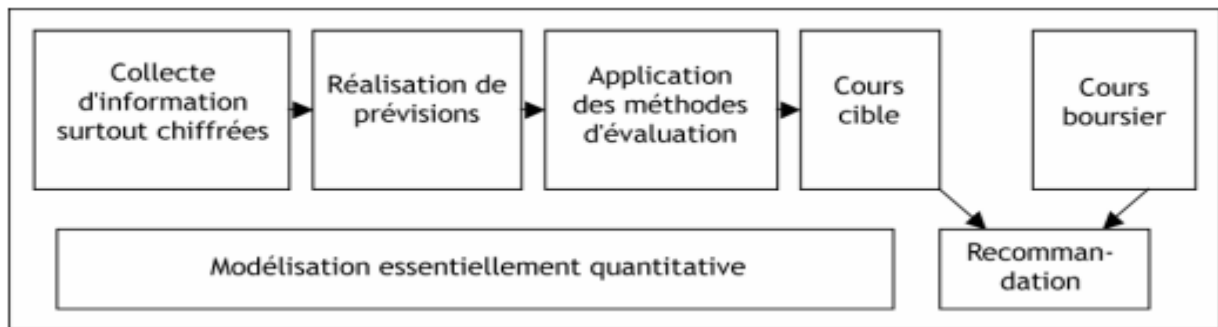


Figure 1 Modélisation des rôles de l'analyste financier (I. Chambost)

Au vu des nombreux rôles que doit pouvoir endosser un financier, la fonction d'analyste peut s'apparenter comme exigeante. En effet, avant même que les marchés ne s'ouvrent, l'analyste doit pouvoir émettre des recommandations et des réflexions. Le moindre évènement auquel fait face une entreprise cotée doit pouvoir être évalué, commenté et diffusé par l'analyste. De plus, le classement et l'évaluation des analystes sur base d'enquêtes rendues publiques renforcent davantage la pression à laquelle ils font faces.

I.5 Analyse de valorisation

La valorisation d'une entreprise consiste à établir la valeur financière d'une entreprise ou de ses titres sur base de ses résultats passés ainsi que sur son développement futur (Mataf). Pour ce faire, 2 types d'approches complémentaires peuvent être mobilisés dans le processus de prise de décision : l'analyse fondamentale et l'analyse technique.

L'analyse fondamentale a pour objet de dégager la valeur intrinsèque d'un titre, autrement dit de déterminer la valeur actuelle des futurs dividendes. Pour sa bonne réalisation, une étude de la situation générale de l'économie et des états financiers de l'entreprise est nécessaire. Cette étude se réalise essentiellement autour de ratios (de liquidité, de structure du capital, de gestion et de rentabilité) et d'indicateurs (indicateurs précurseurs, indicateurs retardataires et indicateurs simultanés ou coïncidents) permettant d'évaluer les risques encourus lors de l'achat de titres. Ainsi l'analyse fondamentale permet avant tout d'estimer la qualité d'un titre au travers d'une série de facteurs.

Si l'analyse fondamentale a comme avantage majeur de pouvoir indiquer une potentielle surévaluation ou sous-évaluation des actions actuelles, celle-ci peut s'avérer insuffisante

quant à l'estimation du moment le plus propice pour l'achat ou la revente de titres. C'est ici que l'analyse technique entre en jeu. L'analyse technique se base sur 3 fondements : les prix intègrent toute information à partir de l'instant t, les prix évoluent en tendance et l'histoire se répète (zone bourse). Cette approche qui souffre, cependant, cruellement de fondements scientifiques, se base sur l'interprétation des graphiques boursiers. Cette analyse prend en compte essentiellement 2 critères pour définir les tendances futures du marché : le prix et le volume. En d'autres termes, il s'agit de « *l'étude de l'évolution de l'offre et de la demande d'un actif financier à partir de sa représentation graphique et ce, dans le but de prédire son évolution future* » (zone bourse). Cette approche restera de l'ordre de la description puisque celle-ci n'interviendra pas dans la partie pratique de ce rapport.

I.6 Processus de valorisation

Estimer la valeur d'une entreprise revient à actualiser une série de flux financiers de sa valeur actuelle. Cependant, et en réalité, la valorisation d'une entreprise repose sur une analyse critique et approfondie en 5 phases (J. E. Pinto, E. Henry, T. R. Robinson & J. D. Stowe, 2007).

La première étape consiste à dégager une vision globale du champ d'activité, du périmètre stratégique et concurrentiel de l'entreprise. Cette première analyse servira de base quant aux prévisions des performances futures. La deuxième étape réside en l'élaboration d'hypothèses de prédiction sur les différentes voies possibles que pourra prendre les résultats de la performance de l'entreprise. Cette première phase de recherche est indispensable pour mener correctement une recommandation pertinente.

La troisième étape comprend la sélection et l'adoption in fine d'un modèle de valorisation cohérent basé sur des éléments de contextualisation qui caractérise le marché de l'entreprise. L'évaluation des résultats du modèle de valorisation constitue la quatrième étape. Celle-ci a pour but de convertir les prévisions données en une estimation. Finalement la cinquième et dernière étape consiste à donner une indication significative quant à l'achat de titres d'une entreprise particulière.

I.7 Difficultés de la valorisation

Si à premier abord la valorisation d'une entreprise peut sembler être une analyse facile à exécuter, la multitude de facteurs intervenant dans son calcul, peut rendre cette opération très vite complexe.

Premièrement, il existe actuellement plus de 90 modèles de valorisation. Le choix d'un modèle dépend de la méthode utilisée, celle-ci est orientée soit sur les résultats futurs, soit sur le passé de l'entreprise. L'utilisation d'une seule méthode est insuffisante dans la détermination d'un prix. De manière générale, l'utilisation de 3 modèles en moyenne est requise, permettant d'assurer la fiabilité et la validité de l'analyse.

Ensuite, la frontière entre objectivité et subjectivité peut s'avérer ambiguë. L'analyse de valorisation requiert le calcul d'un coefficient multiplicateur de l'EBITDA ; se situant entre 3,5 et 7,5 pour les PME par exemple et, qui lui, est complètement subjectif à définir (Hoogsteyn, 2018).

Finalement, pour aboutir à une valorisation correcte d'une entreprise, l'accès à plusieurs catégories d'informations est nécessaire : l'information privée des entreprises mais tenue secrète par ses dirigeants, l'information dont la publication est obligatoire et finalement l'information rendue publique tels que les données sectorielles. Néanmoins, certaines informations essentielles pour la valorisation peuvent être méconnues du marché et ainsi creuser l'écart entre la valeur du marché et la valeur intrinsèque de l'entreprise. Cet écart entraîne des inefficacités pouvant ainsi provoquer l'apparition de bulle spéculative (Auberger, 2011).

I.7 Méthodes de valorisation

Comme évoqué précédemment, il existe une multitude de modèles permettant de valoriser une entreprise. Ceux-ci peuvent être répertoriés au travers de 3 catégories : patrimoniale, analogique et dynamique. Selon Fabre-Azema (2002), on observe une nette convergence, lors des exercices de valorisation, de l'utilisation de paramètres fondamentaux : flux de trésorerie, rentabilité économique ou encore taux de rentabilité économique normatif. Dans les paragraphes suivants, nous décrirons 2 modèles considérées comme les plus fiables et pertinents.

I.7.1 Actualisation des flux de trésorerie net (DCF)

L'une des méthodes les plus couramment utilisée consiste en l'actualisation des cash-flows ou dans son jargon anglophone : « Discounted Cash-Flows ». Cette approche dite « standard » dans le monde financier, permet de prédire la valeur d'une entreprise sur un horizon de temps pouvant s'étendre jusqu'à 10 ans. Comme l'évoque son nom, son calcul repose sur l'actualisation nette des flux de trésorerie futur d'une activité de l'entreprise. Cette approche traduit financièrement qu'« un actif vaut ce qu'il rapporte ». Sa réalisation s'appuie sur la combinaison de 4 étapes, intégrant les éléments les plus importants du processus de valorisation (CSOEC, 2001-2011).

La première étape se constitue de la modélisation des flux de trésorerie attendus. Le point de départ de l'exercice de valorisation consiste à rassembler l'ensemble des informations nécessaires au diagnostic stratégique financier. Une fois réuni, l'évaluateur doit pouvoir commenter et critiquer les prévisions qui en découlent. L'objectif de cette première étape est de pouvoir disposer d'un modèle représentant des hypothèses d'activités crédibles, fiables et rationnelles.

La deuxième phase consiste en l'estimation du flux normatif qui se décrit comme « *la performance financière que la cible est en mesure de maintenir à long terme.* » (CSOEC, 2001-2011). La finalité de cette seconde phase est de pouvoir estimer la valeur finale de l'actif économique au moment $t+1$. Cette valeur terminale représente habituellement une part prédominante de la valeur d'entreprise. Celle-ci s'explique dû non seulement aux prévisions établies sur un horizon de temps court à la différence de la durée de vie des actifs mais également par l'intégration du renouvellement des investissements dans les prévisions.

La troisième étape repose sur le calcul du coût moyen pondéré du capital. Très connu sous la dénomination de « WACC », le coût moyen pondéré du capital représente le rendement moyen que se voit recevoir son investisseur à la suite d'une période de temps écoulée (Garnier, Mahieu, Villetelle, 2015). Celui-ci sert également de comparaison dans l'arbitrage de plusieurs actifs. La WACC se base comme suit : au plus un actif est considéré comme risqué, plus sa rentabilité sera élevée et inversement. Ainsi la détention d'un actif repose sur cet équilibre entre risque et rentabilité, à la convenance de son investisseur.

Finalement la quatrième et dernière étape se trouve être la détermination de la valeur de l'entreprise. Au-delà de la prise en compte du business plan de l'entreprise dans son calcul, on

y ajoute sa valeur terminale. Celle-ci peut s'évaluer à partir « *de la dernière prévision de flux effectuée dans le business plan et d'une hypothèse concernant le taux de croissance à l'infini* » (CMC market, 2018). De la valeur de l'entreprise estimée au cours des étapes 1 à 3, il reste encore à soustraire la valeur de l'endettement financier net et la valeur des intérêts minoritaires (Lefebvre, 2017).

La méthode DCF comporte comme avantage la prise en compte, au moment t , de la rentabilité future des activités de l'entreprise. Comme le soulignait le CEO d'Advanxis, David Abizkir, la solidité des fondements théoriques de cette méthode de calcul, la flexibilité accrue qu'elle possède (en s'adaptant à tout type de société), l'établissement du diagnostic de l'entreprise et la construction d'hypothèses, fait de cette méthode un succès largement justifié auprès des financiers (Meulemans, 2009). L'unique et seule limite de cette approche, repose sur la capacité de l'entreprise à réaliser et estimer ses prévisions financières (CMC, 2018). Mais comme expliqué précédemment, l'utilisation d'un seul modèle reste insuffisante pour déterminer avec exactitude, la valeur d'une entreprise.

I.7.2 La méthode des multiples

Moins sophistiquée que la méthode auparavant évoquée et applicable sur un laps de temps plus limité (généralement 2 ans), celle-ci remporte néanmoins un franc succès auprès des analystes financiers. Egalement connu sous le nom de « comparable boursier », cette approche est souvent appliquée en complément à la méthode DCF. Elle consiste à valoriser une entreprise sur base de la constitution d'un échantillon d'entreprises similaires et comparables en termes d'activité, de performance, de structure financière, du taux de croissance etc... « *La valeur de l'entreprise est donc supposée être une fonction positivement corrélée à son effort informationnel* » (Chahine & Mathieu, 2014).

Une fois l'échantillon jugé représentatif, chaque entreprise sera allouée à un multiple. Le multiple moyen est ensuite déterminé et appliqué au solde de l'entreprise permettant de déduire sa valeur résultante (Arik, 2011). Plusieurs types de multiples peuvent être mobilisés : le multiple de chiffre d'affaires (VCA), le multiple du résultat d'exploitation (VRE), le multiple du résultat comptable (PBR) ou encore le multiple du résultat net (PER). Les 2 premiers multiples sont calculés sur base de la valeur totale de l'entreprise, alors que les 2 suivant s'appuient sur la capitalisation boursière. Cette approche s'appuie donc sur l'estimation d'agrégats financiers. Bien que le ratio EV/EBITDA soit le plus couramment

utilisé (VRE), d'après Kim et Ritter (1999), l'utilisation du multiple basé sur le résultat net (PER) semble être la plus judicieuse en termes de précision lors du processus de valorisation. En effet, Boatsman et Baskin (1981) ont pu démontrer cette assertion de par l'enregistrement de taux de croissances similaires sur les 10 dernières années et calculé sur un échantillon faisant partie du même secteur industriel.

L'analyse des multiples est susceptible, toutefois, de produire des écarts significatifs entre les entreprises de l'échantillon et l'entreprise cible. Ces disparités peuvent provenir de plusieurs facteurs comme celui du positionnement, de la politique fiscale, de la structure financière ou d'investissement. Pour remédier à cela, l'évaluateur peut ajuster les multiples afin de tenir compte de ces divergences. Etant donné la pertinence de cette méthode sur un laps de temps court, une pondération entre les différents exercices doit être considérée dans son calcul (Arik, 2011).

L'avantage de cette méthode réside dans sa simplicité et rapidité d'exécution ne nécessitant pas la formation de multiples hypothèses au contraire de la méthode DCF. Néanmoins et comme toute autre méthode, celle-ci possède également ses limites : « *La méthode d'évaluation par les comparables nécessite l'existence d'un échantillon assez large d'entreprises comparables cotées en bourse. De plus, cette méthode, ne se préoccupant de la sous-évaluation ou surévaluation d'ensemble, permet de réduire l'écart d'évaluation de la société étudiée par rapport aux sociétés comparables.* » (Chahine, Mahieu, 2014). Finalement cette approche est, en outre, considérée comme trop subjective de par la justification du choix du multiple le plus approprié. (Damodaran, 2006).

Partie II : Etude du cas EXMAR

II.1 Descriptif

EXMAR est une entreprise belge active dans le secteur maritime et pétrolier dont le siège central est situé à Anvers. Par ailleurs, le groupe est présent mondialement et possède diverses entités sur l'ensemble du globe (Argentine, Angola, Libye, USA n'en sont que des exemples). Ses activités s'articulent autour de quatre pôles : GNL, LPG, Offshore, Services.

a) GNL

Ce premier segment englobe la transformation (liquéfaction et regazéification) et le transport de gaz naturel.

b) LPG

Ce second segment inclus le transport des gaz pétroliers liquéfiés, de l'ammonium et autres gaz pétrochimiques via des transporteurs de grande et moyenne taille ainsi que via des navires pressurisés.

c) Offshore

Ce troisième segment est dédié à la location d'actifs offshore et au fournissement de solutions flottantes aux entreprises de production et de transport pétrolier.

d) Services

Ce quatrième et dernier segment comprend les services d'entretien, de réparation, de maintenance et de modélisation de solution innovante pour une grande variété de clients présents dans le secteur de l'énergie et du gaz.

Pour l'ensemble de ses activités, EXMAR possède (ou gère conjointement) actuellement une flotte de 64 unités répartie comme suit : 33 unités pour le LPG, 15 unités pour le LNG, 16 unités pour les segments offshore et de services restant.

II.2 Analyse macro

II.2.1 Le marché

Le secteur pétrolier est caractérisé par sa complexité. Le graphique ci-dessous donne une vue d'ensemble de la chaîne de valeur du gaz naturel et du pétrole.

Les termes « upstream » (amont), « midstream » (traduction littérale : « milieu du courant »), « downstream » (aval) sont utilisés pour se référer aux trois composantes opérationnelles de ce secteur.

Le secteur en amont (« upstream ») implique l'exploration et l'extraction des deux matériaux. L'ensemble des activités de recherches de filon existant (potentiellement sous-marins), de création de puits en vue de faire remonter le gaz ou le pétrole à la surface sont comprises dans ce secteur.

Le secteur intermédiaire comprend le stockage, le transport, le marketing (comprenant notamment les négociations ainsi que la vente) du pétrole et du gaz naturel.

Le secteur de l'aval (« downstream ») procède tout d'abord au raffinage des matières premières pour ensuite vendre les dérivés obtenus (diesel, kérosène, essence, mazout, ...) et transporter ceux-ci jusqu'aux compagnies contractantes. Pour le gaz naturel, cela diffère légèrement car la transformation du produit se fait avant le transport et le stockage et le secteur de l'aval ne comprend que l'utilisation du gaz comme matière première énergétique.

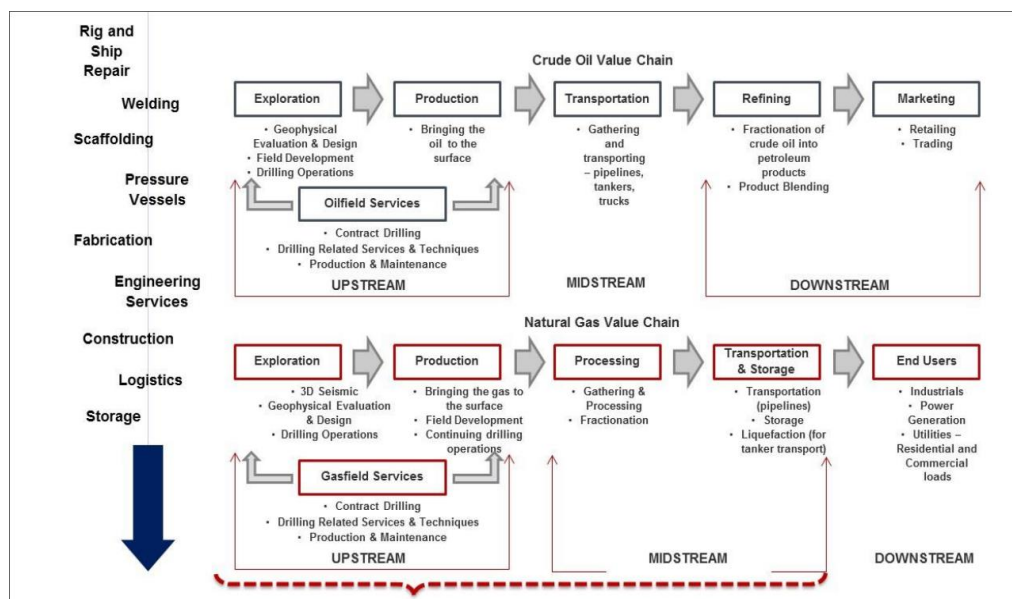


Figure 2 (Source : MOGA)

II.2.2 EXMAR dans le marché

Dans cette partie, nous situeront EXMAR dans la chaîne de valeur précédemment décrite afin de connaître sa place au sein de ce marché. Cette analyse m'a notamment servi de filtre afin d'évaluer si les entreprises présentes étaient ou non des concurrents d'EXMAR.

On peut définir l'entreprise comme étant un support global aux deux premières composantes opérationnelles du marché². En effet, EXMAR est aujourd'hui un fournisseur de solutions globales proposant des services innovants tout au long de la chaîne de valeur.

L'entreprise est présente dans la phase dite de services gaziers via ses barges de forages flottantes ainsi que par ses divers services de maintenances. De plus, EXMAR propose de liquéfier, stocker, transporter et regazéifier le gaz ce qui rend l'entreprise présente dans le « Midstream ».

II.2.3 Opportunités

II.2.3.1 Pays en voie de développement : nouveaux territoires à conquérir

Selon l'institut DNVGL en accord avec McKinsey, la demande en énergie va croître encore jusqu'en 2030 et qu'elle sera « driver » par l'Amérique Latine, la Chine, le Sud-est Asiatique, le Nord-Est Eurasien, le moyen Orient et l'Afrique du Nord. Cette croissance annoncée pour les 10 prochaines années assure un futur à l'entreprise et de nouvelles possibilités d'opportunités de s'élargir.

II.2.3.2 Accord de libre-échange entre l'Europe et le Mercosur

L'accord de libre-échange entre l'Europe et le Mercosur a comme objectif premier une politique commerciale facilitée dans l'import-export. Au Brésil et en Argentine, la production et la consommation d'énergie fossile (dont le gaz) sont en constante augmentation depuis les années 90. Comme le soulignait EXMAR fin 2018 dans un communiqué « L'argentine va devenir un fournisseur significatif et fiable de GNL pour les marchés régionaux et mondiaux. » (Wuille, 2018).

² Il est par ailleurs intéressant à noter que selon les sources, la chaîne de valeur du gaz naturel varie. Le stockage parfois inclus dans le « Downstream Market » ce qui fait d'EXMAR un support pour l'ensemble de la chaîne de valeur du gaz naturel.

II.2.3.3 Intérêt croissant du gaz naturel par rapport au pétrole

L'intérêt pour le gaz naturel provient de 3 principaux facteurs.

- (1) L'émission de CO₂ liée à la même production d'électricité est moindre.
- (2) L'utilisation du gaz nous rend moins dépendant des producteurs de pétrole via une diversification des ressources.
- (3) Le prix en équivalent énergétique est généralement plus faible que celui du pétrole.

Ce sont les avancées technologiques qui ont permis l'émergence de ces trois facteurs. C'est pourquoi ce point est considéré comme une opportunité de part la relative jeunesse de ce marché.

II.2.3.4 Bonnes perspectives pour les marchés

La demande énergétique mondiale est en croissance et les prévisions ne prévoient pas de stagnation ou de décroissance avant 2030. Dans ce sous-point, je m'intéresserai aux deux segments principaux de l'entreprise : le GPL et le GNL.

II.2.3.4.1 GNL (LNG)

Comme le montre le tableau ci-dessous, les parts de marché du GNL vont continuer à croître (en parallèle du volume total) et tendent à dépasser les pipelines d'ici 2025. Il s'agit d'une opportunité certaine pour EXMAR qui est leader dans le marché du GNL.

	2000	2018	2025
Total volume	525 BCM	765 BCM	1,000 BCM
LNG	26%	45%	51%
Pipeline	74%	55%	49%

Figure 3 (Source : International Energy Agency -2019)

De plus, les infrastructures flottantes ont démontré un potentiel énorme dans le développement de nouveaux marchés.

II.2.3.4.2 GPL(LPG)

De nouvelles infrastructures sont en construction ce qui va booster la production de GPL dans le monde et de ce fait créer des

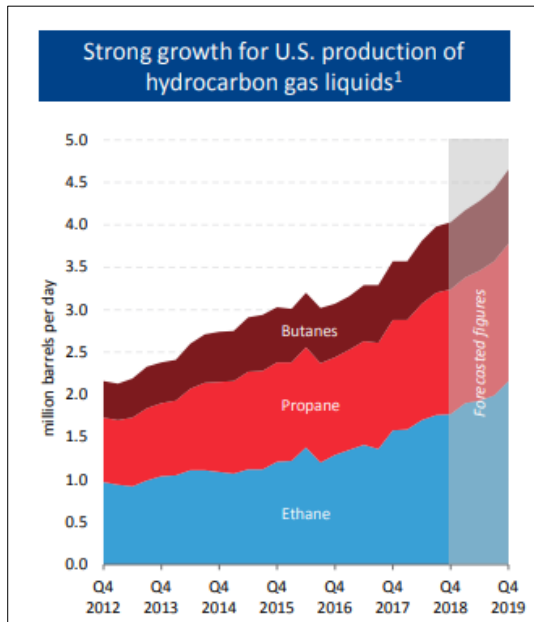


Figure 4 (Source: IEA short term energy outlook)

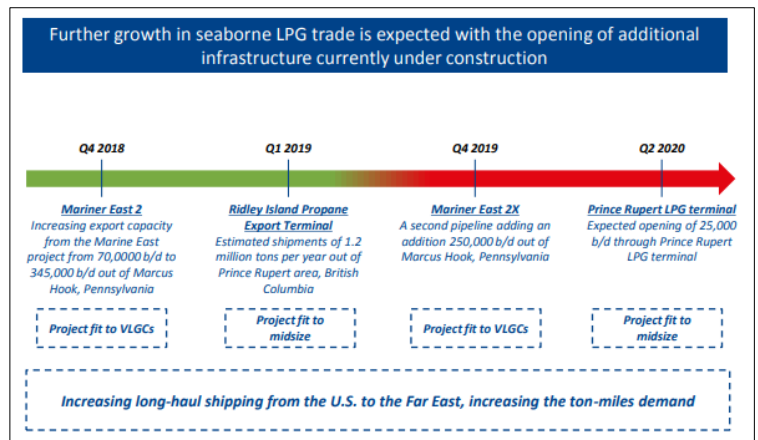


Figure 4 (Source: IEA short term energy outlook)

opportunités pour l'entreprise. La figure 4 détaille les infrastructures récemment construites ou en cours de

constructions qui impacteront le secteur dans un futur proche.

Tandis que la figure 5 décrit les attentes concernant la production de GNL en Amérique (influencée en partie par les nouvelles infrastructures).

II.2.4 Menaces

II.2.4.1 Stabilité politique menacée (PVD)

Au vu de la présence du groupe EXMAR dans certaines zones politiquement instables, EXMAR ne dispose d'aucune assurance quant au futur pérenne de ses activités au sein de ces régions. Nous pouvons citer comme exemple : le cas de la Libye et celui de l'Angola.

Libye : Des tensions politiques persistantes depuis l'effondrement de la dictature de Kadhafi existent encore et toujours. Jusqu'à présent aucune réconciliation nationale n'a pu être établie malgré les diverses tentatives. Des événements comme le cas de l'échec de l'accord Skhirat (NBP) ou de la crise du croissant pétrolier en 2016 ont eu des répercussions non-négligeables sur le secteur pétrolier.

Angola : De nombreuses tensions entre les mouvements indépendantistes et les forces gouvernementales persistent à la suite de 27 ans de guerre civile ayant pris fin en 2002. A nouveaux celles-ci ne sont pas sans répercussion sur les activités du groupe.

II.2.4.2 Instabilité économique et commerciale

La guerre commerciale qui secoue 2 acteurs majeurs (la Chine et les E-U) met à mal l'économie globale dont le secteur pétrolier. L'incertitude est de mise en l'attente d'un accord entre ces 2 nations que prévoit l'OMC. En attendant, ce terrorisme économique pourrait entraîner « une réduction de l'investissement des entreprises, une perturbation des chaînes d'approvisionnement et un ralentissement de la croissance de la productivité », résume le FMI. Les perspectives de baisse de la rentabilité des entreprises qui en résulteraient pourraient « entamer la confiance des marchés financiers et freiner davantage la croissance. » (Gazanne, 2019).

II.2.4.3 Menace climatique

Le réchauffement climatique à comme incidence l'augmentation de temps instables, aux saisons de moins en moins prononcées mais marquées par des dérèglements climatiques : ouragans et cyclone de plus fortes intensités, épisodes caniculaires et de froid polaire. Ces phénomènes (sur)naturels peuvent donner lieu à des répercussions importantes sur la dégradation du matériel nécessaire à l'activité de l'entreprise : risque de dérives des navires accrues, augmentation du risque de mise à mal de l'intégrité des équipages, augmentation des coûts de maintenances (CAPEX), ...

Ensuite, l'intérêt croissant pour les énergies renouvelables vis-à-vis des énergies fossiles tend à faire disparaître ces dernières dans un futur lointain. Dans un futur plus proche, ces nouvelles technologies seront les concurrents principaux auxquels il faudra faire face. A l'heure actuelle, les ratios (prix en équivalent énergétique, teneur en énergie équivalent stockage) restent supérieurs pour les énergies fossiles (et le gaz plus particulièrement) mais différents instituts de recherche ou spécialisés (dont McKinsey et DNVGL) prévoient un bouleversement imminent.

II.2.5 Défis futurs

Le défi majeur auquel devra faire face EXMAR dans les prochaines années sur la recherche de productivité. En effet, en faisant la synthèse de la partie « opportunité/menace » de mon analyse SWOT on découvre que ce secteur est ultra-compétitif et que cela ne tend pas à disparaître.

Cette productivité devra notamment être utile afin de produire un excédent financier permettant de se munir face à l'arrivée de concurrents aux énergies fossiles via une diversification des activités ou via un développement encore plus poussé de la technologie réduisant les émissions de manière drastique.

Cette recherche de productivité est d'autant plus importante que le prix du gaz a considérablement chuté ces dernières années. Seuls les projets vraiment efficaces sont réellement bénéficiaires.

II.3 Analyse Micro

II.3.1 Actionnariat

A la date du 28 mars 2019 (date du dernier rapport annuel), on peut distinguer 4 acteurs majeurs dans l'actionnariat de l'entreprise. Ces quatre acteurs se partagent les 55 500 000 action EXMAR disponible selon la pondération suivante : Saverex (holding financier dirigé par Nicolas Saverys) détient 46.15% des parts, EXMAR détient 3.65% de celles-ci, Cobas Asset Management S.G.I.I.C SA 5.02% et les 45.18% restant sont en libre circulation sur les marchés financiers. Avec 46.15% des part de l'entreprise, Saverex possède donc, par l'intermédiaire de son dirigeant, le contrôle de l'entreprise EXMAR.

II.3.2 Forces

II.3.2.1 Image de marque forte

De différentes manière (énoncées ci-dessous) EXMAR développe une image de marque qui la différencie positivement de ses concurrents.

II.3.2.1.1 Gage de qualité

EXMAR s'engage à fournir des services de pointes. Le nombre de labels obtenus prouve la qualité des services que met à disposition EXMAR pour ses différentes parties prenantes ex : ISO14001 excellence pour la protection de l'environnement, ISO9001 excellence pour la limitation des déchets, OHSAS18001 référentiel de sécurité et santé au travail, ISPS et bien d'autres.

II.3.2.1.2 Avant-gardisme et innovation

Au sein de son marché, EXMAR se positionne avant tout comme un acteur pionnier et le démontre par ses innovations marquantes (Unité de liquéfaction et regazéification flottante et « STS transfert »³) leur permettant d'être et de rester un leader dans le secteur du GNL. De plus la flotte détenue par l'entreprise fait partie des plus modernes présente sur le marché (notamment grâce à un programme de modernisation initié en 2014 et achevé fin 2018). Grâce à ses innovations constantes leur permettant de réduire leurs coûts, le groupe est passé d'une

³ Le « Ship-to-ship transfer » ou « transfert de navire à navire » consiste à transférer les marchandises d'un navire à un autre (à l'arrêt ou en mouvement) en pleine mer.

politique de prix d'écrouissage à une politique de prix de pénétration, faisant de lui un acteur compétitif au sein de son marché.

II.3.2.2 Anticipation et intégrations des enjeux mondiaux

EXMAR nourrit sa culture interne par les divers challenges auxquels il doit faire face. Le groupe s'efforce de les anticiper pour les incorporer au sein de son core-business en vue d'être le plus en avance sur son temps possible.

II.3.2.2.1 Considération sociale

La considération sociale est un enjeu sociétal mondial. L'égalité homme femme en fait notamment partie. En Belgique, certaines lois sont en discussion pour instaurer des quotas en vue de garantir une parité homme femme dans les entreprises, au gouvernement, au sénat ou à la chambre des représentants. EXMAR s'efforce de garantir l'équité entre les sexes et le démontre par les chiffres : 50.5% des employés de ses sièges sociaux sont des femmes.

II.3.2.2.2 Enjeux écologiques

Mêler secteur pétrolier et écologie peut sembler caduque. Et malgré cela, malgré cette présence dans un secteur controversé, EXMAR voit la durabilité comme nécessaire à la pérennité. La volonté de l'entreprise à considérer le long terme l'oblige à considérer l'enjeu écologique. Cet enjeu fait partie intégrante de la stratégie de l'entreprise et cela s'observe dans les faits par le programme de rénovation des flottes (débuté en 2014 et clôturé fin 2018) visant à proposer des flottes les moins énergivores du marché fonctionnant avec les carburants les moins polluants.

II.3.2.2.3 Tango FLNG

Le contrat liant l'entreprise et l'Argentine démontre la compréhension qu'à EXMAR de son marché ainsi que sa proactivité. Ces deux atouts majeurs rendent l'entreprise capable de se positionner correctement (pour le présent mais aussi, et surtout, pour le futur) dans ce marché. En effet, à l'heure actuelle, alors que l'Argentine devient un acteur majeur dans la production pétrolière et de gaz, EXMAR y est présente et détient depuis cette année un navire lui procurant des revenus considérables, à savoir le TANGO FLNG.

II.3.2.3 Adaptabilité

Afin de renforcer l'image d'expert que possède le groupe EXMAR, celui-ci déploie ses services sous formes de solutions complètement personnalisables et adaptables aux exigences et attentes de ses clients et ce tout au long du projet. Pour se faire, une équipe y est entièrement dédiée, celle-ci développe de la conception à la livraison en passant par la spécification des constructions des chantiers navals, des formules « sur-mesure » (EXMAR). Ainsi le bateau « Carribean » renommé « Tango » fut, initialement, conçu selon les volontés de leur client japonais, devenu aujourd'hui argentin.

II.3.2.4 Diversification

Si au début de son existence, l'entreprise EXMAR se concentrait exclusivement sur le transport maritime de produits pétroliers, celle-ci a souhaité étendre ses activités. Au fil des années, EXMAR est passé d'un transporteur maritime à un transformateur d'énergie englobant plusieurs domaines d'activités complémentaires et additionnels : l'extraction de produits pétroliers, la regazéification, la liquéfaction ou encore l'entretien et la réparation des plates-formes pétrolières.

Le renforcement de leur portefeuille d'activités émane d'un choix volontaire du groupe au vu d'un marché de plus en plus compétitif et exigeant. En plus d'offrir une solution complète à leurs clients, la présence de synergies entre ses diverses activités permet à nouveaux au groupe d'obtenir les coûts les plus bas. De plus et suite à cette expansion, le groupe a dû acquérir de nouveaux bateaux d'autant plus performants, répondant aux activités nouvelles du groupe, et faisant d'EXMAR le premier acteur à posséder la plus grande flotte maritime internationale.

II.3.3 Faiblesses

II.3.3.1 Situation financière

Bien que quelque peu résorbée en 2018, l'entreprise détient toujours une dette colossale. Cette dette qui a presque mis en faillite l'entreprise en 2017 a deux conséquences majeures ;

- 1) Ce bilan limité empêche l'entreprise de jouer pleinement sa carte de l'avantage concurrentiel.
- 2) Cette dette rend les marchés méfiants. Il est impératif de rassurer ceux-ci pour reprendre des couleurs.

Pour situer, le ratio ND/Ebitda d'EXMAR est de 8.8 tandis que médian du secteur est de 4.91⁴.

II.3.3.2 Impact des ruptures de contrat de grande envergure

La non-utilisation des flottes majeures est coûteux pour l'entreprise et cela s'est transformé en faiblesse par l'historique de l'entreprise. En effet, par le passé cet événement est survenu à plusieurs reprises et mis plusieurs fois l'entreprise en péril. Le dernier en date est la non-utilisation du Tango FLNG en 2017 qui presque causé la faillite de l'entreprise. Le risque zéro n'existe pas mais pour une entreprise tel qu'EXMAR la non-réalisation de certains contrats et les coûts engendrés par ces non-réalisations malgré les garanties prises. Cela est en partie dû à la taille de l'entreprise n'ayant pas des fonds équivalent aux capitalisations plus conséquentes pour qui certains chocs financiers sont moins impactant.

II.3.3.3 Coûts liés à l'entretien indépendamment de l'utilisation des navires

EXMAR vise un taux de 79% d'utilisation de ses navires du segment LPG-midsize pour l'année 2019. D'une vision externe, cela ne représente pas une réelle faiblesse car il s'agit d'un élément récurrent dans le secteur. Mais pour le cas précis d'EXMAR je considère que cela en est une au vu des faiblesses énumérées ci-dessus. L'impact fort des charges de maintenance des navires ne fournissant pas de revenu est néfaste pour EXMAR dans sa situation financière actuelle.

⁴ Calculé via les données financières des entreprises comparables extraites de Bloomberg.

II.3.4 Corporate Management

D'un point de vue management, ce qui est à souligner est le fait que l'entreprise dispose d'un management compétent. On peut qualifier ce management par un actif détenu : l'expérience et par une vision partagée qui est la proactivité. Cette expérience a permis à l'entreprise de se créer des relations fortes avec diverses parties prenantes cruciales pour la pérennité de l'entreprise (prêteurs de liquidités, clients fiables et solides) tandis que la proactivité de cette team a permis à l'entreprise d'adapter sa stratégie afin de faire face à l'environnement changeant du secteur. De plus, le management est très stable au cours du temps ce qui démontre d'une bonne entente et ne laisse présager d'aucun risque venant de l'intérieur.

II.4 Stratégie

L'analyse SWOT effectuée auparavant démontre une volonté du groupe d'axer principalement sa stratégie sur l'innovation, lui permettant d'assurer son développement et sa croissance.

EXMAR souhaite conserver et pérenniser sa position d'expert, mais avant tout de leader, sur le marché en proposant des solutions de pointes aux prix les plus compétitifs. C'est grâce aux diverses innovations mises en place tout au long de sa chaîne de valeurs qu'EXMAR obtient les coûts les plus bas. Ces innovations se concrétisent notamment par la mise en place de relations durables et stratégiques avec différents acteurs intervenant dans la chaîne de production (EXMAR's report 2019).

Sa notoriété et son image de marque forte fait de lui une référence dans le secteur des transports maritimes et lui permet d'accéder en continu à de nouveaux territoires (ex : Argentine récemment). C'est par la qualité supérieure et la personnalisation de ses services que le groupe met à disposition de ses clients, qu'EXMAR souhaite accentuer sa différenciation et en tirer son véritable avantage compétitif. Cette qualité premium ne se distingue pas seulement dans le matériel nécessaire à l'activité (flottes et navires de pointes) mais également par le personnel expérimenté que possède le groupe (EXMAR, 2019).

Outre sa stratégie d'innovation, EXMAR arrive à concilier environnement et compétitivité par l'implémentation des enjeux écologiques. La pression sociale, exercée sur les entreprises ces dernières années, les ont obligés à repenser leur modèle stratégique afin d'y intégrer des valeurs de développement durable. EXMAR a su en tirer profit au vu des dénombrables labels écologiques que ce dernier a pu acquérir au fil des années. Cet intérêt pour la durabilité est un réel atout dans le positionnement d'EXMAR dans un marché tel que celui-ci.

De plus, EXMAR met en place une stratégie d'échelonnement des durées de ses contrats. Le marché dans lequel EXMAR se situe est fortement impacté par divers taux comme le fret, le prix du baril, du gaz naturel. La corrélation avec ces taux induit une certaine volatilité à court terme dans ce marché. Afin d'être le moins impacté par cette volatilité l'entreprise a une stratégie essentiellement basée sur du long terme qui est impacté par la conjoncture du marché et non pas par les spéculations. Par ailleurs, l'entreprise ne mise pas non plus uniquement sur le long terme et détient aussi certains contrats à termes plus courts. Ce « mix » permet à

EXMAR de ne pas subir la volatilité du marché et donc de garantir une certaine stabilité aux diverses parties prenantes.

II.5 Historique Boursier

Dans cette section, nous analysons l'évolution du cours d'EXMAR en rapportant les éléments majeurs impliquant les différentes variations qu'a connu ce titre au cours du temps.

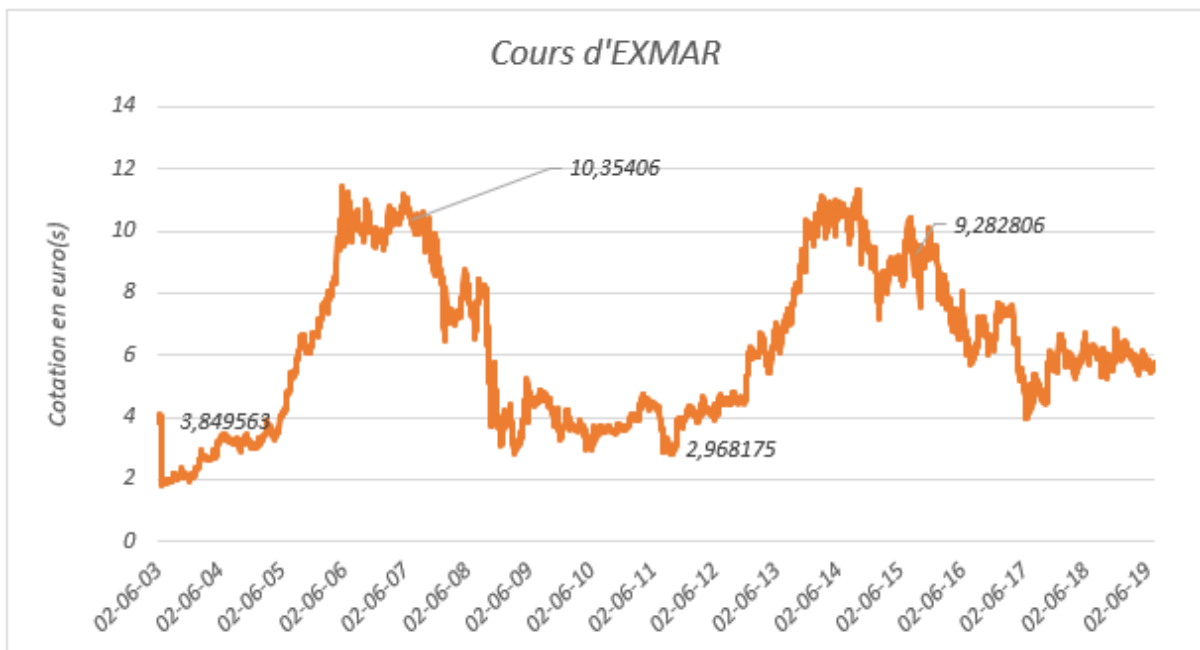


Figure 5 (Source : Yahoo finance)

Anciennement filiale du groupe CMB, EXMAR a été introduite à la bourse de Bruxelles en juin 2003.

Durant les premières années le LPG est la vache à lait de l'entreprise. Ce département tire EXMAR vers le haut à l'inverse du secteur du LNG (dans lequel EXMAR est pourtant un leader) qui souffre d'un excédent de capacité de navire spécialisé au niveau mondial.

Après avoir multiplié sa cotation boursière par 2.5, EXMAR va subir la crise économique mondiale de 2008 qui va impacter la consommation globale, les taux fret et par conséquent induire de gros déficits.

Après cet épisode catastrophique général (la crise a touché le secteur entier) EXMAR vend certaines de ses participations dans certaines installations (Excelsior et Excalibur) afin de se stabiliser via l'apport de liquidités et cela génère une légère accalmie. Celle-ci permet à EXMAR de rester fixée sur sa stratégie : « Leadership through innovation ».

La remontée d'EXMAR à partir de 2012 s'explique par une reprise considérable de la croissance du prix du pétrole. De par ses activités EXMAR est, en effet, fort dépendant du cours du baril⁵.

Le plongeon (rattrapé ensuite) en 2015 s'explique par un échec de négociation concernant une fusion qui aurait pu voir le jour entre EXMAR et Gerevan ce qui aurait créé la plus grande compagnie de GNL au monde. Cet échec est expliqué par des conditions insuffisantes pour EXMAR mais aussi (et surtout) par la chute des taux du GNL.

En 2017 l'entreprise frôle la faillite à cause d'une dette astronomique qui ne semble plus pouvoir être contrôlée ainsi qu'à l'arrivée d'une nouvelle installation pour laquelle aucun contrat n'a encore été signé. EXMAR décide de vendre quelques participations afin d'apporter des liquidités et rembourser ses intérêts qui gonflent pour se donner un coup d'air frais.

Fin 2018, un contrat est trouvé et le tango FLNG prendra la direction de l'Argentine pour y débiter ses activités. Cela donne un nouvel élan à l'entreprise qui petit à petit tente d'assainir ses finances pour réacquiescer la confiance des marchés.

⁵ Le LPG est un dérivé direct du pétrole et lié à la quantité extraite. De plus M.B Marzouk et H.Gentou ont démontré l'existence d'une corrélation entre le secteur du gaz naturel et celui du pétrole dans leur article « Le pétrole reste un marqueur de référence du marché du gaz naturel ».

II.6 Analyse financière

II.6.1 Situation actuelle⁶⁷

EXMAR sort d'une année 2018 très difficile. En effet, après avoir réussi à être profitable à nouveau, l'entreprise est retombée à un résultat net négatif (-15, 912 millions USD). L'entreprise avait pu retarder cette échéance en 2017 grâce à la vente d'actifs de l'entreprise. La charge financière liée à l'inactivité du tango FLNG explique cette période de trouble. Ajouté à ce niveau de revenu très faible, la situation d'EXMAR est très précaire avec un ratio Dette nette/Ebitda avoisinant 9 (8.8 exactement). Cette situation se répercute logiquement sur le rendement des actionnaires avec un bénéfice par action qui a baissé de 187% en 2017 et de 4.9% en 2018.

II.6.2 Prévision des revenus

A partir de l'exercice 2019, l'entreprise prévoit de remonter la pente et prévoit une explosion de l'EBITDA. L'entreprise compte énormément sur le nouveau contrat la liant avec l'Argentine via le TANGO FLNG. Ce contrat équivaut à un Ebitda de 40 millions de dollars annuel.

Pour évaluer les revenus de l'année 2019, j'ai considéré une augmentation de l'Ebitda de 30 millions (étant donné que le TANGO FLNG était opérationnel à partir de fin mars). Cette augmentation implique un Ebitda de 56,3 millions USD et des revenus à hauteur de 197.462 millions USD.

Pour les années suivantes (à savoir 2020 et 2021), j'ai pris en compte les perspectives de croissance des marchés du GPL et du GNL afin d'évaluer l'évolution des revenus de l'entreprise. Cette hypothèse me semble recevable car EXMAR ne prévoit pas l'arrivée de nouveaux navires qui auraient pu booster les revenus significativement avant 2021. L'entreprise vise, pour cette période de 3ans, une consolidation de ses activités actuelles. De ce fait prendre en compte les perspectives de marché est une hypothèse cohérente tout en restant défensive (cette volonté d'établir des hypothèses défensives me permet d'établir une

⁶ Voir Bilan en annexe 1

⁷ Voir Compte de résultat en annexe 2

recommandation prenant en compte la potentialité de ne pas atteindre entièrement les objectifs annoncés).

L'agence internationale de l'énergie (IEA) fourni comme perspective d'évolution de la demande en GPL et GNL des taux respectifs de 1.6% et de 6.88%. En prenant en compte les pourcentages de participation au chiffre d'affaires de ces deux secteurs⁸, à savoir 44% pour le GPL et 55% pour le GNL, on obtient une prévision de croissance de 4.5%. Je baserai donc mes prévisions de 2020 et 2021 sur ce taux de croissance des revenus. Les revenus attendus pour les années 2020 et 2021 sont, par conséquent, de 206.348 et 215.633 millions USD.

II.6.3 Imposition

EXMAR détient son siège central à Anvers (Belgique) l'entreprise est donc sous le régime fiscal belge en grande partie. Cependant, il s'agit un sujet difficile car chaque société optimise sa fiscalité de manière assez opaque. La méthode la plus correcte serait d'estimer la base taxable par pays et d'y appliquer le taux ISO pour chaque pays dans lesquels l'entreprise est présente, ce qui est presque impossible à faire par manque d'informations. Et, de toute façon, chaque société est susceptible d'avoir un ruling avec le fisc des pays où ils opèrent, ce qui fausserait l'analyse... De plus, le taux effectif d'imposition que l'on observe sur l'historique est (1) très différent du taux d'ISOC belge de base et (2) varie assez substantiellement selon les années (à noter que le taux de 13% pour l'année 2017 est la conséquence de la « due diligence »⁹ effectuée, le taux réel effectif dans les comptes de la société est de 4%). Pour résoudre cela, j'ai approximé les taux effectifs futurs en prenant la moyenne du passé en tenant compte de la tendance récente¹⁰ pouvant induire des changements des taux futurs. La moyenne historique observée est d'approximativement 13% mais nous observons également que ce taux est en croissance et que les réforme de l'ISOC vont en ce sens. Un taux de 17% sera donc utilisé pour les prévisions.

⁸ L'analyste Cédric Duinslaeger avec qui j'ai pu avoir un contact m'a conseillé de ne pas prendre en compte l'activité de service et d'offshore dans ma valorisation. En effet, l'activité de service est dérisoire par rapport à l'activité totale tandis qu'EXMAR a mis son activité Offshore quelque peu en suspend depuis 2017 afin de se focaliser sur son redressement. Ces deux segments représentent un pourcentage de 1% du chiffre d'affaire.

⁹ Dans ce cas précis la due diligence regroupe l'ensemble des investigations qui m'ont permis de différencier les éléments récurrent ou inhérent au business de l'entreprise des éléments ne l'étant pas.

¹⁰ La Belgique est en pleine réforme concernant l'impôt des sociétés. Celle-ci vise à diminuer le taux de base tout en élargissant cette base.

II.6.4 Dividendes

Lorsqu'une entreprise génère un excédent de cash, différents choix s'offrent à elle quant à l'utilisation de celui-ci. Les dividendes en font partie. Cependant en 2017 la condition précédemment citée (détenir un excédent de cash) n'a pas été « respectée ». De ce fait, les dirigeants de l'entreprise ont décidé de ne pas verser de dividende cette année-là. Etant en phase de reprise, aucun dividende n'a été payé en 2018 non plus. Concernant 2019 aucune annonce n'a été faite. Dans nos futures estimations nous partons du principe que l'entreprise ne payera pas de dividende. Cette hypothèse est faite sur base du bon sens, de l'analyse de la santé financière et des annonces faites de la part de l'entreprise. Actuellement, la priorité de l'entreprise est d'assainir ses finances et donc le versement d'un dividende n'est pas la priorité. Celui-ci viendra lorsque l'ensemble des projets devant être profitable le seront effectivement.

II.6.5 Capex

Les dépenses en capital ont été calculées comme étant la différence entre les actifs fixes de l'année T soustraits des actifs fixes de l'année T-1 ce à quoi on ajoute les dépréciations. J'ai appliqué cette formule strictement car l'entreprise ne prévoit pas de dépense en capital dans les années futures. En effet le surplus de cash généré dans le futur sera utilisé principalement pour un remboursement de ses dettes. L'entreprise a signé un partenariat de 5ans avec Equinor ASA (Entreprise pétrolière et éolienne norvégienne) pour deux nouveaux navires qui devraient être livrés en 2021. Bien que cet élément fait partie de la période d'étude, je ne l'ai pas intégré aux différentes analyses car le détail des dispositions du contrat n'a pas encore été révélé.

II.7 Valorisation

L'analyse approfondie d'EXMAR m'a permis d'émettre une recommandation d'achat sur le titre. Le prix cible de 9.33 euros représente un potentiel de hausse de 36% par rapport au prix de clôture du 6mai 2019 considéré. Ce prix repose sur l'utilisation de deux méthodes de valorisation distinctes et complémentaires que sont (1) l'actualisation des flux de trésoreries et (2) l'analyse par les sociétés comparables.

II.7.1 Valorisation par les flux de trésoreries actualisés

Afin de valoriser l'entreprise EXMAR via cette méthode, j'ai considéré un historique de 5années (2014-2018) ainsi qu'estimé des prévisions sur une période de 3 ans (2019-2021). Pour des détails concernant la manière dont ces revenus ont été estimés, ceux-ci sont stipulés dans la section « Analyse financière ».

L'objectif de cette méthode est d'établir une projection cohérente des cashflows afin d'en déduire la valeur actuelle de l'entreprise dépendant de ceux-ci. Le point de départ de cette méthode de valorisation est l'EBIT (ou EBITDA mais ayant une relation directe cela n'apporte aucune différence). Diverses opérations vont être appliquées à cette mesure afin d'obtenir les « Unlevered Free Cashflow ». Tout d'abord sont retirée les taxes afin d'obtenir le profit opérationnel net après taxes (NOPAT). Ensuite, j'y ai additionné les dépréciations et les variations de fond de roulement¹¹ ainsi que soustrait les dépenses en capital (CAPEX).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT	\$ -15.907,00	\$ -28.971,00	\$ 989,00	\$ 15.589,00	\$ 8.468,00	\$ 42.583,81	\$ 49.496,09	\$ 56.116,53
Tax	\$ -4.041,00	\$ -3.872,00	\$ 566,00	\$ -1.353,00	\$ -1.925,00	\$ -3.946,97	\$ -5.408,26	\$ -6.815,84
NOPAT	\$ -19.948,00	\$ -32.843,00	\$ 1.555,00	\$ 14.236,00	\$ 6.543,00	\$ 38.636,84	\$ 44.087,83	\$ 49.300,69
(+) Depreciation	\$ 7.739,00	\$ 5.174,00	\$ 6.784,00	\$ 8.004,00	\$ 19.019,00	\$ 13.716,84	\$ 14.334,10	\$ 14.979,13
(+)Net Change in WK		\$ -63.373,00	\$ -70.530,00	\$ 96.999,00	\$ -103.608,00	\$ 24.457,33	\$ 7.131,52	\$ -5.681,04
(-)Capex		\$ -557.627,41	\$ 605.382,41	\$ -64.511,00	\$ -27.608,00	\$ -32.735,84	\$ -33.353,10	\$ -33.998,13
FCFF/UFCF	\$ -12.209,00	\$ -648.669,41	\$ 543.191,41	\$ 54.728,00	\$ -105.654,00	\$ 44.075,18	\$ 32.200,34	\$ 24.600,65

Figure 6 Evaluation des cash flows futurs (Analyses réalisées par C.Varewyck)

Pour pouvoir poursuivre, deux éléments sont nécessaires. Le coût pondéré du capital (WACC) premièrement et le taux de croissance long terme ensuite.

¹¹ Le fond de roulement (ou « Working capital ») est la différence entre les actifs courants et les dettes courantes. La variation est la différence de cette valeur entre T-1 et T.

II.7.1.1 WACC

Afin de réaliser la valorisation et d'actualiser les flux de trésoreries, le coût pondéré du capital (WACC) était nécessaire. Selon le CAPM, le WACC est la somme du coût de la dette après taxe et du coût des capitaux propre pondérés par la structure financière de l'entreprise. Cette définition met en évidence les trois éléments majeurs permettant d'évaluer ce WACC : (1) le coût de la dette après taxes, (2) le coût des capitaux propres et (3) le ratio de dettes capitaux propres qui ont été calculé comme suit ;

WACC	
Gearing (%)	55,43%
Tax rate (%)	17%
Cost of debt before tax (%)	4,93%
Cost of Debt after tax (%)	4,10%
Risk free	-0,205%
Equity risk premium (%)	6,3%
Beta	0,98
Cost of equity (%)	5,99%
WACC (%)	4,94%

Figure 7 (Source : Projection du WACC C.Varewyck)

II.7.1.1.1 Coût de la dette

J'ai évalué le coût de la dette (en pourcentage) en divisant le montant de dette que détenait l'entreprise en 2018 par les dépenses en intérêt à cette même période. Via cette méthode, un taux de 4.43% est obtenu.

cost of debt	
Debt(2018)	221.209
interest expense(2018)	9810
	4,43%

Figure 8 (Source : Bloomberg)

Une autre méthode consistant à se servir des obligations émises par l'entreprise afin de déduire ce coût de la dette aurait pu être considérée. Mais, dans ce cas précis, cela ne m'est pas paru être judicieux car (1) l'obligation ne représente pas un montant significatif, (2) son utilisation sera le remboursement de l'obligation venant à maturité. De plus au vu de la situation financière actuelle, celle-ci sera certainement reconduite à maturité afin de bénéficier du futur assainissement et des futures conditions de marché.

Pour cette raison, la méthode décrite en premier lieu a été utilisée.

Afin d'obtenir le coût de la dette après taxes qui est le taux qui nous intéresse, j'ai multiplié la valeur obtenue ci-dessous par le taux d'imposition fixé à 17% (voir le point dédié pour plus de détails). Cela nous donne un coût de la dette après taxe de 4.10%.

II.7.1.1.2 Coût des capitaux propres (Cost of Equity)

Trois éléments entrent en ligne de compte dans l'évaluation du coût des capitaux propres : le taux sans risque, le Beta et la prime de risque d'action.

- Taux sans risque¹²

J'ai choisi de calquer le taux sans risque sur le taux des obligations cotées AAA de la zone euro. Le taux à dix ans étant le taux généralement utilisé. A la date du 11 juillet, celui-ci s'élève à -0.205% comme le montre le graphe ci-joint.

- Beta¹³

Afin de calculer le Beta de l'entreprise une régression linéaire a été réalisée. Cela peut être approximé via la formule suivante : $Beta = COV (EXMAR, MARKET) / VAR(MARKET)$. Le marché de référence considéré est l'indice (BELMC) des moyennes capitalisations boursières belges. Le résultat de ceci nous donne un Beta de 0,98. Cette valeur me paraît acceptable car proche de la valeur 1.07 étant celle fournie par Damodaran¹⁴(que j'utilise uniquement comme point de repère pour garder la vision d'un investisseur européen et non pas américain) représentant la valeur sectorielle. 0,98 sera donc la référence utilisée pour cette valorisation.

- Prime de risque par action (Equity Risk Premium)

Pour définir cette prime de risque, les analyses incluses dans le travail de recherche publié par P.Fernandez, M.Martinez et I.F.Acin P.Fernandez¹⁵. Pour la Belgique, ce document estime que la prime de risque par action serait de l'ordre de 6.3%(médian) avec un écart-type de 1.5%. Cette valeur de 6.3% sera donc utilisée dans cet exercice de valorisation.

II.7.1.1.3 Ratio de dette/capitaux propres (Gearing Ratio)

Ce ratio représente le « leverage » de l'entreprise et est égal au quotient entre la dette nette de l'entreprise et la somme de cette même

Gearing	
ND	\$ 221.209,00
E	\$ 177.899,00
Gearing	55,43%

Figure 9 (Source : C.Varewyck)

¹² Voir annexe 3 pour le graphique du taux sans risque.

¹³ En annexe 4, le résultat détaillé de la régression linéaire réalisée.

¹⁴ Source: Damodaran Online. (2019). Total Beta By Sector, Packaging & Container, Average Levered Beta. En Ligne : http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html consulté le 25 Avril 2019

¹⁵ Source: "Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 69 countries in 2019: a survey"

nette dette et des fonds propres. Les données historiques de l'année 2018 ont été utilisées afin de calculer ce ratio et d'obtenir un taux de 55.43%.

II.7.1.2 Taux de croissance long terme

Afin d'évaluer le taux de croissance long terme, j'ai réuni trois sources me paraissant être des plus fiables : L'ECB, l'OCDE et le FMI. Les divergences entre les différentes institutions m'ont assez surpris. L'ECB semble être très craintive sur le futur avec un taux de 1.3%¹⁶ ce qui est tout le contraire du FMI qui prévoit une croissance de 3.6%¹⁷. L'OCDE se situe entre les deux avec un gap entre 1.7% et 2.2% avec un taux médian de 1.9%¹⁸. J'ai décidé de prendre ce taux de 1.9% comme référence jugeant que le FMI accordait trop d'importance aux pays en voies de développement ce qui gonfle le taux mondial de manière conséquente et l'ECB se focalisait principalement sur la zone euro dans ses prévisions, ce qui n'est pas assez représentatif pour EXMAR exerçant ses activités au-delà de ces frontières.

<i>Terminal value</i>	824440,7888	
<i>Cumulative present value of unleverd free cash flow</i>	\$ 97.098,30	
<i>+ Present value of terminal value</i>	748638,6857	
= Enterprise value	\$ 845.736,99	
<i>(+) Cash & Cash-Equivalents:</i>	39837	
<i>(+) Equity Investments:</i>	0	
<i>(+) Other Non-Core Assets, Net:</i>	0	
<i>(+) Net Operating Losses:</i>	0	
<i>(-) Total Debt:</i>	-221209	
<i>(-) Preferred Stock:</i>	0	
<i>(-) Noncontrolling Interests:</i>	-23	
<i>(-) Unfunded Pension Obligations:</i>	-4166	
<i>(-) Capital Leases:</i>	0	
<i>(-) Restructuring & Other Liabilities:</i>	0	
Implied Equity Value	660175,9859	
Number of Shares	59500	
Implied Share price	11,09539472	

Grâce à ces deux taux, nous pouvons donc évaluer les deux éléments primordiaux que sont la valeur terminale actualisée ainsi que la valeur actuelle cumulée des flux de trésorerie futurs. La valeur terminale a été calculée comme étant le quotient entre le free cashflow de 2021 multiplié par un plus le taux long terme et entre le WACC diminué du taux long

Figure 10 Valorisation (Source : Analyses réalisées par C.Varewyck)

¹⁶Source : https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/ecb.spf2019q3~16746c88b2.en.html#toc1 consulté le 31/07/2019

¹⁷ Source : https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD consulté le 31/07/2019

¹⁸ Source : <https://data.oecd.org/gdp/real-gdp-long-term-forecast.htm#indicator-chart> consulté le 31/07/2019

terme. Ce montant a ensuite été actualisé en utilisant le WACC comme facteur d'actualisation. La valeur actuelle des flux de trésorerie représente simplement la somme des flux de trésorerie actualisés avec le WACC. La somme de ces éléments représente la valeur de l'entreprise sans prise en compte de sa situation financière. Il est nécessaire ensuite d'adapter celle-ci en y incorporant le cash et en y soustrayant les dettes. Cette méthode de valorisation m'a permis de valoriser une action de l'entreprise à 11.09 euros.

II.7.2 Valorisation par la méthode des comparables

Afin de compléter la valorisation et d'y inclure la dimension sectorielle et compléter/affiner la valorisation basée sur les flux de trésorerie, j'ai réalisé une valorisation via les entreprises comparables.

Pour ce faire, j'ai utilisé la fonction « RMAP » du logiciel Bloomberg afin d'obtenir un échantillon complet des entreprises présentes dans le même secteur qu'EXMAR et, par conséquent, des potentiels concurrents/paires.

PEERS	Price	Market Cap (In Millions of USD)	EV/Ebitda				
			2014	2015	2016	2017	2018
APMoller	\$1.252,01	26.032,9	1,09	0,88	1,63	1,70	0,85
Ardmore Shipping Corp	\$ 7,66	154,6	20,52	10,35	11,46	15,53	22,24
CPLP	\$ 11,06	265,9	11,55	9,18	6,74	6,72	7,92
Dryships Inc	\$ 4,05	492,9	7,05	—	—	—	9,64
GasLog Ltd	\$ 20,89	918,3	9,26	6,97	7,72	9,39	9,05
Golar LNG Partners LP	\$ 12,99	750,1	9,51	6,53	8,27	8,59	8,32
Hoegh LNG Holdings Ltd	\$ 19,53	509,7	44,19	22,21	15,11	11,29	9,80
KNOT Offshore Partners LP	\$ 19,55	586,2	12,72	8,42	8,16	10,47	7,87
BWLPG NO	\$ 4,13	424,3	4,20	4,49	12,66	14,90	21,09
DORIAN	\$ 8,00	412,6	—	17,02	6,44	16,59	15,44
MISC	\$ 1,66	7.234,4	12,36	10,49	8,38	10,04	12,29
NVGS	\$ 11,26	523,2	9,43	6,46	7,73	10,39	9,57
SCI	\$ 0,48	458,7	13,13	6,72	4,68	8,02	9,51
TGP	\$ 14,95	875,0	18,73	11,06	13,56	17,10	15,94
Min			1,09	0,88	1,63	1,70	0,85
25th percentile			9,26	6,53	6,74	8,59	8,50
Median			11,55	8,42	8,16	10,39	9,60
Moyenne			13,36	9,29	8,66	10,83	11,40
75th percentile			13,13	10,49	11,46	14,90	14,66
Max			44,19	22,21	15,11	17,10	22,24
EXMAR	6,86	407,5	—	—	107,12	13,52	27,45

Figure 12 Liste des paires (Source : Bloomberg)

J'ai effectué un tri afin de ne sélectionner que les entreprises dont l'activité se rapprochait effectivement de celle d'EXMAR.

Il en ressort la liste fournie par la figure 11. Un souci apparaît lorsque j'effectue la valorisation avec ces données directement. En effet, le multiple de valorisation d'EXMAR (à savoir l'EV/EBITDA) est

extrêmement élevé en comparaison avec le secteur ce qui influe sur la

valorisation et induit une valorisation extrêmement faible lorsque j'utilise le médian sectoriel. Suivant les conseils de madame Platten je réinvestigue les comparables mais cela n'aboutit à aucune modification substantielle. Je me renseigne alors sur Bloomberg concernant l'approche utilisée sur la plateforme. La méthode utilisée et que je vais utiliser dans cette valorisation également est le « forward-looking multiple ». Cette méthode consiste à prendre

en considération l'Ebitda de l'année 2019 avec un taux de multiple « forward » pour l'année en question. Cette méthode n'est pas à utiliser dans n'importe quel cas mais celui d'EXMAR est un cas précis où cela peut être bon de l'utiliser. En effet, en travaillant avec les projections, cela induit une certaine incertitude mais ayant été prudent dans les hypothèses de projection cette incertitude est minimisée. De plus, depuis presque 3 ans EXMAR a connu certaines difficultés qui ont fait grimper ses multiples. Ces difficultés étant derrière elle il est raisonnable de considérer l'avenir serein comme base de valorisation. Bloomberg évalue le multiple BF EV/EBITDA à 7.8 (voir figure13). D'un point de vue théorique, l'utilisation de cette méthode est particulièrement

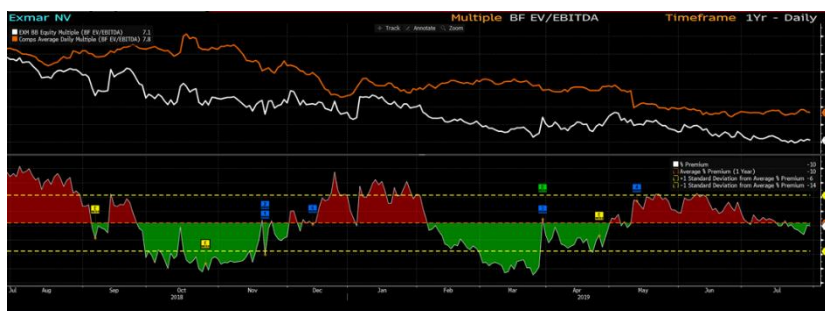


Figure 13 « Forward Ebitda » (Source: Bloomberg)

utile dans deux cas de figures : (1) quand une entreprise complète une transaction majeure qui impactera substantiellement l'Ebitda de l'année d'après ou (2) quand une entreprise sort d'une période particulièrement difficile et que l'utilisation des multiples historiques se trouve être moins appropriée. En prenant ces éléments théoriques en compte, mon choix s'avère d'autant plus justifié.

Terminal Value - Multiples Method:		
Median EV / EBITDA of Comps:		9,6 x
Baseline Terminal EBITDA Multiple:		7,8 x
Baseline Terminal Value:		\$ 441.960,09
(+) PV of Terminal Value:		401.324,7
(+) Sum of PV of Free Cash Flows:		97.098,3
Implied Enterprise Value:		\$ 498.423,0
% of Implied EV from Terminal Value:		80,5%
(+) Cash & Cash-Equivalents:		\$ 613,8
(+) Equity Investments:		\$ -
(+) Other Non-Core Assets, Net:		\$ -
(+) Net Operating Losses:		\$ -
(-) Total Debt:		\$ (195.199,1)
(-) Preferred Stock:		\$ -
(-) Noncontrolling Interests:		\$ (23,0)
(-) Unfunded Pension Obligations:		\$ (4.166,0)
(-) Capital Leases:		\$ -
(-) Restructuring & Other Liabilities:		\$ -
Implied Equity Value:		\$ 299.648,6
		\$ -
Diluted Shares Outstanding:		\$ 59.500,0
Implied Share Price from DCF:		\$ 5,04

En multipliant donc l'Ebitda de l'année 2019 par ce facteur de 7.8, nous obtenons une valeur terminale à laquelle s'ajoute les opérations précédemment expliquées. Via cette méthode de valorisation, on obtient un prix cible de 5.04 euros.

Figure 14 Valorisation par la méthode des comparables (Sources : analyses- C.Varewyck)

II.7.3 Pondération

Afin d'obtenir un prix et donc une recommandation, j'ai jugé bon de pondérer les deux méthodes de valorisation de la façon suivante ; 75% pour la première méthode et 25% pour la seconde. Ce choix se justifie par le fait de l'utilisation d'une méthode de valorisation plus atypique et pouvant faire face à plus d'incertitude que d'utiliser de l'information historique.

Le prix cible dérivé de cette pondération est de 9.58euros ce qui constitue donc une forte recommandation d'achat au vu du potentiel de hausse s'élevant à 39.7%. Cette recommandation peut paraître excessive mais le consensus actuel se situe à un prix cible se situant à 11euros. J'explique ma position plus « sécuritaire » vis-à-vis de la recommandation de KBC Securities (11euros)¹⁹ proposée par l'analyste avec qui j'ai pu obtenir un contact de par ma prudence concernant l'explosion attendue de l'EBITDA pour les prochaines années.

¹⁹ Source: KBC Securities Analyste financier: Cédric Duinslaeger

II.8 Stress test de la Valorisation

La valorisation (qu'importe les méthodes utilisées) repose sur des hypothèses. Même évaluée avec les données les plus fiables disponibles, cela reste des estimations et il y a peu de chance que dans le futur ces valeurs soient réellement observées. Partant de ce constat, il est nécessaire de fournir une analyse sensitive afin d'évaluer un gap de prix cible. Ce gap sera statistiquement plus précis.

Pour ce faire, j'ai évalué des scénarios pour chacune des deux méthodes de valorisation utilisées.

Tout d'abord, pour la méthode de valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie, j'ai fait varier le taux de croissance long terme ainsi que le WACC. J'ai déterminé les bornes de ce taux de croissance long terme sur base des gaps fournis par l'OCDE soit une borne minimale de 1.7% et une borne maximale à 2.2%. Pour le WACC, j'ai évalué la borne minimale en faisant varier le « risk premium » de l'écart-type (1.5%) fourni par le rapport de P.Martinez ainsi que rehaussé le taux d'imposition au taux de base. Cela nous donne une borne minimale de 4.065% et une borne maximale de 5.82% déterminée par une augmentation identique à la diminution calculée pour la borne inférieure. La figure 15 ci-dessous représente les résultats de cette première analyse.

		Weighted Average Cost of Capital (WACC):										
		4,065%	4,24%	4,42%	4,59%	4,77%	4,94%	5,12%	5,29%	5,47%	5,64%	5,82%
LT Growth Rate:	1,70%	\$ 14,94	\$ 13,76	\$ 12,73	\$ 11,82	\$ 11,01	\$ 10,30	\$ 9,65	\$ 9,07	\$ 8,55	\$ 8,07	\$ 7,63
	1,75%	15,30	14,07	13,00	12,06	11,23	10,49	9,83	9,23	8,69	8,20	7,75
	1,80%	15,68	14,40	13,28	12,31	11,45	10,69	10,00	9,39	8,83	8,33	7,87
	1,85%	16,08	14,74	13,58	12,57	11,68	10,89	10,18	9,55	8,98	8,46	7,99
	1,90%	16,49	15,09	13,88	12,84	11,91	11,10	10,37	9,72	9,13	8,60	8,11
	1,98%	17,15	15,65	14,37	13,26	12,28	11,43	10,66	9,98	9,37	8,81	8,31
	2,05%	17,86	16,25	14,88	13,70	12,67	11,77	10,97	10,26	9,61	9,04	8,51
	2,13%	18,62	16,89	15,43	14,18	13,09	12,13	11,29	10,54	9,87	9,27	8,72
	2,20%	19,45	17,58	16,02	14,68	13,52	12,52	11,63	10,84	10,14	9,51	8,94

Figure 15 Analyse sensitive (Analyse de C. Varewyck)

Cette analyse nous donne un prix cible maximum de 19.45 euros qui semble réellement extrême mais cohérent avec l'extrémisme des hypothèses sous-jacentes. Il est toutefois intéressant de constater que le prix le plus bas obtenu via cette analyse est de 7.63euros ce qui correspond à un potentiel de hausse de plus de 14% et confirme donc notre recommandation d'achat.

Ensuite, pour la seconde méthode de valorisation, j'ai gardé les mêmes hypothèses concernant le WACC et pris en considération le multiple EV/EBITDA. En borne supérieur j'ai considéré le multiple 9.6 étant la valeur actuellement observée sur le secteur. Pour la borne inférieure j'ai utilisé la même différence qu'il y a entre la borne supérieure et le taux utilisé pour la valorisation, cela nous donne un multiple de 6.

		Weighted Average Cost of Capital (WACC):										
		4,065%	4,24%	4,42%	4,59%	4,77%	4,94%	5,12%	5,29%	5,47%	5,64%	5,82%
Terminals EV / EBITDA Multiple	6,0 x	\$ 3,59	\$ 3,57	\$ 3,55	\$ 3,53	\$ 3,51	\$ 3,49	\$ 3,47	\$ 3,45	\$ 3,43	\$ 3,41	\$ 3,39
	6,5 x	3,98	3,96	3,94	3,92	3,90	3,88	3,86	3,83	3,81	3,79	3,77
	6,9 x	4,37	4,35	4,33	4,31	4,28	4,26	4,24	4,22	4,20	4,18	4,15
	7,4 x	4,77	4,74	4,72	4,70	4,67	4,65	4,63	4,60	4,58	4,56	4,53
	7,8 x	5,16	5,14	5,11	5,09	5,06	5,04	5,01	4,99	4,96	4,94	4,91
	8,3 x	5,55	5,53	5,50	5,47	5,45	5,42	5,40	5,37	5,35	5,32	5,29
	8,7 x	5,95	5,92	5,89	5,86	5,84	5,81	5,78	5,76	5,73	5,70	5,68
	9,2 x	6,34	6,31	6,28	6,25	6,22	6,20	6,17	6,14	6,11	6,08	6,06
	9,6 x	6,73	6,70	6,67	6,64	6,61	6,58	6,55	6,52	6,49	6,46	6,44

Figure 16 Analyse sensitive (Analyse de C. Varewyck)

Avec un point de vue plus centré sur la comparaison avec le marché, EXMAR s'avère être très cher. Dans les scénarios les plus optimums EXMAR est cotée proche de son prix actuel mais dans les scénarios centraux et négatif, l'entreprise est cotée très faiblement. Cela s'explique notamment par la dette gigantesque que détient l'entreprise. Lorsque les résultats attendus seront effectivement réalisés et que l'entreprise épongera quelque peu cette dette, la valorisation vis-à-vis du secteur sera améliorée.

II.9 Risques

Dans cette section, nous analyserons les différents risques auxquels fait face EXMAR. Nous n'avons pas la prétention d'être exhaustif mais nous avons cerné l'ensemble des risques qui expliqueraient 90% à 95% des accidents prévisibles que pourrait subir l'entreprise.

La structure de cette section est établie comme suit pour chacun des risques pris en compte :

- (1) Identification du risque.
- (2) Potentielles conséquences/impacts de ce risque sur EXMAR.
- (3) Facteurs limitants et contrôles mis en place par EXMAR (si existant)

II.9.1 Risques stratégiques

II.9.1.1 Risques de marché

Nous nous intéressons à 2 types de risques de marché dans cette section (A et B).

(A1) cyclicité du marché pétrolier et du gaz.

(A2) Un déclin du marché peut entraîner une diminution des cashflows et par conséquent de la valeur des flottes détenues.

(A3) L'entreprise prend en compte ce risque en mixant deux « défenses » ; la diversification des clients et une couverture mixant différentes durations.

(B1) Diminution de la demande

(B2) Une demande diminuée impacterait (négativement) les « working days » des flottes ce qui entraînerait la dégradation de la situation financière de l'entreprise par la diminution des cash flows générés ainsi que par la diminution de valeur des flottes impactées.

II.9.1.2 Risques dus au climat politique étranger

(1) Ce risque comprend les possibles impacts d'une guerre commerciale, mésententes potentielles de notations puissantes liées au marché pétrolier, du terrorisme, d'attaque de bateaux, ...

(2) Différents impacts de natures diverses peuvent apparaître.

- A. Cela peut impacter les marchés financiers et donc les résultats directs de l'entreprise.
 - B. Une baisse de la demande.
 - C. L'instabilité peut induire une difficulté supplémentaire dans l'obtention de crédits.
 - D. Potentielles dépenses inattendues liées à l'apparition de nouvelles normes de sécurité, politiques, ... dans les pays concernés.
- (3) Il est difficile de prévoir ce genre d'événement mais EXMAR dispose d'équipes dont le rôle est de constamment monitorer la situation politico-économique mondiale afin d'anticiper et de réduire d'éventuels coûts. Ajouté à cela, les contrats d'assurance sont régulièrement mis à jour.

II.9.1.3 Risques dus à la compétition

- (1) Apparition de nouveaux concurrents par rachat, fusion & acquisition, ...
- (2) Du fait de la compétitivité féroce présente sur ce marché, l'arrivée de nouveaux concurrents impliquerait une diminution des prix et donc sur la situation financière de l'entreprise par la diminution des cash flows générés ainsi que par la diminution de valeur des flottes impactées.
- (3) EXMAR fait face à ce risque de 2 façons.
 - A. EXMAR suit une stratégie de long terme ce qui implique que même à l'arrivée de nouveaux concurrents, l'entreprise n'est pas impactée directement.
 - B. EXMAR investi énormément dans l'optique de garder une réputation très positive auprès du marché : managers expérimentés, qualité des opérations, relations saines avec les employé et partis prenantes,

II.9.2 Risques Opérationnels

II.9.2.1 Risques liés à l'utilisation quotidienne des actifs

- (1) Différents événements (défauts mécaniques, déboires de la nature, erreur humaine, action politique, grève, ...) peuvent influencer et faire en sorte que les performances ciblées ne sont pas atteintes.

(2) Les conséquences peuvent être phénoménales. Une atteinte à la réputation de l'entreprise qui ne remplit pas sa part du contrat induit des coûts (lié au nombre de « working day » en diminution par exemple) et peut aller jusqu'à l'annulation de partenariats.

(3) Afin de réduire ces risques difficilement évaluables, des assurances sont prises et de nombreux programmes de préparation sont régulièrement imposés afin de réduire les risques inhérents à l'activité.

II.9.2.2 Dépenses opérationnelles

(1) Les dépenses opérationnelles et de maintenance peuvent être volatiles.

(2) De nombreuses dépenses (Capex) sont dérivées de facteur externe non contrôlable et peuvent réduire significativement les profits.

(3) EXMAR se veut être le plus proactif possible au niveau des inspections (internes et externes) et met à jour/améliore ses régulations concernant la maintenance sur une base journalière.

II.9.2.3 Vétusté des flottes

(1) Certains navires plus « âgés » impliquent plus de charges que les plus récents.

(2) Les dépenses en capital sont conséquentes afin de garder une certaine capacité opérationnelle et répondre aux attentes des clients ainsi qu'aux lois et aux standards internes de qualité.

(3) L'entreprise monitoré l'âge moyen de sa flotte dans sa stratégie de long terme. De plus, afin de rester compétitif, des investissements dans de nouveaux bâtiments sont régulièrement fait. Ajouté à cela, une classification en interne est faite sur l'état des actifs.

II.9.2.4 Actifs en construction

(1) Les actifs en cours de construction font principalement face à deux risques : solvabilité du contractant et l'accordance entre la commande et le produit effectivement livré.

(2) Une faillite du contractant aurait des conséquences colossales pour l'entreprise car il en résulte une perte sèche directe liée à la fabrication et ajouté à cela des coûts pour trouver un autre acquéreur qui peut potentiellement avoir des besoins divergents.

(3) EXMAR exige des paiements en avance qui sont sécurisés par des garanties. De plus l'avancement est monitoré par l'entreprise et le contractant afin d'être conforme aux attentes et aux régulations.

II.9.2.5 Emploi

(1) Un bateau qui n'est pas en activité est un coût considérable pour l'entreprise.

(2) Un bateau sans activité et ou l'entreprise n'est pas capable de l'utiliser dans un contrat de long terme causerait des coûts impactant le P&L. De plus cela obligerait l'entreprise à viser des contrats à plus court terme ce qui est d'une part hors de sa stratégie et d'autre part la rendrait dépendante aux fluctuations fortes à court terme présentes dans ce secteur.

(3) EXMAR mise sur l'expérience de son équipe commerciale et d'une stratégie qui mixe différentes durées de contrats.

II.9.2.6 Régulation

(1) Modification de régulations ou arrivée de nouvelles lois concernant l'environnement.

(2) De nouvelles régulations impliqueraient des coûts supplémentaires afin de rendre conforme l'ensemble de la flotte ainsi que de potentiels délais pour les navires en construction.

(3) EXMAR fait confiance à son équipe afin d'être proactif et anticipatif.

II.9.3 Risques financiers

II.9.3.1 Risque de contrepartie

(1) EXMAR est dépendant d'un nombre limité de clients qui pourraient faire faillite.

(2) En cas de défaut d'un client les pertes seraient conséquentes (les coûts de réaffectation de la flotte peuvent être conséquent en cas de conditions de marché défavorable).

(3) EXMAR se repose sur l'expérience de son management pour évaluer la situation financière des contractants. De plus, des évaluations plus poussées sont effectuées pour les potentiels nouveaux clients et des garanties peuvent être exigées.

II.9.3.2 Risque sur le financement

- (1) Les différents contrats de financement en cours comportent certaines restrictions concernant des potentiels financements supplémentaires.
- (2) En cas de défaut(s) sur certains actifs, les maturités octroyées par les agences de crédits pourraient être avancées et cela réduirait les opérations futures ou en cours. L'impact sur la situation financière pourrait être significatif en cas d'impossibilité de financement d'activité/constructions en cours.
- (3) Etant donné le fait que le financement est parti inhérente à ce type d'entreprise, EXMAR a diversifié ses sources et maturités de financement et les dirigeants ont des contacts/supports dans divers établissements.

II.9.3.3 Taux d'intérêts

- (1) EXMAR finance généralement ses activités via des taux variables. De plus, EXMAR fait face à certains coûts en EURO alors que ses activités génèrent des cash-flows en USD.
- (2) Une augmentation des taux d'intérêts impacterait négativement les cash-flows de l'entreprise ainsi que la valeur des outils financier servant de couverture à l'exposition aux taux. De plus, un dollar s'affaiblissant impacterait négativement les résultats.
- (3) Une partie de l'exposition est couverte via des instruments financiers.

II.9.3.4 Réduction de valeur

- (1) Les normes comptables IFRS demandent de valoriser les actifs à la « Fair Value » beaucoup plus volatile que l'ancienne valeur comptable. Un risque pouvant survenir est une variation à la baisse des flottes ou des actifs flottants.
- (2) Si une diminution importante apparait, l'équilibre pourrait être rompu et une perte conséquente due à une réduction de valeur impacterait la position financière de l'entreprise par le fait que la valeur des actifs est une garantie permettant des emprunts bancaires importants.

(3) EXMAR évalue de manière continue la valeur de ses actifs. De plus, EXMAR a inclus depuis 2016 les projections long-terme de cash-flows liés à ses actifs afin de couvrir les variations de valeur à court-terme (venant de la cyclicité des activités) dans les contrats de financement.

II.10 Conclusion

Par l'intermédiaire d'un cas pratique, j'ai pu découvrir le métier d'analyste financier de manière plus approfondie que durant mon cursus universitaire. L'objectif de ce mémoire était de fournir une recommandation via une couverture du titre EXM coté sur l'Euronext (Bourse de Belgique). Pour arriver à cette finalité, j'ai procédé en deux temps ; une recherche empirique tout d'abord et une étude de cas ensuite.

Ma revue littérature m'a fait découvrir plus en profondeur les challenges auxquels font face les analystes financiers. En m'attardant dans la littérature, j'ai pu cerner l'origine de cette fonction mais surtout le rôle de celle-ci au sein des marchés financiers. D'apparence aisée, la fonction d'analyste est pourtant complexe à bien des égards. Il faut une connaissance approfondie des différents secteurs étudiés, pouvoir être impartial et critique vis-à-vis des informations reçues afin d'émettre les hypothèses les plus proches de la réalité inconnue et il faut choisir avec soin les méthodes de valorisation, parmi les nombreuses disponibles, utilisées pour chacune des entreprises étudiées.

Sur base d'un ensemble d'éléments le plus exhaustif possible impactant de près ou de loin l'activité de l'entreprise EXMAR, j'ai été à même de fournir une recommandation d'achat. Pour ce faire, je me suis basé sur le passé de l'entreprise via son bilan, ses comptes de résultats et son historique boursier, sur la situation économique actuelle qui appelle à la prudence, sur son management, sur sa stratégie, sur ses forces et faiblesses, ... Le reflet de la prise en compte de l'ensemble de ces éléments est le prix cible de 9.58euros correspondant à un potentiel de hausse significatif de près de 40%.

L'analyse financière ne s'inscrit pas dans la lignée des sciences exactes, de ce fait il est nécessaire de prendre un certain recul et de fournir une analyse prenant en compte les chocs potentiels pouvant survenir sur les marchés. Via l'analyse sensitive, j'ai pu confirmer ma recommandation tout comme confirmer certains résultats des analyses précédemment effectuées.

Exposée ci-dessous, ma recommandation d'achat ...

Acheter - Objectif de Cours 9.58 EUR

Cours de clôture	6.86 EUR	Capitalisation Boursière	0.4 milliards USD
Date de clôture	Mai 2019	Valeur de l'entreprise	0.8 milliards USD
Bourse	Bruxelles	VE/Ebitda	27.45
Code ISIN	BE0003808251	Dividendes	-
Volume moyen	27 169	ND/Ebitda	8.8

Activités de l'entreprise

Au fil du temps, EXMAR, simple compagnie maritime, est devenue un fournisseur de solutions maritimes et logistiques pour le transport, la regazéification et la liquéfaction dans l'industrie pétrolière et gazière. EXMAR dispose actuellement d'une flotte de 64

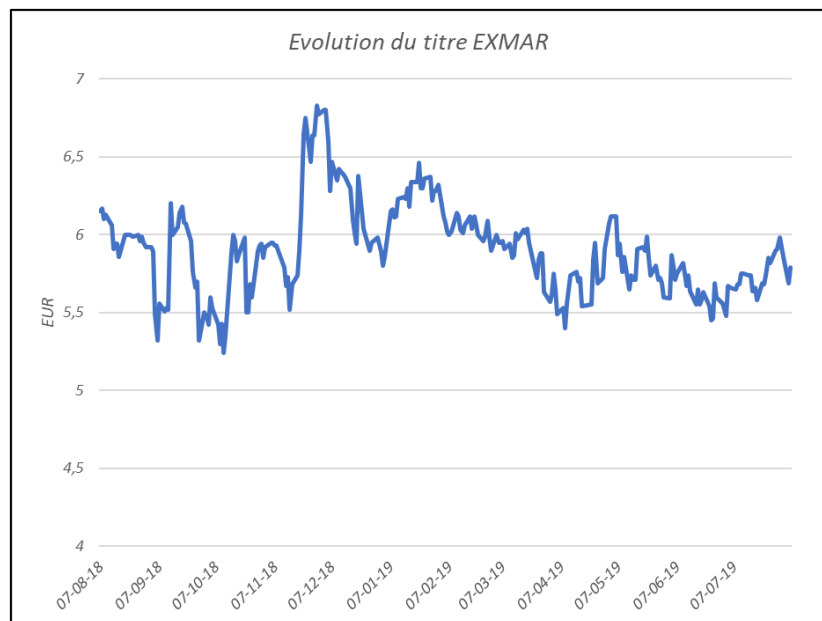


Figure 11 Performance de l'action sur 1an (Source : Yahoo Finance)

Motivation de la recommandation

Durant l'année écoulée, EXMAR a su renverser la tendance pour, à nouveau, offrir de belles perspectives. De plus, tout porte à croire que cet assainissement des finances n'est pas terminé grâce aux contrats dégotés pour ses deux actifs principaux (Tango FLNG et FSRU). A mesure de l'évolution du niveau opérationnel du TANGO FLNG et des nouvelles concernant le contrat prévu en 2021, la décote actuelle du titre (de près de 3euros) devrait se résorber. L'avenir semble plutôt clément pour le segment LNG via les opportunités qu'offrent les pays émergents. La viabilité des unités flottantes peut également être un atout non négligeable pour la croissance futur de l'entreprise.

Points forts :

- Entreprise innovante
- Perspective du marché du GNL
- Leader du segment GPL/GNL de moyenne taille
- Tango FLNG et contrats FSRU prévu pour 2021 améliorant la situation financière

Points Faibles :

- Situation bilantaire réduit la capacité à exercer son avantage concurrentiel
- Confiance du marché : Attente de confirmation des résultats attendus.

III. Bibliographie

Analyst Forum. En ligne <https://www.analystforum.com> Consulté le 31/07/2019

Ardmore Shipping. (2018). *Home*. En ligne <https://ardmoreshipping.com/>

Arik, E., (2011). *Méthode d'évaluation par les multiples (PER, EBIT, EBITDA, CA)- méthode comparative pour la valorisation d'entreprise*. En ligne <http://www.analyse-sectorielle.fr/2011/03/methode-devaluation-par-les-multiples/>, consulté le 4 août.

Auberger, M., (2011). « Les difficultés de la valorisation des entreprises par les marchés financiers », *Revue d'économie financière*, vol.104, 209-216.

Bayle, E., Schwartz, M., (2005). « A quoi servent les analystes financiers? ».

Bloomberg. *AP Moller- Maerks A/S*. En ligne <https://www.bloomberg.com/quote/MAERSKB:DC>, consulté le 27 mai 2019

Bloomberg. *Ardmore Shipping Corp*. En ligne <https://www.bloomberg.com/quote/ASC:US>, consulté le 29 mai 2019

Bloomberg. *Capital Product Partner LP*. En ligne <https://www.bloomberg.com/quote/CPLP:US>, consulté le 29 mai 2019

Bloomberg. *DryShip Inc*. En ligne <https://www.bloomberg.com/quote/DRYS:US>

Bloomberg. *Gaslog Ltd*. En ligne <https://www.bloomberg.com/quote/GLOG:US>

Bloomberg. *Golar LNG Partners LP*. En ligne <https://www.bloomberg.com/quote/GMLP:US>

Bloomberg. *Hoegh LNG*. En ligne <https://www.bloomberg.com/quote/HLNG:NO>

Bloomberg. *Knutsen OAS shipping AS*. En ligne <https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=7847073>

Bloomberg. *MPC Container Ships*. En ligne <https://www.bloomberg.com/quote/MPCCME:NO>

BNP Paribas Fortis. (2017). *EXMAR attend avec impatience des contrats*. En ligne <https://myexperts.bnpparibasfortis.be/marches/actions/EXMAR-20170912?ShareId=a6058b3ccf10a1ebe080f7e4541b37f71313d047>

BNP Paribas Fortis. (2018). *EXMAR: transactions prometteuses et nouveaux contrats*. En ligne <https://myexperts.bnpparibasfortis.be/marches/actions/EXMAR-20180102?ShareId=689f094e15afc6be1beb8cabd5148cab908403f8>

Board of Governors of the federal reserve system. (2019). *FOMC Projections materials*. En ligne <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojetabl20190320.htm>

Boatsman J. et Baskin E. (1981), « Asset Valuation with Incomplete Markets », *Accounting Review*, vol. 56, p. 38-56.

Bourget, P., Laoun, W., (n.d.). *Chapitre 10 : L'analyse technique*. En ligne http://www.iclf.ca/DL/gpvm_chap10.pdf

Bourget, P., Laoun, W., (n.d.). *Chapitre 9 : L'analyse fondamentale*. En ligne http://www.iclf.ca/DL/gpvm_chap9.pdf

Brazil Energy Insight. (2018). *Compliance issues may take EXMAR from Buzios V*. En ligne <https://brazilenergyinsight.com/2018/11/17/compliance-issues-may-take-EXMAR-from-buzios-v/>

CapitalCube. (2017). *EXMAR NV: Undervalued relative to peers, but don't ignore the other factors*. En ligne <http://www.capitalcube.com/blog/index.php/EXMAR-nv-undervalued-relative-to-peers-but-dont-ignore-the-other-factors/>

Capital Product Partner. (n.d.). *Investor relation*. En ligne <http://ir.capitalpplp.com/investor-relations>

Chahine, S., Mathieu, J.P., (2014). « Valorisation stratégique par contextes de valeur : le cas des introductions sur le nouveau marché ». *Finance Contrôle Stratégie*, Association FCS, 2003, 6 (2), pp.91-114. fahal-00765190f

Chambost, I., (n.d.). *La formation du jugement de l'analyste financier sell-side: La difficile réconciliation de la valeur fondamentale des titres avec leur valeur de marché*, 29^o Congrès de l'association Francophone de Comptabilité. En ligne <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00522456/document>

Chen, J., (2018). *FPSO (Floating Production Storage and Offloading)*. En ligne <https://www.investopedia.com/terms/f/fpso-floating-production-storage-and-offloading.asp>

CMC., (2018). *Méthode des Discounted Cash Flow: les 4 étapes*. En ligne <https://www.cmcmarkets.com/fr-fr/actualites-et-analyses/methode-des-discounted-cash-flow-les-4-etapes>, consulté le 1^{er} aout 2019.

Collen, V., (2019). *Le marché mondial de l'énergie bouleversé par la chute du prix du gaz*. En ligne <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/le-marche-mondial-de-lenergie-bouleverse-par-la-chute-du-prix-du-gaz-1029548>

Cohen, E., (1997). « Analyse financière », 4^{ème} édition, Économica, Paris.

Connaissances des énergies. (2019). *L'évolution des marchés pétroliers d'ici à 2024 vue par l'AIE*. En ligne <https://www.connaissancedesenergies.org/levolution-des-marches-petroliers-dici-2024-vue-par-laie-190311>

CSOEC., (n.d.). "Discounted Cash Flow", version 1 (2001-2011).

Damodaran, A., (2006), "Valuation approaches and metrics: a survey of the theory and evidence", Working paper, Stern School of Business.

DryShip Inc. (2019). En ligne <http://www.dryships.com/>

Duhamel, F., (2007). *Présentation du référentiel OHSAS 18001*. En ligne : <https://ohsas-18001.fr/Le-referentiel-OHSAS-18001.pdf>

Dyvik, N., Lian, J., Bye, M., (2019). *Tanker sector report*, DNB Markets. En ligne <https://www.concordiamaritime.com/globalassets/pdf/crude-tankers-webcast-dnb-markets---tanker-stocks-upgraded-to-buy.pdf>

Enerdata. (2018). *Asian and European gas prices will converge by 2030*. En ligne <https://www.enerdata.net/publications/executive-briefing/forecast-gas-prices-converge-europe-asia.html>

Energie, Oil & gas. (2009). *EXMAR profiles : a buoyant future*. En ligne <http://www.energy-oil-gas.com/2009/03/06/EXMAR/>

European Central Bank. (n.d.). *Euro area yield curves*. En ligne https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.html

European Central Bank. (2019). *Macroeconomic projections for the euro area*, research and publication. En ligne

https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections201903_ecbstaff~14271a62b5.en.html#toc1

Europétrole. (n.d.). *Industrie pétrolière*. En ligne https://www.euro-petrole.com/an_02_industrie_petroliere_liste.php?sousCat=4&numeroPage=1, consulté le 20 juillet 2019

Fabre-Azema, F., (2002). « Études des méthodes d'évaluation employées par les analystes financiers lors des introductions en Bourse sur le Second marché de la Bourse de Paris », *Cahiers de Recherche* n° 2002-09, Cereg-Dauphine, Université de Paris-Dauphine.

Fama, E., (1965). « Random Walks in Stock-Market Prices », *Selected Papers* n° 16, Graduate School of Business, University of Chicago

Fernandez, P., Martinez, Mar., Acin, I., (2019). “ Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 69 countries in 2019: a survey”.

Franssens, D., (2019). "*Nous avons failli mourir, mais nous sommes à nouveau bien vivants*" (Nicolas Saverys, CEO d'EXMAR). En ligne <https://www.lecho.be/entreprises/transport/nous-avons-failli-mourir-mais-nous-sommes-a-nouveau-bien-vivants-nicolas-saverys-ceo-d-EXMAR/10096489.html>

Gabrielson, G., (2015). *Upstream, Midstream, and Downstream... What's the difference?* En ligne <https://lonetreeusa.com/upstream-midstream-downstream-whats-difference/>

Galloy, P., (2018). *EXMAR tire enfin profit du Caribbean FLNG*. En ligne <https://www.lecho.be/les-marches/actu/actions/EXMAR-tire-enfin-profit-du-caribbean-flng/10071726.html>

Galloy, P., (2018). *Le cours d'EXMAR reste tributaire du sort de ses projets*. En ligne <https://www.lecho.be/les-marches/actu/general/le-cours-d-EXMAR-reste-tributaire-du-sort-de-ses-projets/9998692.html>

Garnier, O., Mahieu, R., Villetelle, J.P., (2015). *Coût du capital, conseil national de l'information statistique*. En ligne https://www.cnis.fr/wp-content/uploads/2017/10/RAP_2015_139_coût-du-capital.pdf

Gaslog. (2019). En ligne <https://www.gaslogltd.com/>

Global Energy. (2013). *Challenges and Solutions in an Upstream and Downstream oil and gaz operation*. En ligne : <https://globalenergy.pr.co/65678-challenges-and-solutions-in-an-upstream-and-downstream-oil-and-gas-operation>

Golar LNG Partners LP. (n.d.). En ligne <http://www.golarlngpartners.com/>

Green Jakobsen. (n.d.). *Safety Maturity Assessment*. En ligne: <https://www.green-jakobsen.com/safety/safety-maturity-assessment-EXMAR/>

Hoegh LNG. (2019). En ligne <https://hoeghlng.com/>

Hoogsteyn, G., (2018). *Comment valoriser son entreprise ? Un guide pour vendre sa société...* En ligne <https://www.beci.be/2018/02/23/comment-valoriser-une-entreprise/>

HOWSTUFFWORK DISTRIBUTORS. (n.d.). *What is a submersible MODU?*. En ligne <https://science.howstuffworks.com/environmental/energy/submersible-modu.htm>

McKinsey Global Institute analysis. (Nov 2018). *In pursuit of prosperity* En ligne <https://www.mckinsey.com/featured-insights/innovation-and-growth/in-pursuit-of-prosperity>
consulté le 30/07/2019

International monetary fund. (2019). *Real GDP growth annual percent change*. En ligne https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD

Juhel, J.P., (2012). *Les fondements de l'analyse financière*. hal-01527971. En ligne <https://hal.archives-ouvertes.fr/cel-01527971/document>

Kim M. et Ritter J.R. (1999), « Valuing IPOs », *Journal of Financial Economics*, vol. 53, p. 325-356.

Knutsen Group. (2019). En ligne <https://knutsenoas.com/>

La Libre Afrique. (2018). *Crise politique en Libye : l'industrie pétrolière quasi-paralysée*. En ligne <https://afrique.lalibre.be/21119/crise-politique-en-libye-lindustrie-petroliere-quasi-paralysee/>

La libre. (2006). *Navigation plein gaz pour EXMAR*. En ligne <https://www.lalibre.be/economie/entreprises-startup/navigation-plein-gaz-pour-EXMAR-51b88d2be4b0de6db9ad6137>

L'Echo. (2019). *EXMAR, bien partie pour 2019*. En ligne <https://www.lecho.be/entreprises/transport/EXMAR-bien-partie-pour-2019/10112011.html>

L'Echo. (2015). *EXMAR, une faiblesse passagère*. En ligne <https://www.lecho.be/actualite/archive/EXMAR-une-faiblesse-passagere/9679156.html>

Lefebvre, F., (2017). *Focus sur la méthode DCF et le mali technique*. En ligne https://www.flf.fr/breves/focus-sur-methode-dcf-mali_429.html, consulté le 2 aout.

Leonard, J., (2013). *EXMAR is undervalued with multiple value catalysts*. En ligne <https://seekingalpha.com/article/1500932-EXMAR-is-undervalued-with-multiple-value-catalysts>

Le Parisien. (n.d.). *Analyse financière*. En ligne <http://dictionnaire.sensagent.leparisien.fr/analyse%20financiere/fr-fr/>, consulté le 2 aout 2019

Mahmoud, A., (2014). *Gestion financière approfondie*. En ligne <https://fr.slideshare.net/mahmoudostad7/gestion-financiere-approfondie>

Maersk. (n.d.). *All the way*. En ligne <https://www.maersk.com/>

Marine, Oil & Gas Academy_(n.d.). *Oil & Gas Value Chains*. En ligne <https://moga.saoga.org.za/resources/oil-gas-value-chains>

Market Watch. (2019). *LPG Tanker Market: Comprehensive Study Explores Huge Growth In Future | Dorian Hellas, Pertamina, EXMAR*. En ligne <https://www.marketwatch.com/press-release/lpg-tanker-market-comprehensive-study-explores-huge-growth-in-future-dorian-hellas-pertamina-EXMAR-2019-04-23>

Mataf. (2019). *Glossaire : Valeur de marché*. En ligne <https://www.mataf.net/fr/edu/glossaire/valeur-de-marche>, consulté le 3 aout 2019

Messaoud, F., (2019). *De bonnes perspectives pour le marché mondial du gaz : Quelle opportunité pour l'Algérie ?* En ligne <http://www.reporters.dz/2019/06/08/de-bonnes-perspectives-pour-le-marche-mondial-du-gaz-quelle-opportunite-pour-lalgerie/>

Meulemans, D., (2009). *Faire sa valorisation : la méthode DCF*. En ligne <http://www.dynamique-mag.com/article/faire-sa-valorisation-la-methode-dcf.2470>, consulté le 1^{er} aout

MPC Containers Ships. (2019). En ligne <http://www.mpc-container.com/>

Murcia, R., (2014). « Analyse financière et évaluation d'entreprise : recherche d'éléments créateurs de valeur non pris en compte par les méthodes d'évaluation traditionnelles ».

Miloudi, A., Chevallier, C., (2014). « Diagnostic financier », DUNOD, 157-177.

Okeanis eco tankers. (2018). En ligne <http://www.okeanisecotankers.com/>

Petropedia. (n.d.). *Mobile Offshore Production Unit (MOPU)*. En ligne <https://www.petropedia.com/definition/7707/mobile-offshore-production-unit-mopu>

Reuters. *AP Moller-Maerks A/S*. En ligne <https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/MAERSKb.CO>, consulté le 27 mai 2019

Reuters. *Capital product partner*. En ligne <https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/CPLP.OQ> consulté le 27 mai 2019

Reuters. *DryShip*. En ligne <https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/DRYS.OQ> consulté le 27 mai 2019

Reuters. *Gaslog*. En ligne <https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/GLOG.N> consulté le 27 mai 2019

	EXMAR									
	USD '000	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Inventories										
Trade debtors	\$ 69.130,00	\$ 23.970,00	\$ 23.548,00	\$ 30.158,00	\$ 25.001,00	\$ 26.292,78	\$ 26.489,60	\$ 27.270,98		
Other debtors	\$ 19.443,00	\$ 10.044,00	\$ 87.486,00	\$ 78.781,00	\$ 117.347,00	\$ 125.894,46	\$ 129.373,58	\$ 133.189,78		
Prepaid										
CURRENT ASSETS	\$ 88.573,00	\$ 34.014,00	\$ 111.034,00	\$ 108.939,00	\$ 142.348,00	\$ 152.187,24	\$ 155.863,18	\$ 160.460,76		
Trade creditors (L&S)	\$ 47.356,00	\$ 55.815,00	\$ 53.682,00	\$ 61.160,00	\$ 50.545,00	\$ 51.554,48	\$ 52.979,20	\$ 54.541,95		
Other CL	\$ 14.806,00	\$ 15.161,00	\$ 140.147,00	\$ 29.136,00	\$ 165.657,00	\$ 132.525,60	\$ 106.020,48	\$ 84.816,38		
Accrued charges	\$ -	\$ -	\$ 24.697,00	\$ 29.136,00	\$ 40.247,00	\$ 57.750,83	\$ 79.375,65	\$ 109.295,61		
CURRENT LIABILITIES	\$ 62.162,00	\$ 70.976,00	\$ 218.526,00	\$ 119.432,00	\$ 256.449,00	\$ 241.830,91	\$ 238.375,33	\$ 248.653,95		
Net working capital	\$ 26.411,00	\$ -36.962,00	\$ -107.492,00	\$ -10.493,00	\$ -114.101,00	\$ -89.643,67	\$ -82.512,15	\$ -88.193,19		
% sales	18%	-32%	-87%	-6%	-90%	-95%	-85%	-89%		
Intangible fixed	\$ 176.495,00	\$ 511,59	\$ 495.161,00	\$ 163.922,00	\$ 154.222,00	\$ 172.025,00	\$ 189.828,00	\$ 207.631,00		
Tangible fixed	\$ 549.565,00	\$ 173.095,00	\$ 290.612,00	\$ 565.344,00	\$ 566.455,00	\$ 529.633,00	\$ 492.811,00	\$ 455.989,00		
Financial fixed	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -		
Total fixed assets	\$ 726.060,00	\$ 173.606,59	\$ 785.773,00	\$ 729.266,00	\$ 720.677,00	\$ 701.658,00	\$ 682.639,00	\$ 663.620,00		
Net capital employed	\$ 752.471,00	\$ 136.644,59	\$ 678.281,00	\$ 718.773,00	\$ 606.576,00	\$ 612.014,33	\$ 600.126,85	\$ 575.426,81		
Average capital employed	\$ 752.471,00	\$ 444.557,80	\$ 407.462,80	\$ 698.527,00	\$ 662.674,50	\$ 609.295,17	\$ 606.070,59	\$ 587.776,83		
FINANCIALS										
Bank and cash	\$ 87.425,00	\$ 129.969,00	\$ 121.096,00	\$ 41.824,00	\$ 39.837,00	\$ 613,80	\$ -36.129,64	\$ -69.471,59		
Investments	\$ 25.407,00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -		
DEBTS	\$ 391.902,00	\$ 397.425,00	\$ 329.590,00	\$ 343.571,00	\$ 221.209,00	\$ 195.199,15	\$ 172.247,55	\$ 151.994,61		
LT Financial debts	\$ 30.315,00	\$ 48.196,00	\$ 7.679,00	\$ 7.186,00	\$ 4.166,00	\$ 159.823,00	\$ 139.823,00	\$ 109.823,00		
ST financial debts	\$ 14.806,00	\$ 15.161,00	\$ 140.147,00	\$ 29.136,00	\$ 165.657,00					
Other LTL	\$ 298.714,00	\$ 298.714,00	\$ 298.714,00	\$ 298.714,00	\$ 298.714,00	\$ 224.065,15	\$ 137.435,68	\$ 44.522,86		
Provisions	\$ 2.395,00	\$ 2.522,00	\$ 2.434,00	\$ 2.360,00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -		
Shareholders funds	\$ 519.073,00	\$ -97.979,41	\$ 350.403,00	\$ 423.201,00	\$ 177.876,00	\$ 228.739,99	\$ 286.738,53	\$ 351.609,36		
Minorities	\$ 175,00	\$ 190,00	\$ 215,00	\$ 135,00	\$ -23,00	\$ -	\$ -	\$ -		
Equity capital	\$ 518.898,00	\$ -98.169,41	\$ 350.188,00	\$ 423.066,00	\$ 177.899,00	\$ 228.739,99	\$ 286.738,53	\$ 351.609,36		
Total assets	\$ 927.465,00	\$ 337.589,59	\$ 1.017.903,00	\$ 880.029,00	\$ 902.862,00	\$ 854.459,04	\$ 802.372,53	\$ 754.609,17		
Total liabilities	\$ 927.465,00	\$ 337.589,59	\$ 1.017.903,00	\$ 880.029,00	\$ 902.862,00	\$ 854.459,04	\$ 802.372,53	\$ 754.609,17		

III. Annexes

III. 1. Bilan

III. 2. Compte de résultats

EXMAR											
USD m		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
Total sales		143,441.0	115,591.0	123,158.0	180,926.0	127,395.0	197,462.3	206,348.1	215,633.7		
% growth			-19,4	6,5	46,9	-29,6	0,55	0,045	0,0450		
Materials		-84,799,0	-80,986,0	-66,490,0	-83,454,0	-65,975,0	-111,006,0	-116,001,3	-121,221,3		
% sales		59,12%	70,06%	53,99%	46,13%	51,79%	56,22%	56,22%	56,22%		
Gross Profit		58,642,0	34,605,0	56,668,0	97,472,0	61,420,0	86,456,2	90,346,8	94,412,4		
% growth			-41,0%	63,8%	72,0%	-37,0%	40,8%	4,5%	4,5%		
% sales		41%	30%	46%	54%	48%	44%	44%	44%		
R&D		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
% growth											
% sales											
SG&A		-57,586,0	-51,468,0	-47,004,0	-38,277,0	-34,294,0	-30,155,6	-26,516,6	-23,316,7		
% growth			-10,6	-8,7	-18,6	-10,4	-12,1	-12,1	-12,1		
% sales		-40,1	-44,5	-38,2	-21,2	-26,9	-15,3	-12,9	-10,8		
Opex		-142,385,0	-132,454,0	-113,494,0	-121,731,0	-100,269,0	-141,161,6	-142,517,9	-144,538,1		
% growth			-6,97%	-14,31%	7,26%	-17,63%	40,78%	0,96%	1,42%		
Others		-9,224,0	-6,800,0	-1,979,0	-576,0	-1,999,0	0,0	0,0	0,0		
EBITDA		8,168,0	-23,663,0	7,685,0	58,619,0	25,127,0	56,300,6	63,830,2	71,095,7		
% growth			na		662,8	-57,1	124,1	13,4	11,4		
% sales		-6%	-20%	6%	32%	20%	29%	31%	33%		
Depreciation		-7739,0	-5174,0	-6784,0	-8004,0	-19019,0	-13716,8	-14334,1	-14979,1		
% sales		-5,40%	-4,48%	-5,51%	-4,42%	-14,93%	-6,95%	-6,95%	-6,95%		
Provisions		0,0	-134,0	88,0	0,0	2360,0	0,0	0,0	0,0		
EBIT		-15,907,0	-28,971,0	989,0	50,615,0	8,468,0	42,583,8	49,496,1	56,116,5		
% growth			na		5,017,8	-83,3	402,9	16,2	13,4		
% sales		-11,09%	-25,06%	0,80%	27,98%	6,65%	21,57%	23,99%	26,02%		
Non-recurring		0,0	0,0	0,0	-35,026,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
REBIT		-15,907,0	-28,971,0	989,0	15,589,0	8,468,0	42,583,8	49,496,1	56,116,5		
% growth			na		1,476,2	-45,7	402,9	16,2	13,4		
% sales		-11,09%	-25,06%	0,80%	8,62%	6,65%	21,57%	23,99%	26,02%		
Financial Income		37,114,0	30,383,0	26,339,0	25,862,0	10,042,0	7,671,4	5,860,4	4,476,9		
Financial expenses		-19,801,0	-21,475,0	-22,056,0	-30,863,0	-31,051,0	-27,037,7	-23,543,2	-20,500,3		
Net financial result		17,313,0	8,908,0	4,283,0	-5,001,0	-21,009,0	-19,366,4	-17,682,8	-16,023,4		
Pretax profit		1,406,0	-20,063,0	5,272,0	10,588,0	-12,541,0	23,217,5	31,813,3	40,093,2		
% growth			na		100,8	na		37,0	26,0		
% sales		0,980%	-17,357%	4,281%	5,852%	-9,844%	11,758%	15,417%	18,593%		
Tax base (estimated)		1,406,0	-20,063,0	5,272,0	10,588,0	-12,541,0	23,217,5	31,813,3	40,093,2		
Tax		-4,041,0	-3,872,0	566,0	-1,353,0	-1,925,0	-3,947,0	-5,408,3	-6,815,8		
%				10,74%	12,78%	15,35%	-17%	-17%	-17%		
Net income		-2,635,0	-23,935,0	5,838,0	9,235,0	-14,466,0	19,270,5	26,405,0	33,277,3		

Ci-joint dans cette annexe le graphique représentant l'évolution de la courbe que j'ai considérée comme taux sans risque dans l'évaluation du WACC.

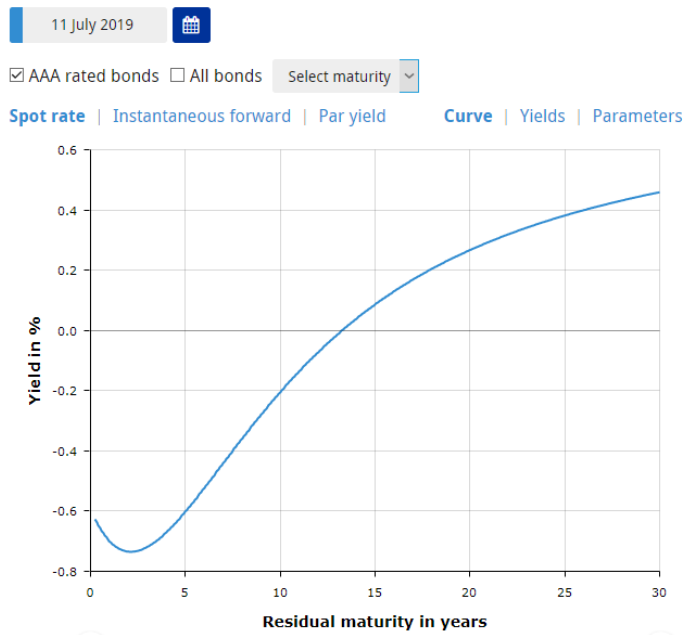


Figure 17 (Source : ECB)

III.4 Beta

Ci-joint le résultat de la régression linéaire effectuée afin d'établir le lien entre l'indice des moyennes capitalisation belges et l'entreprise EXMAR.

RAPPORT DÉTAILLÉ									
Statistiques de la régression									
Coefficient de détermination multiple	0,333398977								
Coefficient de détermination R ²	0,111154878								
Coefficient de détermination R ²	0,110524938								
Erreur-type	0,021721035								
Observations	1413								
ANALYSE DE VARIANCE									
	Degré de liberté	Somme des carrés	Moyenne des carrés	F	Valeur critique de F				
Régression	1	0,083251192	0,083251192	176,4531629	4,99482E-38				
Résidus	1411	0,665714517	0,000471803						
Total	1412	0,748965709							
	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure pour seuil de confiance = 95%	Limite supérieure pour seuil de confiance = 95%	Limite inférieure pour seuil de confiance = 95,0%	Limite supérieure pour seuil de confiance = 95,0%	Limite supérieure pour seuil de confiance = 95,0%
Constante	-0,000601148	0,000578627	-1,038920565	0,299019675	-0,00173621	0,000533915	-0,00173621	0,000533915	0,000533915
Variable X 1	0,984201148	0,074091629	13,2835674	4,99482E-38	0,838859552	1,129542747	0,838859552	1,129542747	1,129542747

Figure 18 (Source : Evaluation du beta par C.Varewyck)