

# FinAfrique Research

## Comment valoriser une banque dans le contexte africain ?

Avril 2014

**L'activité principale des banques consiste à jouer les intermédiaires entre les agents en capacité de financement et ceux en déficit de financement.** Le rôle de la banque est donc clé dans le développement économique d'un pays. Eu égard à sa fonction de collecteur d'épargne et d'assureur de liquidité, le secteur bancaire est fortement réglementé par les pouvoirs publics. Cette réglementation constitue une barrière à l'entrée, favorise la consolidation et la hausse des marges. Le dynamisme économique de l'Afrique, désormais, comme une zone de forte croissance s'accompagnera du développement et de l'émergence de champions continentaux.

**Constatant qu'il n'existe pas de méthode universellement admise pour valoriser les banques, nous avons tenté de formaliser et de détailler, le plus clairement possible, le fruit de nos réflexions dans ce domaine.** Nous avons concentré nos efforts sur la méthode d'actualisation de dividendes, qui nous semble la plus pertinente pour valoriser les banques africaines, eu égard à la forte croissance de leur activité.

**L'évaluation d'une banque est basée sur les mêmes principes généraux que n'importe quelle autre entreprise** : une banque vaut les flux de cash qu'elle est susceptible de rapporter dans le futur. **Il n'en demeure pas moins que l'activité bancaire est spécifique** (il est difficile de séparer ou de distinguer les cycles d'investissement, de financement et d'exploitation), diversifiée et soumise à des contraintes prudentielles portant en particulier un niveau de fonds propres minimum. **Dans ce contexte, les méthodes mises en œuvre pour valoriser les banques sont les mêmes que pour les entreprises industrielles et commerciales, mais sont adaptées aux particularités de ce secteur.**

# Sommaire

UNE INDUSTRIE PAS COMME LES AUTRES .....	4
QUE FONT LES BANQUES ? .....	4
QUELLES SONT LES ACTIVITÉS DES BANQUES ? .....	5
POURQUOI LE SECTEUR BANCAIRE EST-IL SI RÉGLEMENTÉ ? .....	5
QUELQUES SPÉCIFICITÉS DE L'EXPLOITATION D'UNE BANQUE .....	6
COMMENT VALORISER UNE BANQUE ?.....	7
ACTUALISATION DE DIVIDENDES – CAPITAL EXCÉDENTAIRE .....	7
Rappel du fondement théorique .....	7
Adaptation du modèle à la valorisation des banques.....	8
WARRANTED EQUITY MODEL.....	12
Rappel du fondement théorique .....	12
LA SOMME DES PARTIES .....	14

# Une industrie pas comme les autres

*L'activité principale des banques consiste à jouer les intermédiaires entre les agents en capacité de financement et ceux en déficit de financement. Le rôle de la banque est donc clé dans le développement économique d'un pays. Eu égard à sa fonction de collecteur d'épargne et d'assureur de liquidité, le secteur bancaire est fortement réglementé par les pouvoirs publics. Cette réglementation constitue une barrière à l'entrée, favorise la consolidation du secteur bancaire et la hausse des marges.*

## Que font les banques ?

Les banques sont des acteurs indispensables du financement de l'économie : elles collectent l'épargne des agents économiques à capacité de financement (ménages, entreprises) et octroient des crédits aux agents à déficit de financement (entreprises, états ou administrations). A ce titre, elles sont en concurrence avec : 1/ divers marchés de titres négociables (actions, obligations, billets de trésorerie) et 2/ autres intermédiaires financiers (caisses d'épargne, compagnies d'assurance, ...)

La principale spécificité des banques tient à la nature particulière des dépôts à vue, une des principales composantes de leur passif. Les dépôts à vue sont la principale forme de la monnaie dans les économies contemporaines. Il en résulte que l'activité traditionnelle des banques s'organise autour des 3 axes principaux :

- Courtage en information (entre agents à capacité et à déficit de financement).
- Transformation qualitative d'actifs (montants unitaires, échéances, modes de rémunération, diversification des risques).
- Administration de système des paiements.

Les revenus des banques sont constitués par la marge d'intermédiation (marge d'intérêt) issue de la transformation qualitative d'actifs et par des commissions issues des activités de courtage.

L'information n'est pas parfaite sur les marchés de capitaux et les banques en tirent parti afin de réduire les inévitables asymétries d'information entre emprunteur et prêteurs. Elles permettent de limiter les comportements opportunistes des emprunteurs. Elles sélectionnent les projets des emprunteurs, s'assurent de leur bonne exécution et font respecter les clauses du contrat de prêt. L'information privée sur les déposants et emprunteurs consiste ainsi un actif spécifique qui leur confère un pouvoir monopolistique (vis-à-vis des marchés de titres négociables et d'autres acteurs financiers), et qui est la source principale de leur franchise.

Enfin, les banques procurent une assurance de liquidité et permettent aux épargnants de dissocier leur profil inter temporel de consommation de la chronique de leurs flux de revenus. Ces spécificités justifient la forte réglementation du secteur bancaire par les pouvoirs publics. La réglementation du secteur bancaire, constitue une barrière à l'entrée, favorise la consolidation du secteur bancaire et la hausse des marges à terme.

## Quelles sont les activités des banques ?

La plupart des grandes banques exercent 3 activités :

- **La banque de détail/banque commerciale:** destinée aux ménages et aux TPE/PME cette activité concerne principalement la collecte des dépôts, la distribution de crédits (prêt immobilier, crédit à la consommation, crédit de trésorerie ou d'investissements aux TPE/PME), le financement spécialisé (crédit-bail, leasing, affacturage), et la gestion de moyen de paiement. Pour distribuer ses produits la banque de détail s'appuie sur un réseau d'agences bancaires, les services de banque à distance et la banque en ligne. Les principaux moteurs de cette activité sont la croissance des volumes des prêts et des dépôts, le niveau des taux d'intérêt, la sinistralité des ménages et des PME, l'environnement des marchés financiers et l'intensité de la relation commerciale (force de vente du réseau, nombre de produits par clients, ...).
- **La banque de financement et d'investissement :** cette activité concerne principalement le financement des grandes entreprises, les activités de marché (courtage), et plus marginalement le conseil et l'ingénierie financière. Les principaux moteurs de cette activité sont la croissance des encours de crédits, la capacité d'innovation, la capacité d'investissement des clients, l'environnement des marchés financiers et la sinistralité des grandes entreprises.
- **La gestion de l'épargne :** regroupe principalement les activités de gestion d'actifs et de banque privée. Les principaux catalyseurs pour cette activité sont la capacité d'innovation et l'environnement sur les marchés financiers.

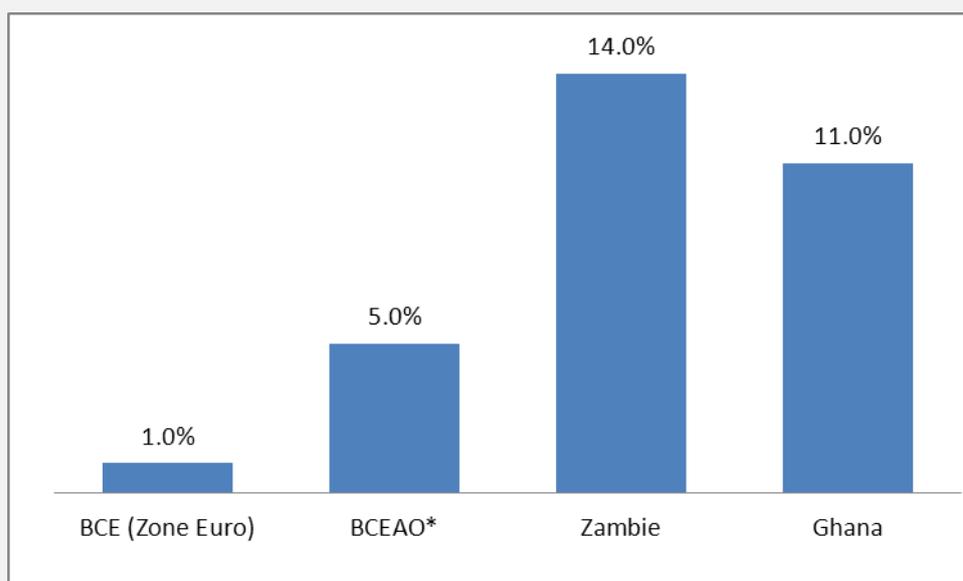
En Afrique, si les banques sont actives dans ces trois domaines, la part du lion va encore à la banque de détail et le financement des grandes entreprises.

## Pourquoi le secteur bancaire est-il si réglementé ?

Comme nous l'avons mentionné le secteur bancaire est clé dans une économie car il a un rôle d'intermédiaire entre les agents économiques à capacité de financement et ceux à déficit de financement. Ainsi, la faillite d'un établissement (notamment en raison des pertes liées aux actifs qu'il détient) est de nature à déstabiliser le bon fonctionnement de l'économie (pertes sur les dépôts des agents économiques, défiance des banques, difficultés à financer l'économie, ...). Les pouvoirs publics mettent donc un point d'honneur à réglementer le secteur bancaire afin de prévenir les crises bancaires et leurs fâcheuses conséquences.

Les banques africaines sont pour l'essentiel soumises à des contraintes réglementaires, notamment celle du ratio de solvabilité qui nécessite de maintenir un rapport minimum entre les fonds propres prudentiels et les engagements pondérés (les engagements d'une banque sont pondérés en fonction du risque associé, ie 0% pour les emprunts d'Etat, 100% pour les prêts à la clientèle, etc.) de 8% dans la plupart des cas. Ce coussin de capital minimum vise à faire face au risque d'insolvabilité d'une banque. Suite à la crise financière de 2007. A titre d'illustration, pour 100 \$ de risques pondérés (RWA) une banque doit mettre en réserve 8\$ de capital.

Bien évidemment le niveau et la qualité du coussin de capital a progressivement évolué dans le temps en fonction des crises. Parallèlement, les régulateurs imposent aux banques de constituer des réserves de liquidités obligatoires (qui représentent un pourcentage des encours de dépôts) que ces dernières doivent déposer auprès des banques centrales. Le taux des réserves obligatoires peut évoluer en fonction des environnements et des pays, afin de freiner ou de favoriser la croissance des encours de crédits. En conséquence, les fortes contraintes imposées au secteur bancaire constituent des barrières à l'entrée dans cette activité.



### Taux de réserves obligatoires

\*BCEAO : Banque centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest  
(Benin, Burkina, Cote d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal, Togo)

Source : Banques centrales

## Quelques spécificités de l'exploitation d'une banque

- Il est difficile, voire impossible de séparer l'exploitation de l'investissement et du financement. En effet, les lignes sont très floues pour une banque car des éléments, comme la dette financière, sont liés à l'activité opérationnelle et financent les prêts (alors qu'ils financent l'outil de production pour une société industrielle).
- Les dépenses d'investissement de capital (Capex) ne représentent pas un réinvestissement comme c'est le cas pour une société industrielle. Pour une banque le réinvestissement fait référence à l'embauche de personnes, l'octroi de nouveaux prêts, etc.
- La notion de besoin en fonds de roulement (BFR) n'est pas représentatif pour une banque. En effet, le BFR, c'est-à-dire l'actif circulant diminué du passif circulant, très important pour évaluer le besoin de liquidité d'une entreprise normale, ne fait pas de sens pour une banque car l'actif circulant et le passif circulant intègrent des tonnes d'investissements, de titres et autres emprunts. Dès lors les variations peuvent être très importantes d'une année à l'autre.

# Comment valoriser une banque ?

*L'évaluation d'une banque est basée sur les mêmes principes généraux que n'importe quelle autre entreprise : une banque vaut les flux de cash qu'elle est susceptible de rapporter dans le futur. Il n'en demeure pas moins que l'activité bancaire est spécifique (la dette n'est pas seulement un mode de financement mais est au cœur de l'activité), diversifiée (banque de réseau, activités de marché, gestion d'actif...) et soumise à des contraintes prudentielles portant en particulier un niveau de fonds propres minimum. Dans ce contexte, les méthodes mises en œuvre pour valoriser les banques sont les mêmes que pour les entreprises industrielles et commerciales, mais sont adaptées aux particularités de ce secteur.*

## Actualisation de dividendes – Capital excédentaire

### Rappel du fondement théorique

Selon cette méthode de valorisation, la valeur d'une entreprise est une fonction du taux de distribution de dividendes et de la croissance du résultat net, qui dans le cas présent sont considérés comme constant dans le temps. Cette méthode est particulièrement adaptée pour les entreprises caractérisées par une forte croissance de leur activité comme c'est le cas des banques africaines.

L'équation de référence de cette méthode de valorisation est la suivante :

$$P_0 = \frac{DIV_1}{(Ke - g)}$$

↳  $P_0$  : prix de l'action en année  $t_0$

↳  $Div_1$  : dividende anticipé l'année suivante ( $t_1$ )

↳  $Ke$  : coût du capital

↳  $g$  : taux de croissance à l'infini du dividende

Cette méthode de valorisation est très flexible et plusieurs variantes sont utilisées par les professionnels. La plus utilisée est celle à deux étapes, selon laquelle la valeur d'une entreprise est la somme de deux éléments. Le premier est la valeur actuelle des flux dividendes futurs estimés sur un horizon de temps. A noter que sur cet horizon de temps la croissance des dividendes est globalement constante. Le second est la valeur de la société à la fin de la période de prévision, qui est déterminée en capitalisant le dernier flux de dividende estimé à un certain taux.

L'équation devient alors :

$$P_0 = \sum_{i=1}^{t=n} \frac{DIV_t}{(1+Ke)^t} + \frac{DIV_{n+1}(1+g)}{(1+Ke)^n}$$

Ainsi, dans ce modèle le flux de dividendes et le taux de distribution de dividendes sont des paramètres importants. A noter que pour les entreprises cotées le taux de distribution de dividendes correspond à tout retour de liquidité à l'actionnaire. Ainsi le taux de distribution des dividendes correspond à la somme des dividendes plus l'éventuel programme de rachat d'action divisé par le résultat net.

### **Adaptation du modèle à la valorisation des banques**

***Dans le cas des banques, le retour de liquidité (dividende et rachat d'actions) doit être considéré comme le capital excédentaire après financement de la croissance (organique et externe) et respect des obligations réglementaires, notamment en termes de ratio de solvabilité.***

Dans la plupart des pays africains, les banques sont soumises à des contraintes réglementaires (Bâle 1, Bâle 2, et prochainement Bâle 3), et en particulier celle du ratio de solvabilité qui contraint les banques à mettre en réserve du capital pour faire face à des pertes éventuelles sur leurs actifs. Ainsi, dans nombre de pays africains, le régulateur oblige les banques à maintenir un rapport minimum entre les capitaux propres et les encours de risque pondérés (RWA) de 8%. A noter cependant l'existence d'une grande disparité au niveau des contraintes prudentielles, notamment sur le calcul des RWA : 1/ dans les zones UEMOA (Afrique de l'Ouest) et CEMAC (Afrique Centrale), le dispositif prudentiel en vigueur (transposition de Bâle 1) impose un ratio de solvabilité de 8%, mais uniquement sur les RWA de crédit (pas de prise en compte des risques opérationnels et de marché). D'autre part, dans la zone CEMAC, le projet Bâle 2 (les RWA intègrent les risques de crédit, de marché et opérationnel) a été lancé et entrera en vigueur d'ici 2017 et 2/ au Nigéria la migration vers Bâle 2 est largement engagée et plusieurs établissements l'appliquent déjà.

Quelle est la signification de cette contrainte réglementaire dans la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des dividendes?

Elle signifie que, quand on se situe en période de croissance des engagements pondérés (ce qui est le cas en Afrique), tout le résultat n'est pas disponible pour l'actionnaire puisqu'une partie doit être réinvestie dans la banque, notamment pour respecter ce ratio. Ainsi le capital excédentaire est la différence entre le capital disponible dans la banque et le capital nécessaire pour financer la croissance organique et respecter les ratios de solvabilité. Il est à noter d'un point de vue strictement financier, que la détention du capital excédentaire pèse négativement sur la rentabilité d'une banque. Dès lors, le capital excédentaire peut être considéré comme un instrument pour rémunérer les actionnaires. Dans ces conditions, le capital excédentaire peut être considéré comme le cash-flow généré par une banque.

## Modélisation de l'actualisation des dividendes

La modélisation de l'actualisation de dividendes se fait en quatre étapes :

- La détermination du coût du capital.
- La détermination du capital excédentaire sur l'horizon de temps défini.
- La détermination de la valeur terminale.
- La détermination de la valeur de la banque.

### ➔ La détermination du coût du capital

Le coût du capital représente la rentabilité exigée par l'ensemble des investisseurs pour un actif et se calcule selon la formule du Capital Asset Pricing Model (CAPM) :

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

↳  $K_e$  : coût du capital.

↳  $R_f$  : le taux sans risque (spread de la dette souveraine 5 ans ou 10 ans). A noter que le taux sans risque correspond au taux d'intérêt constaté sur le marché des emprunts d'Etats de pays considérés solvables. Dans la théorie financière, ce taux désigne donc l'absence de risque de crédit (risque de défaut).

↳  $\beta$  (bêta) : mesure du risque économique non diversifiable de la société ou la sensibilité de la rentabilité de la valeur par rapport à celle du marché.

↳  $R_m$  : rendement du marché.

↳  $(R_m - R_f)$  : prime de risque du marché, ou surplus de rentabilité demandé par un investisseur lorsqu'il place son argent dans un actif risqué (autre actifs que la dette souveraine).

Dans les marchés développés la prime de marché est une donnée de marché et connu à l'instar du bêta. Or dans les pays émergents d'Afrique, le faible développement des marchés financiers rendent l'application du CAPM difficile.

Il s'agit donc de l'adapter sur la base des données observables dans les pays développés (Euro zone ou Etats-Unis). Ainsi le coût du capital dans les pays émergents africain peut s'écrire ainsi :

**Coût du capital = taux sans risque des Etats-Unis +  $\beta$  × prime de risque des Etats-Unis + spread souverain du pays africain (ou proxy)**

Pour un pays émergent (c'est le cas de l'essentiel des pays africains), le spread souverain correspond à l'écart entre la rémunération des obligations en euros (ou en dollar) émises sur le marché international et celle offerte par les obligations de la zone euro ou des Etats-Unis. Cet écart rémunère le risque politique et de défaut potentiel du pays émergent. Lorsque cet Etat n'a pas émis d'emprunt sur le marché international, il conviendra de choisir comme référence un emprunt émis par un autre Etat au rating identique en prenant soin de garder une cohérence des devises. A titre d'illustration, le taux 5 ans américain ressort à 1,7% et celui du Nigéria à 8,4% (6,25% en euros, mais converti en dollar) sur la même période. Le spread souverain ressort donc à 6,7% (soit 8,4% - 1,7%).

## Notes moyen / long terme

	S&P	Moody's	Fitch
Gabon	BB-		BB-
Nigéria	BB-	Ba3	BB-
Cameroun	B		
Ghana	B	B1	B
Burkina	B		
Sénégal	B+	B1	
Congo	B-	B3	

Source: S&P, Moody's, Fitch

Le  $\beta$  est lié aux caractéristiques intrinsèques d'une activité économique précise et non au pays. Il est supposé demeurer unique pour un secteur précis peu importe le pays concerné. Par conséquent la valeur 1.3 du bêta retenu en Europe pour le secteur bancaire est valable pour le même secteur en Afrique.

A noter que le risque de change doit être intégré au niveau du cash-flow (capital excédentaire). Les flux exprimés en dollar sont actualisés à un taux exprimé dans une de la même devise. Le risque de change est donc neutralisé.

En appliquant cette formule au Nigéria, nous aboutissons à un coût du capital de 17,9% pour la valorisation du secteur bancaire. Bien évidemment le calcul peut être affiné notamment pour prendre plus en considération la qualité intrinsèque de chaque banque.

Tableau 1 : Estimation du coût du capital du secteur bancaire nigérian

Clé	Nom	Valeur
a	Taux sans risque US (taux 5 ans)	1.7%
b	Spread souverain nigérian 5 ans (en \$)	6,7%
c	B	1.3
d	Prime de risque US	6.0%
e = a+b*c*d	Cout du capital	16.2%

Sources : Reuters, FinAfrique

## ➔ Détermination du flux de dividendes

Le flux de dividendes retenu dans le modèle est par construction le flux de liquidité maximum pouvant être distribué aux actionnaires après prise en compte des contraintes réglementaires qui pèsent sur les banques. Ainsi les dividendes utilisés dans le modèle diffèrent de ceux réellement payés par la banque.

Le ratio de capital minimum est de 8% mais d'une manière générale les banques africaines observent un niveau supérieur à cette cible à fin 2013. L'accumulation de capital excédentaire par rapport au minima réglementaires pas se justifier par : 1/ la volonté de constituer un coussin de capital au-delà des exigences réglementaires et 2/ la constitution de capital pour réaliser des acquisitions externes et/ou 3/ la détention de coussin de capital suite à une demande du régulateur local.

Notons que même dans les pays développés la tendance est à la constitution de matelas de capital au-delà des exigences réglementaires pour faire face à d'éventuels risques imprévus.

**Tableau 2 : Ratio tier 1 des principales banques cotées d'Afrique sub-saharienne**

Access Bank	20,50%
Ecobank TI	14,80%
Guaranty Trust Bank	21,50%
Kenya CB	19,10%
UBA	15,90%

**Source : Factset**

A titre d'illustration, en supposant un ratio tier 1 (ratio de solvabilité) cible de 15%, Access Bank afficherait un capital excédentaire de 424 M\$ fin 2013.

**Tableau 3 : Capital distribuable = capital excédentaire fin 2013 (en M\$)**

Clé	Nom	Valeur
a	RWA	7,715
b	Capital tier 1	1,582
c = b/a	Ratio tier 1	20.5%
d	Ratio tier 1 cible	15%
e = d/a	Capital tier 1 cible	1,157
f = b - e	Capital excédentaire	424

**Source : Factset, FinAfrique**

## ➤ Détermination de la valeur terminale

Comme nous l'avons déjà mentionné, la valeur terminale est la valeur de la société à la fin de la période de prévision. Le dernier flux de dividende est celui retenu pour le calcul de la valeur terminale. Ce flux est considéré comme le dividende normatif après financement de la croissance et le respect des exigences réglementaires. La formule pour calculer la valeur terminale est la suivante :

**Valeur Terminale (VT) =** dernier flux de dividende  $\times (1+g) / (Ke - g)$

Avec :

**g** : taux de croissance à l'infini des dividendes. Il est considéré prendre en compte le taux de croissance de l'économie, l'inflation et le taux de croissance dans le secteur

**Ke** : le coût du capital comme défini ci-dessus

## ➤ Détermination de la valeur d'une banque

Nous avons appliqué le modèle de valorisation des dividendes à la Banque nigériane Access Bank. Nous avons retenus les prévisions du consensus Factset pour la période 2014 – 2016, puis nous avons fait progresser les RWA de 12% en moyenne et le capital tiers 1 de 8%.

Tableau 4 : Application de l'actualisation des dividendes à Access Bank (en M\$)

clé		2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
a	RWA	10 341	11 543	12 890	14 385	16 054
b	Tier 1 capital	1 868	1 993	2 166	2 339	2 526
c = a/b	Ratio tier 1	18,1%	17,3%	16,8%	16,3%	15,7%
d	Ratio tier 1 cible	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
e = d*a	Tier 1 capital cible	1 551	1 731	1 934	2 158	2 408
f = b - e	Capital excédentaire	<b>317</b>	<b>262</b>	<b>232</b>	<b>181</b>	<b>118</b>
g	Période d'actualisation	1	2	3	4	5
Ke	Taux d'actualisation	16,2%				
$i = 1/(1+ke)^g$	Facteur d'actualisation	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
$j = f*i$	Dividende actualisé	272,8	193,6	147,7	99,1	55,5
<b>k</b>	<b>Somme des dividendes actualisés</b>	<b>768,9</b>				
	Valeur terminale (VT)					
m	Dividende 2018	118				
n	Taux de croissance à l'infini	3%				
$o = m*(1+n)$	Dividende 2018 normatif	121				
$p = Ke - g$	Taux d'actualisation de la VT	13,2%				
$q = o/p$	<b>Valeur terminale</b>	<b>916</b>				
$r = q*i(5)$	Valeur terminale actualisée	432				
<b>s = r+k</b>	<b>Valorisation</b>	<b>1 201</b>				

Source : FinAfrique

## Warranted Equity Model

### Rappel du fondement théorique

Selon cette méthode de valorisation, la valeur d'une entreprise est égale à l'actualisation de ses flux de résultats futurs. Ce modèle est donc un dérivé de l'actualisation des dividendes. La valeur des fonds propres d'une banque est donc égale à ses capitaux propres multipliés par un facteur égal au rapport entre son ROE et son coût des fonds propres, corrigés par le taux de croissance annuel anticipé du résultat net.

Avec :

- ✎ P : la valeur des capitaux propres.
- ✎ BV : le montant de l'actif net.
- ✎ ROE : la rentabilité soutenable.
- ✎ Ke : le coût du capital.
- ✎ g : la croissance à l'infini.

La décomposition de cette formule permet de retrouver la formule de la valeur terminale

$$P = BV \times \frac{ROE - g}{Ke - g}$$

$$P = \frac{BV \times ROE - BV \times g}{Ke - g}$$

$$P = \frac{RN - BV \times g}{Ke - g}$$

$$P = \frac{RN}{Ke - g}$$

Ainsi cette méthode de valorisation correspond au calcul de la valeur terminale après déduction fait du capital nécessaire pour financer la croissance et maintenir le niveau de solvabilité cible. Cette méthode permet de comparer le coût du capital et la rentabilité d'une banque, les deux ajustés de la croissance à l'infini. Il est à noter que ce modèle valorisation fourni des informations intéressantes sur la création de valeur si importante pour l'actionnaire. En effet, si le ROE est supérieure au coût du capital, l'entreprise crée de la valeur, et inversement.

Cependant cette méthode suggère qu'il est possible de maintenir à l'infini un ROE supérieur au coût du capital (ou inversement), ce qui revient donc à capitaliser à l'infini soit une création de valeur soit une destruction de valeur.

Cette méthode est mise en œuvre quand on ne dispose pas de business plan, ou quand on considère que l'établissement évalué est à maturité et que l'on peut appliquer à son résultat un taux de croissance annuel stable.

### Modélisation de la Warranted Equity Method

La modélisation se fait une seule étape. Pour autant nous devons apporter quelques précisions :

- Les capitaux propres retenus correspondent aux attentes en 2018.
- Le ROE est soutenable est la moyenne entre 2010 et 2016.

Tableau 5 : Valorisation d'Access Bank par la Warranted Equity Method (en M\$)

BV 2018e	a	2 643
ROE soutenable	b	14%
Coût du capital	c	16,2%
g	d	3,00%
P/BV (x)	$e = (b-d)/(c-d)$	0,83
Valorisation	$f = a * e$	2 196
Facteur d'actualisation (x)	$i = 1/(1+ke)^g$	0,55
Valorisation actualisée	$j = f * i$	1 203

Source : FinAfrique

## La somme des parties

Lorsqu'elle est réalisable, cette méthode de valorisation permet de mieux évaluer le profil de risque de chaque métier et les multiples de ces derniers. Ces multiples sont obtenus soit à partir de la Warranted Equity Method soit à partir de multiples de pure players. L'allocation du capital repose la plupart du temps sur les informations de la société (pourcentage des actifs pondérés du risque ou du capital économique « réel »).

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une banque est égale à la somme de la valeur de chacun des métiers qui la composent. Chacun des métiers est évalué en mettant en œuvre la ou les méthodes les plus pertinentes. Cette méthode permet de tenir compte de perspectives de croissance adaptées pour chacun des métiers et de niveaux de risque variables reflétés dans des taux d'actualisation différenciés.

La prédominance de la Warranted Equity Method dans l'analyse par la somme des parties nous incite à considérer cette dernière comme un prolongement ou un perfectionnement de cette approche. Cette méthode est de valorisation est difficilement applicable aux banques africaines faute de diversification.