

L'évaluation d'entreprise

Jean-Florent Rérolle¹

Tout actif, qu'il soit financier ou physique, a une valeur qu'il est essentiel de mesurer. Cet exercice d'évaluation est naturellement indispensable si l'on se place dans une perspective d'investissement ou de désinvestissement. Il est également vital lorsque l'on s'inscrit dans une logique de gestion de la valeur. La valeur devient alors un indicateur permanent de la performance de gestion de l'équipe dirigeante. Cette conception de la valeur n'est pas encore très répandue en France où « l'intérêt social » sert souvent d'alibi aux dirigeants pour dénier aux actionnaires le droit d'exiger le respect de leur intérêt. Aux Etats-Unis, de nombreux dirigeants ont été remerciés par leurs actionnaires qui leur reprochaient d'avoir insuffisamment fait fructifier les fonds qui leur avaient été confiés. Nous pensons qu'avec l'apparition des fonds de pension américains sur le marché financier français, cette préoccupation viendra rapidement au premier plan en France.

De nombreuses entreprises pensent que l'évaluation d'entreprise est un ensemble de techniques qu'il est apparemment aisé de manipuler pour aboutir à la valeur que l'on souhaite obtenir. Cette vision cynique, à laquelle ne s'opposent pas en général les praticiens, n'est pas celle que nous développerons. D'une part, parce qu'il est facile de remettre en cause une évaluation qui ne respecterait ni des standards professionnels minimum, ni la logique financière. D'autre part, nous pensons qu'il est moins important de trouver LA valeur que de comprendre les ressorts de sa formation, pour mieux les maîtriser par la suite. Nous devons rester humble face à la complexité de la valeur d'un actif, mais nous devons nous montrer professionnel dans son analyse. C'est à ce prix que l'on peut éviter les mauvaises décisions de gestion².

L'objectif de ce dossier est de décrire la problématique de l'évaluation moderne en insistant sur les aspects les plus critiques de son application concrète³.

I. L'évaluation : typologie et choix des méthodes

A. Remarques générales sur l'évaluation.

1. Le processus d'évaluation lui même est plus important que la valeur finale à laquelle il permet d'aboutir. C'est en effectuant consciencieusement l'évaluation que l'analyste comprendra comment se forme la valeur de l'entreprise, quels sont ses éléments clés de performance, ses points faibles et ses atouts concurrentiels. Une évaluation bien faite doit logiquement déboucher sur des pistes d'amélioration de la gestion de l'entreprise. Cette philosophie nous conduit habituellement à écarter toute méthode simpliste.
2. La meilleure façon de calculer la valeur d'une entreprise est encore de regarder quel est son cours de bourse. Comme on le verra par la suite, les marchés sont efficaces. De nombreuses études ont montré qu'il est impossible de battre constamment le marché, que les investisseurs se comportent

¹ Associé de l'activité Corporate Finance d'Ernst & Young, il est responsable du groupe Evaluation d'entreprises. Il enseigne la finance à HEC et à l'ESCP.

² Dans une étude portant sur 116 programmes d'acquisition entre 1972 et 1983, le cabinet McKinsey a découvert qu'un nombre très faible d'acquisition d'entreprise s'était révélé être un succès (23%). Dans 61% des cas, la valeur actuelle nette de l'opération a été négative. Une analyse plus approfondie des ressorts de la valeur aurait certainement permis d'éviter cette situation.

³ Compte tenu de l'abondante littérature qui existe sur ce sujet, nous avons pris le parti de développer essentiellement les points que l'expérience nous a révélé être les plus mal compris ou le plus mal appliqué par les praticiens. Pour une description détaillée des différentes méthodes, il existe d'excellents ouvrages comme celui de Didier Pène, « Evaluation et prise de contrôle de l'entreprise », tome 2, Economica, 1990, ou celui de McKinsey, « La Stratégie de la valeur », Interéditions, 1991.

de manière sophistiquée, et qu'ils ont souvent une meilleure analyse que les directions générales elles-mêmes.

Il est cependant utile d'évaluer une entreprise cotée pour mettre en évidence les analyses implicites des investisseurs, ou bien simuler l'impact que pourrait avoir telle ou telle initiative sur le cours de bourse (à la condition qu'elle fasse l'objet d'un signal suffisamment explicite pour le marché). En ce qui concerne les entreprises non cotées, le travail d'évaluation a pour but d'essayer de reconstituer l'analyse à laquelle se livreraient implicitement des investisseurs si l'entreprise faisait l'objet d'une cotation.

3. On fait fréquemment la distinction entre le prix et la valeur. Cette distinction est assez artificielle dans la mesure où, si une entreprise peut faire l'objet d'une acquisition à un certain niveau, les investisseurs doivent logiquement tenir compte de la probabilité de cette opération dans leur calcul d'évaluation. Plus on se rapprochera de cette hypothèse de reprise, plus la valeur se rapprochera du prix potentiel.

A tout moment, il est possible de dresser plusieurs scénarios quant à la rentabilité future de l'entreprise. Tel scénario sera fondé sur des hypothèses de croissance pessimistes, tel autre prendra en considération un relèvement de la marge économique, tel autre enfin retracera les conséquences d'une reprise de l'entreprise par un concurrent, etc. Chaque scénario peut être affecté d'une probabilité d'occurrence. La valeur d'une entreprise est égale à la somme actualisée de ses cash flows futurs pondérée par leurs probabilités d'occurrence.

4. Une évaluation est un exercice daté. Une évaluation s'effectue compte tenu d'un certain nombre d'informations sur l'entreprise et son environnement. Le moindre changement affectant la rentabilité future de l'entreprise ou les conditions économiques générales (inflation, taux d'intérêt, ...) se traduira inévitablement par des modifications quelquefois profondes dans la valeur de l'entreprise.

B. Typologie des méthodes.

On peut classer les différentes méthodes en fonction de deux axes : le fondement théorique de l'approche (vision comptable ou vision économique), et ses caractéristiques opératoires (approche intrinsèque ou extrinsèque).

1. Le fondement théorique : on appellera vision « comptable » celle qui considère que la valeur d'une entreprise est principalement le reflet de son résultat net. Dans sa conception la plus simpliste, elle soutient que les réactions des investisseurs sont liées de manière quasi mécanique aux changements dans le résultat net, le dividende, ou encore l'actif net.
Les méthodes économiques considèrent que la valeur d'une entreprise dépend avant tout de ses cash flows disponibles actualisés par un taux représentatif du risque encouru par l'entreprise. Elles examinent autant le résultat d'exploitation que la capacité de l'entreprise à générer ce résultat avec aussi peu de capitaux que possible.
2. Les caractéristiques opératoires : l'approche intrinsèque s'attache à apprécier la valeur de l'entreprise à partir d'éléments internes, indépendamment de toute référence à des entreprises similaires. L'approche extrinsèque repose sur l'analyse d'entreprises comparables pour lesquelles une valorisation de marché est disponible (cotation ou transaction récente) et à partir de laquelle sont déterminés des critères d'évaluation applicables à l'entreprise à valoriser.

Le tableau suivant présente les différentes méthodes d'évaluation en fonction de ces deux grandes segmentations.

	Intrinsèque	Analogique
Comptable	Actif net, Actif net réévalué, Goodwill, Bates, PER théorique	PER, Modèle de Holt, Multiple du chiffres d'affaires, de la situation nette, Délai de recouvrement
Economique	Cours, Cash flows actualisés, Profit économique, Options	Multiples du cash flow, de l'excédent brut d'exploitation, de l'excédent net d'exploitation, de l'actif économique

C. Le choix des méthodes

L'idéal est bien entendu de pouvoir évaluer l'entreprise en utilisant plusieurs approches. C'est d'ailleurs ce qui est recommandé par les autorités boursières ou l'administration fiscale. Pour séduisante qu'elle apparaisse, l'approche multi-critères soulève cependant dans son principe quelques objections méthodologiques. En effet, elle part du principe que les résultats des différentes approches doivent être très différents. On est alors conduit à en faire une moyenne simple ou pondérée pour obtenir le résultat final, opération dont la rigueur financière est pour le moins douteuse⁴.

En réalité, sur le plan théorique, l'application des différentes méthodes doit déboucher sur un résultat proche. Ce cas de figure s'observe toujours lorsque l'application des méthodes est rigoureuse⁵. Dans ces conditions, l'intérêt d'une approche multi-critères systématique nous paraît limité.

Le choix des méthodes est souvent dicté par les contraintes matérielles auxquelles l'analyste se heurte dans son travail, que ce soit des contraintes de délai, ou des contraintes informationnelles. Trop souvent, les directions générales s'aperçoivent au dernier moment qu'il est nécessaire de conduire une évaluation, ou doivent la réaliser dans des conditions peu propices à la réflexion (opération d'acquisition ou de cession). Par ailleurs, l'information qui est la matière première de ce type d'exercice manque parfois cruellement. Il en est ainsi des business plans qui représentent le socle de toute approche sérieuse. Même s'il existe des documents prévisionnels, ceux-ci sont soit confidentiels (pour l'acheteur), soit trop anciens, soit encore insuffisamment argumentés.

Cependant, même s'il existe d'excellentes raisons pour simplifier l'exercice d'évaluation, voire même le bâcler comme nous le voyons trop souvent, la conscience professionnelle doit nous conduire à refuser ce type de situation et à demander les moyens nécessaires pour mener une diligence d'évaluation qui nous permette de rédiger un rapport avisé⁶ et circonstancié.

Notre logique étant celle de l'économie de marché et de la théorie financière moderne, nous préférons privilégier les méthodes économiques intrinsèques, puis, dans un second temps, examiner les résultats auxquels conduit l'application de méthodes complémentaires dans le but de conforter ou d'éclairer les premiers résultats.

⁴ Comment par exemple marier des approches aussi différentes que l'actif net avec une approche fondée sur la rentabilité ? Soit l'entreprise est capable de dégager une rentabilité suffisante dans l'avenir, auquel cas sa valeur découle avant tout de ses résultats futurs. Soit on la juge incapable de rémunérer les capitaux qui s'y investissent, et auquel cas une approche liquidative peut être concevable.

⁵ Il a été démontré à plusieurs reprises que l'application de méthodes d'évaluation différentes devait nécessairement conduire au même résultat ... à condition que l'on applique correctement les méthodes usuelles (Voir Jean-Florent Rérolle, « Evaluation d'entreprise : comment éviter les liaisons dangereuses entre les taux et les méthodes ? », Banque & Marchés, Mai-juin). Naturellement, cette remarque ne couvre pas les recettes (« rules of thumb ») qui sont parfois utilisées dans l'évaluation d'entreprise de tel ou tel secteur.

⁶ On observe encore trop souvent en France des rapports d'évaluation de complaisance. Comme aux Etats Unis ou en Grande Bretagne, cette pratique devrait disparaître à terme avec des mises en causes de plus en plus nombreuses des « experts » les moins délicats.

1. Les méthodes économiques intrinsèques doivent être privilégiées pour des raisons théoriques et pratiques.
 - a) Elles reflètent davantage le comportement des investisseurs : l'objectif d'une évaluation est d'imiter le comportement du marché. De nombreuses études réalisées sur les marchés financiers occidentaux⁷ ont montré que ce comportement est rationnel. Il s'inscrit dans le cadre d'un marché que la théorie qualifie de « semi-efficient », ce qui signifie que la valeur des titres d'une entreprise reflète toute l'information disponible du moment. Pour l'investisseur, la valeur d'un actif est égale à la somme actualisée des flux (dividendes et cession de l'actif) qu'il espère en retirer dans le futur. Les recherches qui ont été menées ont montré que le marché :
 - * tient compte des perspectives à long terme contenues dans les décisions d'investissement des entreprises,
 - * est capable de faire la distinction entre les politiques qui augmentent la valeur de l'entreprise et celles qui la détruisent,
 - * ne tient pas compte des changements de principes comptables qui affectent artificiellement le résultat net sans avoir d'impact sur le cash flow de l'entreprise.
 - b) Elles obligent l'analyste à s'interroger sur les ressorts de la valeur. La capacité d'une entreprise à dégager une rentabilité suffisante dans le futur est bien entendu incertaine. Elle doit donc être analysée le plus finement possible pour mesurer opportunités et risques. Parce qu'elles mettent en évidence les hypothèses principales sur lesquelles le management s'appuie pour faire son pari sur l'avenir, les méthodes reposant sur des projections de résultats sont les seules qui permettent d'analyser et de comprendre les ressorts de la valeur d'une entreprise.

2. Les autres méthodes doivent être utilisées avec précaution.
 - a) Les méthodes analogiques doivent être systématiquement testées en analysant correctement la nature des entreprises ou des transactions ayant servi à l'exercice. Elles sont cependant trop simplistes pour donner lieu à des analyses de sensibilité qui permettraient de mieux comprendre le comportement de la valeur de l'entreprise à tel ou tel changement d'hypothèse⁸.
 - b) Le recours à des méthodes statiques comme les approches purement comptables (actif net ou actif net réévalué) ne peuvent être vraiment utiles à l'analyste :
 - * les retenir suppose implicitement que les actifs en place dégagent et dégageront à l'avenir une rentabilité exactement égale à celle exigée par les investisseurs, ce qui est pour le moins arbitraire ;
 - * la portée des méthodes comptables doit être très relativisée car elles comportent des inconvénients importants (voir plus loin) : elles sont sensibles aux choix comptables ; elles ignorent les notions de risque et de temps ; elles reposent sur des hypothèses d'exploitation sous-jacentes simplistes ; et enfin, elles sont faiblement corrélées avec les observations empiriques.

II. La préparation et l'analyse des données nécessaires à l'évaluation.

Le recueil des informations et leur analyse sont plus qu'un préalable à la mise en œuvre des techniques d'évaluation. Cette phase s'inscrit dans une perspective de gestion de la valeur qui veut que l'entreprise dispose sans cesse des données stratégiques, industrielles, commerciales et financières utiles pour évaluer (ou comprendre) la valeur de marché des actifs mis en place par le management.

Face à ses actionnaires, le rôle d'une direction est avant tout de gérer des actifs. Les indicateurs de gestion ne sont pertinents que dans la mesure où ils permettent de juger de la capacité du management à réaliser ses objectifs. L'objectif suprême étant de maximiser la valeur des apports des actionnaires, l'indicateur à suivre de manière permanente est la valeur de l'entreprise. Pour une entreprise cotée, c'est

⁷ L'essentiel de ces études a été réalisé aux Etats-Unis. Il serait trop long d'en reproduire ici la liste. Le lecteur est invité à se reporter aux bibliographies abondantes données dans tous les bons manuels de finance . Voir par exemple l'ouvrage de référence de Pierre Vernimmen, « Finance d'entreprise », Dalloz, 1994.

⁸ Il est toujours surprenant de constater que les chefs d'entreprise acceptent souvent des évaluations simplistes (réalisées grâce à des formules dont la logique financière apparaît peu claire), alors même qu'ils se plaisent à répéter que leur entreprise est unique et qu'elle ne peut se réduire à un modèle aussi complexe soit-il.

une tâche aisée. Pour la société non cotée, l'établissement de cet indicateur est plus délicat. Pour les deux types d'entreprises, une meilleure compréhension des éléments clés de la valeur est le préalable à une amélioration de la gestion dans l'intérêt des actionnaires.

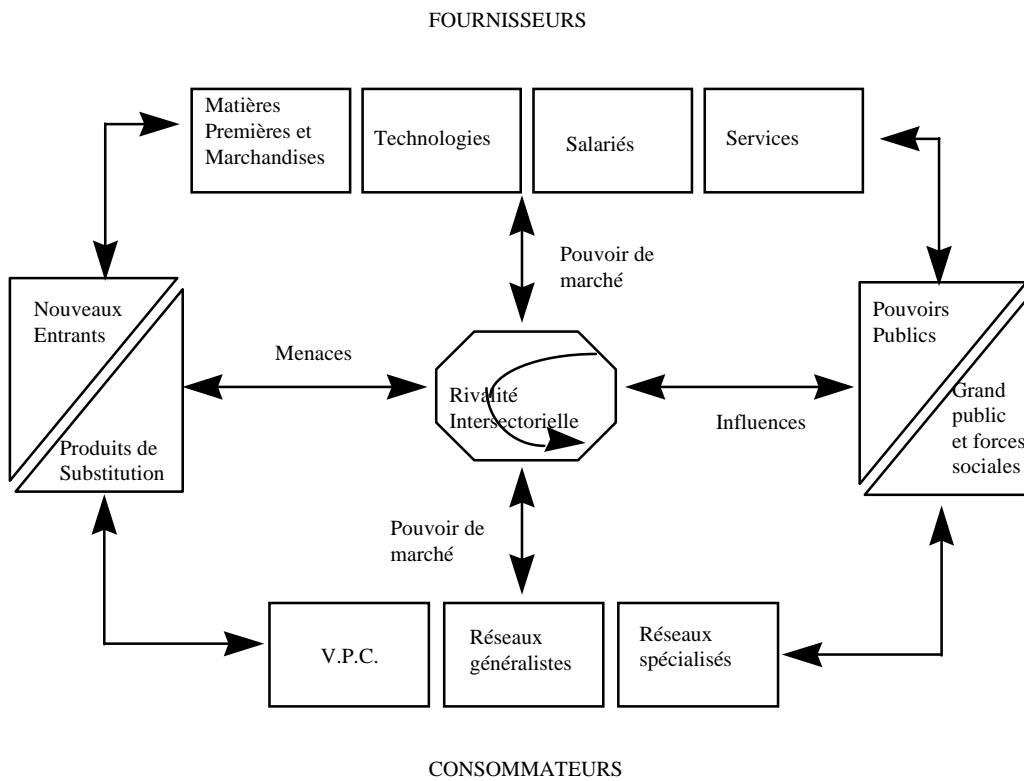
Cependant, avant même la mise en œuvre des méthodes, c'est le recueil de données et le travail analytique conduit sur ces données qui offre le plus d'opportunités d'amélioration de la gestion. C'est à cette occasion que le management peut s'interroger sur ses objectifs à moyen et à long terme, sur les opportunités stratégiques que lui offre le secteur, sur ses capacités industrielles, commerciales et financières d'atteindre ces objectifs.

A. Les données nécessaires à l'élaboration du business plan.

1. Données stratégiques, industrielles et commerciales.

Le recueil et l'analyse de ces informations constitue la phase la plus critique dans l'évaluation d'une entreprise⁹. Il est impossible d'analyser convenablement tant le passé que les projections d'une entreprise si l'on n'est pas à même de les replacer dans une perspective stratégique. Dans ce cadre, les informations à recueillir visent à :

- a) identifier les différents segments stratégiques de l'entreprise et qualifier leur maturité stratégique ;
- b) analyser pour chacun d'entre eux la dynamique concurrentielle (pouvoir des fournisseurs, des clients, menace de nouveaux entrants et de produits de substitution, influences sociales, rivalités intersectorielles ...). Tiré de Stratégor¹⁰, le schéma ci-dessous illustre les différentes dimensions de l'analyse stratégique ;



⁹ On peut considérer que 85% du temps dévolu à l'évaluation doit porter sur l'analyse stratégique et financière (actuelle et prospective), les 15% restant étant consacrés au choix des méthodes et à leur mise en œuvre.

¹⁰ Ecrit par le corps professoral d'HEC, Stratégor (InterEditions, 1993) est, dans le domaine de l'analyse stratégique, une référence incontournable.

- c) réunir de l'information sur les principaux concurrents afin de comprendre leur stratégie. Si des sociétés comparables sont cotées, il importe de réunir l'information boursière la plus riche possible. Celle-ci permettra ultérieurement de constituer un échantillon à des fins de comparaison (mise en oeuvre de méthodes analogiques, et mesure du risque systématique pour calculer le taux d'actualisation) ;
- d) porter un jugement sur la capacité de l'entreprise ou du segment stratégique analysé à bâtir des avantages compétitifs de nature à satisfaire aux éléments clés de succès que toute entreprise doit respecter. A cet égard, il faut non seulement s'interroger sur la capacité du management à restructurer son portefeuille d'activité (downsizing), à adopter des améliorations permanentes dans sa gestion et à reconfigurer ses processus (reengineering), mais aussi mesurer sa volonté et son aptitude à réinventer le secteur et à régénérer ses stratégies¹¹.

2. Données financières

- a) Les données historiques sont généralement disponibles. Elles sont importantes pour comprendre comment l'entreprise s'est comportée dans le passé, comment elle a réagi face aux évolutions concurrentielles, quelle a été la modification de sa structure financière au cours du temps, etc. Elles doivent être complétées par des données financières sur les principaux concurrents de l'entreprise.
- b) Les données prospectives sont essentielles. La valeur d'une entreprise dépend avant tout de sa rentabilité future. L'évaluateur doit donc se procurer un business plan de l'entreprise à évaluer. Bien souvent, l'entreprise n'a pas établi de projections, ou celles-ci sont trop anciennes pour être exploitées sérieusement. Dans ces conditions, l'évaluation fournit une occasion unique pour le management de se pencher sur le devenir stratégique et financier de l'entreprise.

Parfois, l'entreprise refuse d'élaborer ces projections sous prétexte que son activité est trop volatile ou trop incertaine. Cette situation soulève deux remarques. Tout d'abord, il ne faut pas se méprendre sur l'utilité des projections : elles ne peuvent en aucun cas être considérées comme une représentation fidèle de l'avenir. Il s'agit seulement de faire, à l'instar de tout investisseur, un pari sur le ou les scénarios les plus probables. L'utilisation d'un taux d'actualisation risqué tient compte de l'incertitude du niveau de rentabilité future. D'autre part, rares sont les entreprises dont les performances sont volatiles au point de ne pouvoir donner lieu à aucune projection. Toutefois, si l'on se trouve réellement face à une activité de cette nature, l'entreprise doit au moins essayer d'établir un compte de résultat normatif pour l'année à venir¹².

B. Le diagnostic financier.

1. L'analyse financière.

L'évaluation d'une entreprise repose essentiellement sur ses perspectives d'avenir. Il est cependant important de faire précéder l'évaluation d'une analyse financière. Les analyses financières classiques sont d'une faible utilité pour l'évaluateur. Trop statiques, elles n'apportent pas d'enseignements pour la prise de décision. L'approche doit être plus dynamique dans ses finalités (a), ses outils (b), et sa mise en oeuvre (c).

- a) Dans une perspective d'évaluation, les questions auxquelles l'analyse financière doit répondre sont principalement au nombre de quatre :
 - Les objectifs financiers et les stratégies de l'entreprise sont-ils cohérents avec sa nature (démarrage, croissance rapide, maturité, déclin) et la situation de l'industrie (position compétitive) ?
 - Les stratégies de l'entreprise l'aideront-elle à atteindre ses objectifs financiers ?
 - La structure financière de l'entreprise est-elle compatible avec ses objectifs ? (Quels sont les effets financiers des décisions stratégiques de l'entreprise ?)
 - Comment le management peut-il augmenter la valeur de l'entreprise, et par là, celle du patrimoine de ses actionnaires ?

¹¹ Voir G.Hamel et CK Prahalad, « la conquête du futur », ERPI, 1995.

¹² Voir le rapport d'Ernst & Young Corporate Finance, expert indépendant lors de l'OPR obligatoire de la BIP (Les Echos, 16 novembre 1994).

L'objectif de l'analyse est de formaliser les liens qui existent nécessairement entre les stratégies de l'entreprise et sa dynamique financière. La mise en évidence de ces liens permettra de mieux examiner le business plan et de porter une appréciation sur son caractère réaliste ou raisonnable.

- b) En ce qui concerne les outils de l'analyse financière, il n'existe probablement aucun modèle financier capable de résoudre tous les problèmes de gestion. Les modèles du passé ont reçu les plus vives louanges pendant leur période de grandeur avant d'être remplacés par d'autres toujours plus modernes. Depuis vingt ans, il y a eu ainsi une prolifération de théories et de modèles, mais aucun n'a été considéré universellement correct. Cependant, beaucoup de concepts inventés par ces modèles restent d'actualité et recouvrent des principes qui n'ont pas changé depuis des décennies. Nous pensons que l'approche la plus adaptée consiste à reprendre les meilleurs et les intégrer au sein d'une approche opérationnelle, c'est-à-dire tournée vers la prise de décision. A cet égard, deux modèles¹³ nous semblent particulièrement utiles : la matrice de positionnement stratégique et le modèle de croissance soutenable.

(1) La matrice de positionnement stratégique¹⁴ offre une grille de lecture puissante pour comprendre les liens entre la position stratégique d'une activité, et ses caractéristiques financières. On peut répartir les entreprises en quatre catégories : en démarrage, en croissance rapide, en maturité et en stagnation. Ces différentes phases sont liées entre elles par une logique d'évolution à laquelle l'entreprise peut difficilement échapper.

Le schéma qui suit présente les principales caractéristiques de ces quatre catégories d'entreprises. Les critères utilisés sont les suivants : le type de croissance, la source de la croissance, le facteur clé de succès (FCS) essentiel, la structure concurrentielle, le risque opérationnel, le risque financier, la structure financière, la capacité de génération de cash flow, et enfin, l'objectif politique essentiel de l'entreprise.

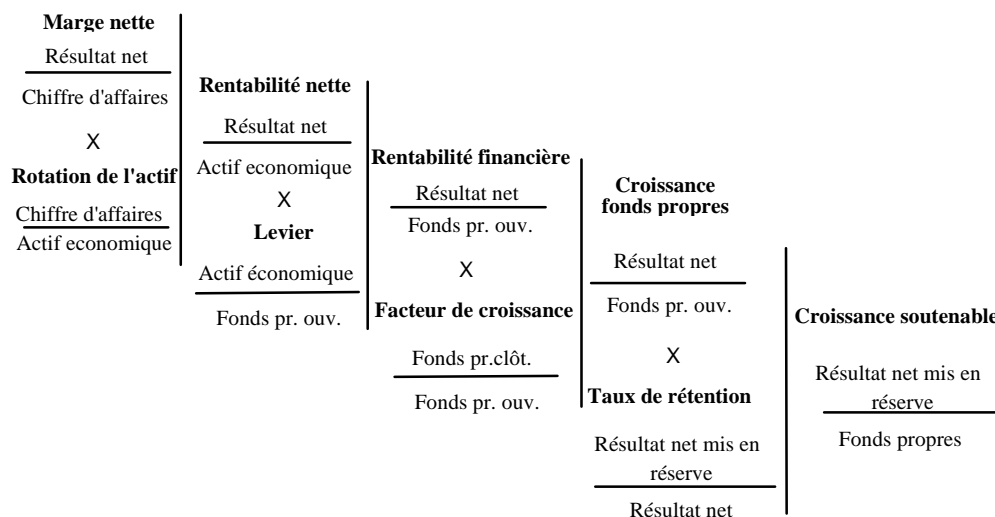
<p>Croissance rapide</p> <p>Croissance forte, linéaire Expansion du marché FCS : Implantation commerciale Concurrence forte Risque opérationnel fort Risque financier faible Capitaux propres >= Dette Cash flow négatif ou positif Croissance</p>	<p>Démarrage</p> <p>Croissance exponentielle Acceptation du marché FCS : technologie Concurrence faible, volatile Risque opérationnel très fort Risque financier très faible Capitaux propres > Dette Cash flow négatif Survie</p>
<p>Maturité</p> <p>Croissance faible Erosion concurrentielle FCS : Productivité Leaders stables Risque opérationnel moyen Risque financier moyen Capitaux propres =< Dette Cash flow positif Pérennité</p>	<p>Stagnation</p> <p>Croissance nulle ou négative Miracle FCS : Coûts Oligopole Risque opérationnel faible Risque financier fort Capitaux propres < Dette Cash flow négatif ou positif Survie</p>

¹³ Ces deux outils sont à la base d'une méthodologie d'analyse financière et d'évaluation mise au point par Ernst & Young Corporate Finance. Cet article est largement inspiré de cette méthode

¹⁴ L'ancêtre de cette matrice a été inventée par le cabinet de stratégie McKinsey qui analysait la position stratégique d'une entreprise en fonction de deux critères : la part de marché relative et la croissance sectorielle. Il s'agit ici d'une matrice sensiblement différente car elle est élaborée à partir de multiples critères dont les principaux ont été reproduit dans le schéma qui suit. Elle n'est pas mécanique, mais vise uniquement à enrichir la réflexion stratégique et financière que l'on doit développer au cours d'une évaluation.

Le point clé de la matrice stratégique-financière est que ces quatre types d'entreprises sont dans des positions financières fondamentalement différentes et doivent donc avoir des stratégies financières et des objectifs financiers totalement distincts. L'entreprise qui s'écarte durablement de la logique financière dans laquelle la place sa situation stratégique risque de connaître bientôt une situation difficile, tant il est vrai que l'expérience montre que les moyens financiers sont une condition essentielle de la réussite stratégique d'un projet.

(2) Créé depuis plusieurs décennies par la firme Du Pont de Nemour, le modèle de croissance soutenable met en évidence l'ensemble des leviers dont dispose l'entreprise pour créer les conditions financières propices à un développement stratégique harmonieux.



La marge nette représente l'efficacité de la gestion du management, tandis que la rotation de l'actif illustre son efficacité. Le produit de ces deux ratios débouche sur la rentabilité nette qui est un indicateur essentiel, en particulier pour les entreprises en croissance rapide. De son importance dépend la capacité de l'entreprise à s'endetter pour croître, capacité qui se calcule grâce au levier.

En multipliant la rentabilité nette par le levier on obtient un indicateur financier essentiel pour une entreprise en maturité : la rentabilité financière. Son importance est le gage d'une politique de distribution significative, cohérente avec l'état stratégique de l'entreprise.

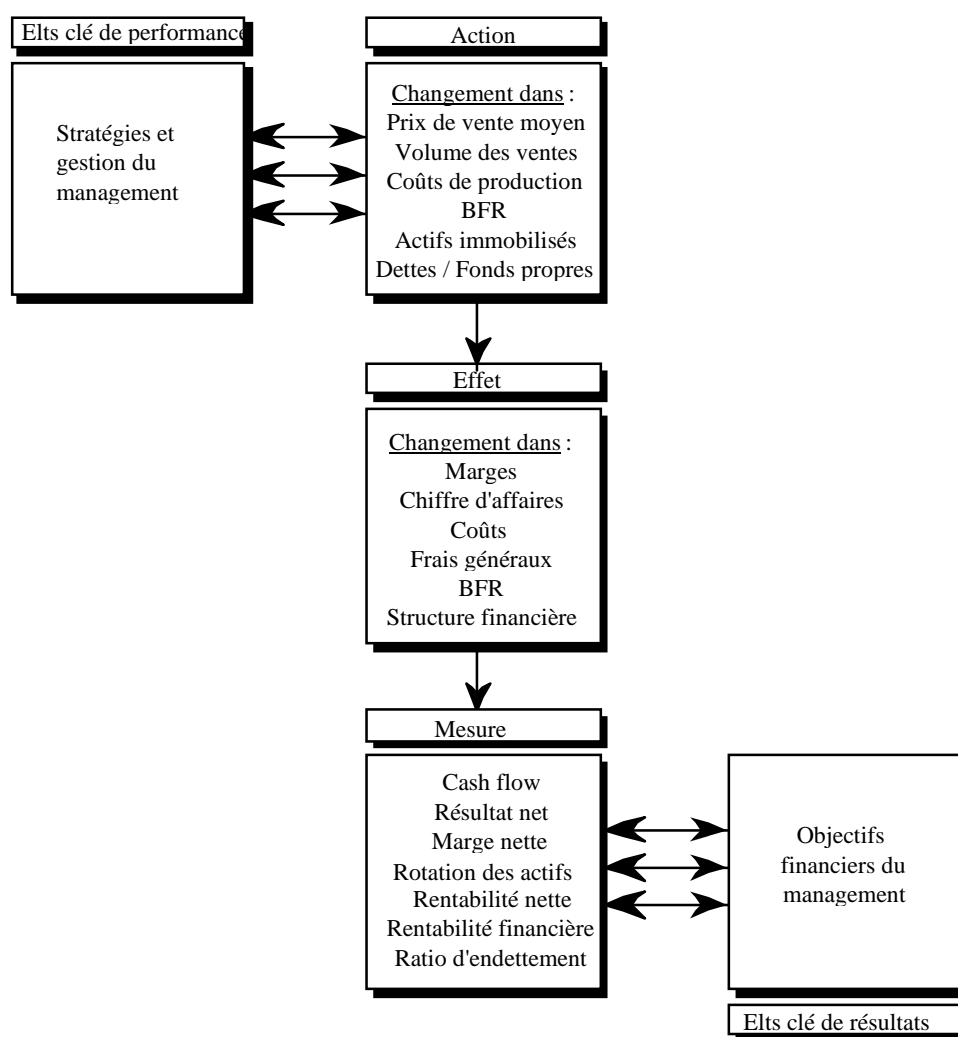
L'intégration du taux de rétention permet de calculer le taux de croissance soutenable qui est le taux auquel l'entreprise peut croître de manière harmonieuse (sans changement des principaux paramètres opérationnels ou financiers, c'est-à-dire la rentabilité nette, le levier et le taux de rétention restant identiques).

c) Sur la base de ces deux modèles il est possible de mener une analyse financière dynamique qui comporte idéalement cinq grands volets :

- une description de la position stratégique de l'activité à évaluer qui permet d'en déduire les caractéristiques financières théoriques de l'entreprise ;
- une revue analytique des performances de l'entreprise comparées à celles de ses principaux concurrents (niveau des marges, de rentabilité, politique de financement, croissance potentielle ...). Ces performances et leurs évolutions doivent être rapprochées des caractéristiques financières théoriques définies préalablement ;
- une analyse de sensibilité : La mise en œuvre de modèles simplifiés utilisant la logique du modèle de croissance soutenable permet de simuler, toute chose égale par ailleurs, la sensibilité des résultats clés de l'entreprise à la modification d'une variable donnée (amélioration de 1% du prix de vente moyen, du volume de vente moyen, du coût des ventes moyen, des coûts fixes ...) ;
- une étude du point mort du résultat net et du cash flow : Le point mort est le niveau de volume des ventes actuelles qu'il est nécessaire d'assurer pour avoir un résultat net égal à 0. L'analyse de point mort présente les relations qui existent entre le chiffre d'affaires total et les coûts fixes (en proportion des coûts variables). Il détermine dans quelle mesure le point mort pourrait changer si l'entreprise modifiait son ratio charges fixes / charges

variables. En outre, une analyse de point mort est appliquée au cash flow. Elle permet de dire jusqu'à quel point une entreprise qui dégage un cash flow positif peut se permettre de voir son volume baisser avant que ce cash positif ne disparaisse. Pour les entreprises qui ont un cash flow négatif, elle montre dans quelle mesure le volume des ventes doit augmenter avant que ne soit atteint un cash flow positif ;

- une analyse de la dimension financière des choix stratégiques : Après avoir examiné la sensibilité des résultats de l'entreprise, le management est en mesure de déterminer quels sont les éléments clés de performance (ECP) sur lesquels il faut agir en priorité pour atteindre les objectifs financiers. Cette analyse présente les relations qui existent entre les éléments principaux composant les éléments clés de résultats (ECR). Par exemple, la rentabilité nette = marge nette x rotation des actifs. Différentes combinaisons de marge nette et de rotation des actifs peuvent être choisies par le management pour maintenir ou accroître la rentabilité nette de l'entreprise. C'est dans cette phase que les liens entre la finance et la stratégies doivent être mis à jour comme le montre le schéma suivant :



L'analyse permet alors d'ouvrir des discussions avec le management, discussions qui devront s'orienter sur la latitude dont il dispose ou les contraintes qu'il devra affronter pour modifier l'un ou l'autre de ces ECR¹⁵. Par exemple, si l'entreprise est obligée de baisser ses prix de ventes, elle ne pourra maintenir sa rentabilité nette qu'en accroissant d'un certain montant la rotation de ses actifs.

¹⁵ L'évaluation est un processus itératif. Ses qualités finales reposent en grande partie sur la capacité de l'analyste à engager un dialogue efficace avec le management.

2. L'analyse des projections (le business plan)

S'il est très difficile pour un évaluateur externe de valider un business plan, il est en revanche indispensable d'en vérifier sa cohérence financière, et d'examiner si les hypothèses d'exploitation qui ont été retenues sont raisonnables. Cette analyse doit être complétée par celle du risque spécifique encouru par l'entreprise.

a) Les caractéristiques du business plan.

(1) La durée : le choix d'une durée du business plan dépend de plusieurs éléments, en particulier les données disponibles, et de la longueur du cycle de l'industrie concernée. Cependant, l'idée centrale est que le business plan doit couvrir une durée aussi longue que possible. Une période de trois ans est un minimum, la durée optimale étant cinq ans. A l'issue de la période, l'entreprise doit avoir atteint une certaine stabilité (croissance faible, structure concurrentielle cristallisée, milieu d'un cycle, etc.) afin que l'analyste puisse faire reposer ses calculs de valeur terminale sur des formules simplifiées.

(2) Les données : afin de pouvoir contrôler le caractère raisonnable des hypothèses et la cohérence financière d'un business plan, il est indispensable de disposer non seulement des comptes de résultat prévisionnels, mais également des bilans et du plan de financement prévisionnels. Trop souvent les projections qui sont effectuées par les entreprises s'arrêtent au compte de résultat (voire au résultat d'exploitation) rendant tout contrôle de cohérence impossible. Par ailleurs, certaines hypothèses doivent être clairement précisées, en particulier l'évolution des volumes vendus, du prix moyen et du coût des ventes moyen.

Le business plan doit être exprimé en valeur nominale. Certes, sur le plan conceptuel, rien ne s'oppose à ce que les données financières des projections soient déflatées (en valeur réelle). Il faut alors prendre un taux d'actualisation également déflaté pour être cohérent. Cependant, l'exercice de projection est beaucoup moins sûr. En effet, les éléments d'un compte d'exploitation ne subissent tous la même dérive inflationniste, alors que le taux ne peut être déflaté que d'un seul pourcentage.

Si l'on veut absolument réaliser une évaluation en francs constants, il est nécessaire de faire d'abord des projections en francs courants, puis de déflater chaque ligne du business plan par un taux d'inflation spécifique, et enfin, d'appliquer aux cash flows réels ainsi obtenus un taux d'actualisation déflaté. Toutes ces opérations ne font que compliquer l'exercice. C'est la raison pour laquelle nous conseillons d'avoir recours à un business plan exprimé en valeur courante.

(3) La modélisation : l'ensemble des données disponibles doit faire l'objet d'une modélisation destinée à vérifier la cohérence du business plan et à tester la sensibilité des résultats aux changements des principales variables d'exploitation. A cet égard, deux écueils doivent être évités : celui de l'élaboration d'un modèle trop complexe, et celui du recours à un modèle standardisé.

Il est souvent tentant de chercher à modéliser de la manière la plus complète possible le fonctionnement économique de l'entreprise faisant l'objet de l'évaluation. Très satisfaisant et rassurant pour l'esprit, cette pratique peut rapidement déboucher sur des erreurs de conception grossières. En effet, le modèle subira inéluctablement des modifications au fur et à mesure de l'étude. Il est alors fréquent que certaines hypothèses choisies initialement ne soient pas modifiées. Un modèle trop compliqué ne peut pas être maîtrisé convenablement par l'analyste.

Le second écueil est celui du recours à un modèle standardisé : cette tentation interdit par définition toute prise en compte des spécificités de l'entreprise, alors même que l'objectif de l'analyse est de mieux comprendre comment elle construit (ou peut construire) des avantages compétitifs.

Il faut donc réaliser un modèle simple, mais qui comprenne les principales variables clés de l'exploitation :

- Variables opérationnelles : le chiffre d'affaires résultat d'un mix prix/volume, le coût des ventes résultat d'un mix volume/prix d'achat, les déterminants des coûts variables, les paliers de frais fixes, les dérivés des coûts, les éléments du BFR, les investissements nécessaires, et la politique d'amortissement.
- Variables financières : la politique d'endettement et les taux d'intérêts, la politique de distribution, les augmentations de capital.

- b) La revue du Business plan : la crédibilité des projections sera d'autant plus forte qu'elles auront été établies par une entreprise ayant un processus de planification rodé et ayant fait ses preuves. Il conviendra cependant d'examiner quel fut l'écart entre les estimations passées et les réalisations.

Au delà, il importe de faire subir au Business plan une revue analytique approfondie afin d'en déceler les incohérences et d'identifier les approximations.

Les premières années sont naturellement critiques. Certes, il est fréquent que l'évaluation repose largement sur une valeur terminale. Cependant, cette dernière est directement issue des années précédentes. On oublie trop souvent la sensibilité des résultats et du cash flow aux principales variables d'exploitation : en général, la valeur de l'entreprise est aussi sensible, toutes choses égales par ailleurs, à une diminution de 1% du taux d'actualisation qu'à une augmentation de 1% du niveau de prix moyen de la première année de la projection. Il est beaucoup plus important d'analyser les volumes et les prix de vente des deux ou trois premières années que de consacrer plusieurs jours à déterminer le niveau de risque systématique de l'entreprise qui permettra de calculer précisément le taux d'actualisation.

L'objectif ici n'est pas de décrire les nombreuses diligences qu'il convient d'exercer lorsque l'on examine un business plan. Cependant, quelques principes doivent être rappelés :

- ◇ La primauté de l'analyse stratégique : l'évolution de l'activité et de la rentabilité de l'entreprise doit être en ligne avec le diagnostic stratégique réalisé préalablement. Ainsi, une entreprise en croissance rapide peut-elle difficilement accroître à la fois la rotation de son actif économique et sa marge nette. Tout écart par rapport aux réalités stratégiques doit être expliqué.
 - ◇ Le réalisme opérationnel : l'analyste doit acquérir une compréhension intime des liens opérationnels qui existent entre les différentes variables de l'activité. La construction du modèle financier est un des moyens les plus efficaces pour atteindre cet objectif. En effet, il est difficile de réaliser un modèle sans s'interroger sur tous les aspects économiques et financiers de l'entreprise : cette phase de l'évaluation a donc une vertu disciplinaire primordiale. Cependant, le bon sens et l'expérience restent essentiels. Le benchmarking constitue également un moyen de tester la cohérence interne d'un business plan. En examinant la structure et la dynamique financières d'entreprises du même secteur (ou présentant une problématique économique similaire), il est possible de discerner le champ du possible et du réalisable pour valider les hypothèses du business plan.
 - ◇ Le réalisme financier : trop souvent les entreprises conçoivent des plans de développement qui n'intègrent pas la dimension du financement. Il est toujours instructif de regarder l'évolution de la dette ou de l'actif économique lorsque l'on se trouve devant des projections ambitieuses en termes de chiffre d'affaires et de rentabilité. Bien souvent la dette fond rapidement jusqu'à devenir négative en quelques années, ou bien, à l'issue de la période de projection, l'actif immobilisé est égal à 0 ! L'examen du financement de l'activité permet fréquemment de remettre en cause des hypothèses trop optimistes.
- c) La prise en compte du risque intrinsèque.

Comme on le verra ultérieurement, le risque systématique (sensibilité des résultats de l'entreprise aux variations du marché) est intégré au niveau du taux d'actualisation. Le risque intrinsèque (spécifique à l'entreprise) peut être apprécié grâce à trois approches qui ont été mises au point pour analyser des investissements :

- (1) La technique de l'arbre de décision : Elle est utilisée lorsque les décisions sont séquentielles et correspondent à des choix qui peuvent être effectués par étapes dans le temps. Les embranchements de l'arbre correspondent soit à une décision de l'entreprise (investissement ou non), soit à un état de la nature (succès ou échec d'une recherche). La sélection de la stratégie optimale s'effectue de la manière suivante : a) calcul de la valeur des feuilles de l'arbre ; b) à chaque embranchement correspondant à un état de la nature, on calcule l'espérance mathématique des gains ; c) à chaque embranchement correspondant à une décision du management, on choisit la branche offrant la meilleure solution (optimisation de la valeur)¹⁶.
- (2) La méthode des scénarios : Elle consiste à simuler les conséquences de différents événements sur la valeur actuelle de l'investissement : entrée d'un concurrent ou apparition d'un produit de substitution, échec dans le lancement d'une ligne de produit, augmentation

¹⁶ Pour plus d'information sur cette technique, voir par exemple Brealey et Myers, « Principles of corporate finance », Mc Graw Hill, 1996.

brutale du prix d'une matière première essentielle, changement dans la réglementation, etc. ... Ces événements doivent affecter profondément la structure de l'industrie ou la rentabilité de l'entreprise ou du projet.

Il ne faut pas se méprendre sur ce type d'exercice : un scénario n'est pas une prévision, mais une situation future possible. Pour chaque scénario une analyse de sensibilité¹⁷ est menée sur les éléments clés de la rentabilité du projet, comme une chute des prix ou des volumes, ou encore une augmentation non anticipée des coûts structure des coûts (charges variables/charges fixes).

Sur le plan théorique, il conviendrait de retenir l'ensemble des scénarios les plus probables, et pour déterminer la valeur de l'entreprise, d'affecter leur résultat d'un coefficient de probabilité d'occurrence.

(3) La méthode de Monte Carlo systématise l'approche des scénarios. Les scénarios ne permettent d'analyser qu'un nombre limité de combinaisons de variables. La méthode de Monte Carlo permet de prendre en considération **toutes** les combinaisons possibles. L'objectif est de définir la distribution de probabilités des cash-flows du projet. Les étapes de la méthode de Monte Carlo sont les suivantes :

- * Définition des variables clés (chiffre d'affaires, coûts ...)
- * Identification des facteurs d'influence qui vont affecter les variables clés (part de marché, prix de vente ...)
- * Définition de l'incertitude par une distribution de probabilités pour chaque variable clé ;
- * Mise en évidence des liaisons fondamentales : identification des liens temporels (influence de l'année 1 sur l'année 2) pour chaque variable, identification des liens entre les variables clés ;
- * Lancement du programme de simulation : Sélection aléatoire (par l'ordinateur) de valeurs pour chaque variable clés et calcul du cash flow pour le jeu de données ainsi retenu. Cette procédure est répétée systématiquement ;
- * Analyse des résultats : pour chaque année on dispose du cash flow moyen, de la distribution de probabilité de ces cash flows, et de la probabilité que ces cash flows soient compris dans une certaine fourchette.

Cette méthode appelle naturellement de nombreuses critiques dont les principales sont les suivantes : elle est trop chère et trop coûteuse pour les petits projets d'investissement ; le modèle qui doit être construit pour son application peut être très complexe ; elle ne peut prendre en compte toutes les interdépendances qui existent entre les variables clés ; dans une approche « humaine », un grand nombre de scénarios n'auraient jamais été pris en compte. Ces critiques expliquent la faible utilisation pratique de cette méthode.

III. Les approches économiques intrinsèques

A. Le cours de bourse

Lorsque l'entreprise à évaluer est cotée, l'approche par le cours est naturellement la plus évidente, et la plus simple à utiliser : elle consiste à retenir la valeur déterminée par le marché financier. On peut également utiliser le cours de bourse de manière indirecte pour procéder à l'évaluation d'une filiale ou d'une activité¹⁸ d'une société cotée.

¹⁷ Il faut encore insister sur l'importance des analyses de sensibilité ; dans une étude réalisée sur 2463 entreprises aux Etats-Unis, le cabinet McKinsey a mesuré l'impact sur le résultat d'exploitation, toute chose étant égale par ailleurs, d'une amélioration de 1% du prix (+11,1%), de 1% du coût variable (7,8%), de 1% du volume (+3,3%), et de 1% des frais fixes(+ 2,3%). Voir HBR sept.-oct. 1992

¹⁸ Il s'agit là d'une démarche similaire à celle de l'approche analogique (voir plus loin). En tout état de cause, lorsque l'on évalue une partie d'une entreprise cotée, il est toujours nécessaire de comparer le résultat obtenu avec le cours actuel, et de vérifier si la différence entre la capitalisation boursière et la valeur de l'activité évaluée pourrait être raisonnablement retenue pour la partie non évaluée.

1. La référence donnée par le marché financier est sur le plan théorique la meilleure. Comme on l'a dit précédemment, l'objectif de l'évaluation est d'imiter le comportement de l'investisseur. Pourquoi recourir à une (pâle ?) copie lorsque l'on peut profiter de l'original ? Cette position est quelque fois remise en cause sur le plan théorique et rejoint les critiques adressée au marché financier : (a) le marché financier serait myope («short-termist»), (b) les investisseurs s'intéresseraient avant tout aux résultats comptables, (c) le cours d'une entreprise refléterait la valeur de quelques transactions minoritaires
- a) Le marché financier n'est pas myope.
- L'hypothèse d'efficience du marché s'oppose à cette vision. S'il en allait différemment, les investisseurs à long terme pourraient profiter de la sous-évaluation des entreprises de croissance (investissements importants à réaliser), ou de celles présentant un PER élevé, ou encore celles ayant un faible rendement. Par ailleurs, les investisseurs réagissent positivement à une augmentation des investissements, ou à un programme de R&D. Enfin, le marché réagit rapidement et correctement à une OPA.
 - Les indicateurs à court terme qui sont habituellement utilisés comportent des informations sur les perspectives d'avenir de l'entreprise. Il en est ainsi de la politique de dividendes : les modifications de dividendes suivent les variations à long terme des résultats soutenables. De même, les investisseurs tiennent compte dans les annonces de résultats de la pratique du lissage (flexibilité comptable et comportements des directions). Enfin, comme nous le verrons ultérieurement, les PER incorporent des éléments à long terme (croissance, exigence de rentabilité ...) En dehors de ces signaux, le marché cherche à anticiper l'avenir : il existe donc d'autres sources d'information utilisées pour valoriser les entreprises.
- b) Les investisseurs ne sont pas dupes des ajustements comptables que l'entreprise peut effectuer pour masquer des évolutions défavorables ou lisser des résultats trop fluctuants (comptabilisation des stocks, amortissements, R&D, provisions, charges à répartir...). On a pu constater que le marché interprète le contenu informationnel de ces modifications. Tout d'abord, seuls les changements de méthodes comptables ayant un impact sur les cash-flows ont une incidence sur le cours (par exemple celles qui permettent des économies fiscales). Ensuite, les modifications de politique comptable permettent parfois d'avoir des indications sur les perspectives de rentabilité futures de l'entreprise. Enfin, en cas de mauvaise interprétation (méthodes comptables expliquées ultérieurement dans l'annexe), l'ajustement des cours est toujours très rapide.
- c) Contrairement à ce que l'on croit généralement, le cours d'une entreprise ne reflète pas la valeur de quelques transactions minoritaires. Deux raisons peuvent expliquer une transaction. La première est celle d'un besoin de liquidité : il s'agit de l'investisseur qui vend ses actions car il souhaite placer différemment ses liquidités. La seconde, découle d'un traitement de l'information : l'investisseur constate que l'entreprise est insuffisamment valorisée. L'existence d'investisseurs professionnels à la recherche d'opportunités permet de compenser celle d'investisseurs non informés et motivés par des considérations de liquidité. La courbe de la demande pour une action est une ligne horizontale : les prix sont déterminés par l'information (et sa qualité) que les investisseurs les plus puissants détiennent sur la valeur intrinsèque de l'entreprise.

Malgré les études qui ont fait la preuve de l'efficience des marchés financiers, cette qualité reste encore largement méconnue. Il faut sans doute attribuer ce manque de reconnaissance au fait que le marché fait souvent preuve de plus de sagacité que les dirigeants eux mêmes, ce qui peut être agaçant... L'information disponible est mieux interprétée par le marché que par l'entreprise (les dirigeants sont par nature optimistes, et ils ignorent fréquemment comment se forment les cours des titres cotés). Les marchés ont une vision à long terme : ils intègrent immédiatement l'information disponible (la nouvelle et ses conséquences sur la rentabilité de l'entreprise). Naturellement, on ne peut pas leur reprocher de ne pas intégrer une information non divulguée. Enfin, le marché financier est plus habile que ses commentateurs (les commentaires des analystes ont une portée toute relative sur les cours).

2. La mise en œuvre de l'approche.

- a) Comment les actions sont-elles évaluées ? Les investisseurs déterminent la valeur des actions en actualisant d'une part les dividendes qu'ils espèrent recevoir tout au long de la détention du titre, et d'autre part la valeur de revente attendue de ce même titre, par un taux représentatif de leur exigence de rentabilité.

La formule consacrée est la suivante (la valeur de revente du titre disparaît dans la mesure où celle-ci est elle-même fonction de la chaîne de dividendes futurs) :

$$\text{Prix} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{Div}_i}{(1+t)^i}$$

- b) Un certain nombre de précautions doivent cependant être prises lorsque l'on souhaite utiliser un cours pour valoriser une entreprise :
- Il faut tout d'abord être sûr que le cours soit significatif. Il importe d'examiner le nombre de transactions journalières. Si ce nombre est trop faible, mieux vaut écarter toute référence à la valeur de marché du titre.
 - Mais la véritable question qu'il faut se poser est la suivante : existe-t-il des informations qui ne sont pas connues du public, et dont la diffusion aurait un impact sur le cours ? Si la réponse est négative, l'efficience des marchés joue son rôle, et toutes les informations disponibles aujourd'hui sont correctement intégrées dans le cours actuel. Si la réponse est positive, il existe mécaniquement un écart entre le cours de bourse et la valeur intrinsèque de l'entreprise à évaluer. Il faut alors utiliser des méthodes d'évaluation qui cherchent à expliciter le raisonnement et les hypothèses des investisseurs.

B. L'actualisation des flux de liquidités disponibles (ou cash-flows disponibles).

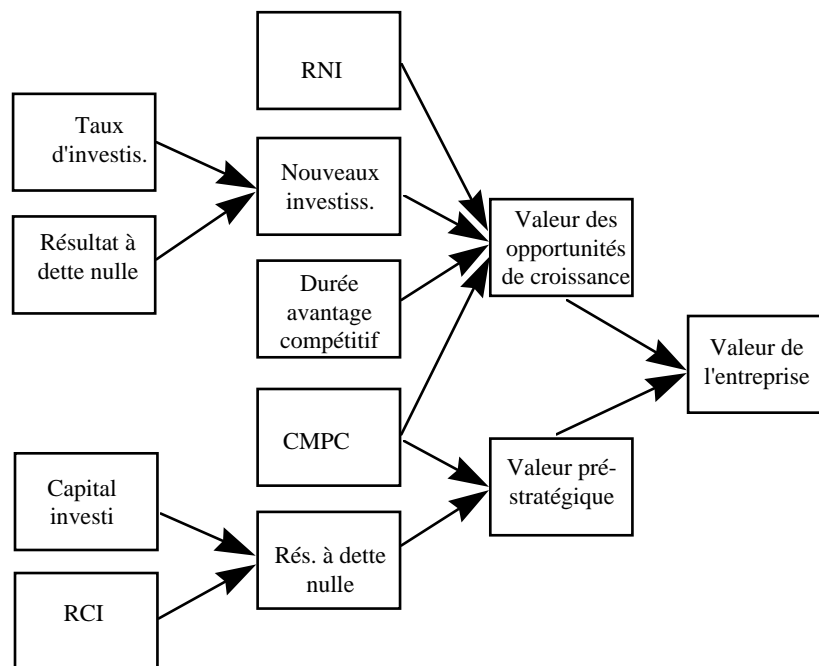
1. Présentation générale

- a) Dans une approche financière rigoureuse, la méthode de l'actualisation des cash-flows doit être retenue de manière prioritaire. Il s'agit de la transposition de la méthode classique de la Valeur Actuelle Nette utilisée dans le cadre de décisions d'investissement. Dans cette perspective, la valeur d'un actif, quel qu'il soit, est égale à la somme actualisée des cash-flows qu'il sera capable de générer au cours de sa vie. On entend par cash flow le flux de liquidités disponibles pour l'investisseur, c'est-à-dire après financement des investissements et des besoins en fonds de roulement nécessaire pour poursuivre la croissance de l'activité. Cette méthode est basée sur le principe de la séparation des décisions opérationnelles et des décisions purement financières : on investit avant tout parce qu'un projet est intrinsèquement rentable, et non par ce qu'un montage financier habile permet d'obtenir la rentabilité désirée. L'endettement, à condition qu'il reste raisonnable apporte un supplément de valeur à l'entreprise : la valeur de l'entreprise endettée est égale à la valeur de la même entreprise non endettée plus la valeur des économies fiscales générées par la structure financière.
- b) Trois grandes approches sont possibles :
- L'évaluation par les cash flows disponibles pour les apporteurs de fonds. Cette méthode consiste à déterminer la valeur de l'entreprise (valeur de marché de l'actif économique) en additionnant la valeur actuelle des cash-flows disponibles futurs pendant la période de projection à celle de la valeur terminale de l'entreprise à l'issue de cette même période. Cette valeur est calculée à partir de cash-flows hors dette (sans prise en compte des frais financiers). Afin de déterminer la valeur des fonds propres, il convient de retrancher à la valeur de l'entreprise celle de l'endettement au moment de l'évaluation. Compte tenu de la nature des cash-flows, le taux d'actualisation doit tenir compte de l'exigence de rentabilité des différents apporteurs de fonds (actionnaires et créancier) : c'est le coût moyen pondéré du capital qui est utilisé.
 - L'évaluation par le profit économique¹⁹. Le Profit Economique est la différence entre le résultat d'exploitation après impôts et une charge capitalistique qui est destinée à

¹⁹ Le profit économique recouvre le même concept que la Valeur Ajoutée Economique (Economic Value Added) popularisé aux Etats Unis par le cabinet Stern Stewart.

rémunérer les apporteurs de fonds. Cette charge capitalistique se calcule en multipliant l'actif économique d'ouverture²⁰ par le coût moyen pondéré du capital. La valeur de l'entreprise est alors égale à l'actif économique mis en place au jour de l'évaluation, auquel doit être ajoutée la somme actualisée des profits économiques futurs (ceux de la période de projection explicite et ceux qui seront dégagés postérieurement et qui servent à calculer la valeur terminale). Comme pour la méthode précédente, il convient de retrancher le montant de la dette actuelle pour obtenir la valeur de marché des fonds propres. Cette méthode doit aboutir au même résultat que la précédente.

- L'évaluation par les cash flows disponibles pour l'actionnaire. Dans le cadre de cette approche, les flux de liquidité utilisés sont ceux revenant en totalité à l'actionnaire. Ils sont donc calculés non seulement après financement des investissements et des modifications du BFR, mais également après paiement des frais financiers, et variation de l'endettement net. Actualisé au coût des fonds propres, ces flux de liquidités permettent d'obtenir directement la valeur de marché des fonds propres de l'entreprise.
- c) D'autres approches sont concevables.
- La méthode de la valeur actuelle nette ajustée²¹ consiste à calculer la valeur de l'entreprise hors endettement, puis à rajouter la valeur des économies fiscales futures. Pour ce faire, les flux de liquidités d'exploitation avant prise en compte de l'endettement, mais après impôts et financement des besoins en fonds de roulement et des investissements, sont actualisés au coût des fonds propres hors dette. Le montant des économies fiscales réalisées dans le business plan est quant à lui actualisé au coût de la dette avant impôts. La somme des deux valeurs est égale à la valeur de l'entreprise. En retranchant la valeur de l'endettement, on obtient la valeur de marché des fonds propres.
 - Un modèle simplifié peut être utilisé. Il s'agit du modèle de Modigliani Miller dont le point de départ est le résultat d'exploitation après impôts. Ses fondements conceptuels peuvent être représentés par le schéma suivant :



La valeur d'une entreprise est égale à la valeur de ses actifs en place (valeur pré-stratégique) plus celle des opportunités de croissance qu'elle est capable de saisir dans le futur.

²⁰ On rappelle que l'actif économique est composé des immobilisations nettes, et du besoin en fonds de roulement.

²¹ Cette méthode est indispensable lorsque le levier de l'entreprise se transforme profondément au cours du temps : c'est le cas pour les entreprises faisant l'objet d'un LBO. Dans cette situation, il n'est pas approprié d'utiliser un coût moyen pondéré du capital unique pour l'ensemble de la période.

La valeur pré-stratégique peut s'analyser comme le résultat à dette nulle (résultat d'exploitation après impôts, lui-même résultat de la rentabilité sur les capitaux investis aujourd'hui, ou RCI) actualisé à l'infini par le coût moyen pondéré du capital (CMPC).

La valeur des opportunités de croissance future va quant à elle dépendre de quatre facteurs : les nouveaux investissements, leur rentabilité (RNI), la rentabilité exigée (le CMPC), et la durée de l'avantage compétitif, c'est-à-dire la période pendant laquelle l'entreprise peut investir dans des projets d'investissement dont la rentabilité est supérieure au CMPC.

Cette présentation de la valeur d'une entreprise est retranscrite dans la formule suivante :

$$\frac{REAI_1}{CMPC} + REAI_1 \times i\% \times N \times \frac{(r - CMPC)}{CMPC \times (1 + CMPC)}$$

où REAI₁ est le résultat d'exploitation après IS de l'année en cours, r le taux de rentabilité des nouveaux investissements, i% le taux d'investissement, CMPC, le coût moyen pondéré du capital, et N la durée de l'avantage compétitif.

Ce modèle simplifié doit naturellement être manipulé avec précaution. Par conception, il ne peut intégrer les subtilités du Business plan, ni donner l'occasion d'une véritable étude de sensibilité. Dans ces conditions, il ne doit être utilisé que comme moyen pédagogique au même titre que les modèles de PER théorique dont il est question plus loin.

d) Le déroulement de la méthode²².

- Analyse préalable : il est inutile de revenir longuement sur l'analyse préalable qui a été traitée précédemment dans ce dossier. L'essentiel du temps consacré à l'évaluation est concentré dans cette phase qui a pour objectif de porter un jugement sur le caractère raisonnable des hypothèses stratégiques et opérationnelles du business plan, et sur sa cohérence financière.
- Elaboration d'un échéancier de flux sur la période explicite. A la suite de la modélisation du Business plan, on obtient un échéancier de flux qui, actualisé au taux approprié, servira à déterminer la valeur de l'entreprise pendant la période de projection.
- Détermination du ou des taux d'actualisation applicables. En utilisant les données de marché (taux sans risque, prime de marché, niveau de risque systématique des entreprises du secteur) et celles de l'entreprise (structure financière cible, coût de la dette), on procède à l'estimation des différents coûts du capital : coût des fonds propres à dette nulle (coût du risque opérationnel), coût des fonds propres, coût de la dette, coût moyen pondéré du capital.
- Estimation de la valeur résiduelle. L'évaluation d'une entreprise s'effectue traditionnellement à l'infini. En effet, sauf circonstances particulières (concession par exemple) une entreprise n'a pas vocation à cesser son activité. La période de projection doit s'achever lorsque l'entreprise a atteint un certain seuil de développement (croissance modérée, investissements couverts par les amortissements, BFR stable, risque opérationnel réduit, etc.). La valeur résiduelle est alors généralement estimée en utilisant une formule d'évaluation simple.
- Analyse des résultats et tests de sensibilité. La dernière phase est naturellement celle qui conduit à examiner les résultats de l'évaluation et à juger de leur robustesse. Il est vivement conseillé de procéder à des analyses de sensibilité du résultat en modifiant les principaux éléments clés de l'exploitation (prix, volume, coût des ventes, marge brute, hypothèses de croissance à long terme...) et les paramètres majeurs de l'évaluation (composants du taux d'actualisation, structure financière cible, ...).

²² Il ne s'agit que d'une présentation succincte de la démarche. On reviendra plus longuement dans la suite de cet article sur les points les plus délicats de celle-ci.

2. Points particuliers.

Il existe trois points délicats ou mal compris dans l'application de ce type d'approche : le calcul des différents cash-flows, la construction du taux d'actualisation, le calcul de la valeur terminale.

a) Les différents cash-flows

- Les flux économiques et les flux financiers.

Il importe tout d'abord de bien comprendre que les flux économiques sont nécessairement égaux aux flux financiers. Le tableau ci-après²³ montre cette équivalence qui est la base du raisonnement suivi en matière d'évaluation :

EBE		Dividendes
-	Variation du BFR	+ Rémunération de CCA
=	ETE	+ Retraits de CCA
-	Impôts d'exploitation	+ Boni de liquidation
-	Investissements	- Apports en capitaux propres
+ Cession d'actifs (nets d'impôts)		- Apports en CCA
= Flux économiques à dette nulle		
+ Economies fiscales liées à l'Endettement		+ Intérêts financiers
= Flux économiques		+ Remboursements d'emprunts
		- Nouveaux prêts
		= Flux financiers

Les flux économiques sont composés : a) des flux liés à l'exploitation : l'excédent de trésorerie d'exploitation (ETE) auquel il faut retrancher les impôts d'exploitation, b) des flux d'investissement, c) des économies fiscales liées à l'endettement.

Les flux financiers sont composés des flux revenant aux actionnaires et de ceux dévolus aux créanciers.

- Les flux de liquidités disponibles pour l'entreprise.
Il s'agit des flux les plus fréquemment retenus dans une évaluation par les cash-flows. Ces flux se calculent de la manière suivante :

	Résultat d'exploitation
-	Impôts sur le résultat d'exploitation
=	Résultat d'exploitation à dette nulle
+ Dotation aux amortissements	
=	Cash flow brut
- Investissements	
- Variation des Besoins en Fonds de Roulement	
=	Cash flow disponible pour l'entreprise

Ces flux ne comportent donc pas les charges afférentes à la dette, ni d'ailleurs l'économie d'impôts qu'elles permettent.

²³ Voir B. Husson et H. Jordan, « Le choix des investissements », Delmas, 1988.

- Les flux de liquidités disponibles pour l'actionnaire.
Plus rarement retenus dans une évaluation par les cash-flows²⁴, ils se calculent de la manière suivante :

	Résultat d'exploitation
-	Frais financiers
=	Résultat courant
-	Impôts
=	Résultat net
+	Dotation aux amortissements
=	Capacité d'autofinancement
-	Investissements
-	Variation des Besoins en Fonds de Roulement
-	Remboursement des dettes
+	Nouveaux emprunts
=	Cash flow disponible pour l'actionnaire

Théoriquement, une entreprise devrait verser ce cash flow à ses actionnaires sous forme de dividendes, à moins qu'elle ne décide d'en garder une partie en attendant de trouver des projets d'investissements dont la rentabilité soit supérieure à celle exigée par ses investisseurs.

- Le Profit économique se calcule de la manière suivante :

	Résultat d'exploitation
-	Impôts
=	Résultat courant
-	(Actif Economique d'ouverture x CMPC)
=	Profit Economique

Au-delà de cette définition simple, il existe de nombreux ajustements qui doivent être faits pour obtenir un actif et un profit vraiment économique, c'est à dire débarrassés de toutes les incidences qui ont pu être créés par les choix comptables de la société. Les principaux retraitements portent sur l'amortissement du goodwill, les dépenses de crédit bail, les dépenses de publicité ou de recherche en développement²⁵.

b) Le taux d'actualisation (ou coût du capital).

- Les liens entre le risque et la rentabilité.
Le coût du capital n'est pas un coût réellement décaissé. Il s'agit d'un coût d'opportunité qui est lié au risque de l'entreprise. Les investisseurs ne sont prêts à placer leurs fonds dans une entreprise que si la rentabilité qu'ils peuvent espérer en retirer est au moins égale à celle qu'ils constateraient sur un investissement présentant un risque identique. Mais le monde économique est un monde compétitif. Il ne suffit pas de servir la rentabilité exigée. Il faut aller au-delà car, à défaut, l'investisseur organisera un redéploiement de ses fonds sur des investissements de même risque, mais plus rentables.
Du point de vue du financier, quelle que soit sa nature, un risque se traduit par une fluctuation de la valeur du titre financier (sa rentabilité). Plus un titre financier est risqué, plus son cours est volatil, et réciproquement. La rentabilité espérée se mesure par l'espérance mathématique (la moyenne des rentabilités possibles, pondérées par leur probabilité d'occurrence). Le risque est mesuré par l'écart type (racine carrée de la variance) qui mesure la dispersion des rentabilités autour de l'espérance mathématique.

²⁴ Le recours à cette approche se justifie particulièrement dans les évaluations bancaires, où la distinction exploitation/financement n'a pas de sens.

²⁵ Voir B.Stewart, « The quest for value », Harper Business, 1991.

On distingue classiquement deux catégories de risque :

- ◇ le risque spécifique ou intrinsèque qui affecte un domaine d'activité particulier. Il peut être réduit par la diversification (exemple : le développement d'un nouveau produit, l'incendie du siège social, la disparition du Président ...)
- ◇ le risque systématique qui touche l'ensemble des entreprises : c'est le risque du titre corrélé à celui du marché. Il ne peut pas être réduit par la diversification.

Seul le risque systématique est rémunéré par le marché. On peut distinguer deux composantes dans ce type de risque :

- ◇ Le risque opérationnel qui est associé aux opérations de l'entreprise et à leur maturité. Il est influencé par la variabilité des cash-flows et par la sensibilité du résultat d'exploitation aux paramètres clés des opérations. Si l'entreprise accroît son exposition à l'inflation, ou aux cycles de l'industrie par exemple, la rentabilité exigée sera supérieure.
- ◇ Le risque financier est associé à la structure financière de l'entreprise. Il est influencé par le levier financier. C'est un facteur de variabilité supplémentaire (l'existence de frais financiers vient accroître le point mort global de l'entreprise).

- La structure financière cible

L'endettement a deux effets sur la valeur de l'entreprise : d'une part, il permet aux actionnaires de bénéficier d'économies fiscales qui viennent s'ajouter à la valeur de marché qu'aurait l'actif économique s'il était financé entièrement par fonds propres. D'autre part, comme on l'a souligné plus haut, il augmente la sensibilité des résultats de l'entreprise en augmentant ses charges fixes, et donc son point mort.

Cependant, si l'endettement a un impact globalement positif sur la valeur de l'entreprise, un levier trop important peut avoir des conséquences inverses en renforçant la probabilité d'occurrence de coûts de faillites.

Dans une optique d'évaluation, il convient donc d'être très prudent sur la structure financière qui sera retenue pour la détermination du taux d'actualisation (pondération des différentes rentabilités exigées par les pourvoyeurs de capitaux) : elle doit être soutenable à long terme²⁶ (il s'agit d'une structure financière *cible*) et elle doit être exprimée en valeur de marché aussi bien pour les fonds propres que pour la dette (et non en valeur comptable).

Plusieurs approches sont concevables :

- (i) prendre la structure cible du management si celui-ci a une opinion tranchée sur ce point (à condition qu'elle soit réaliste),
- (ii) retenir une structure financière sectorielle (à partir d'une comparaison des structures financières des principaux concurrents),
- (iii) utiliser la structure financière existante : la nécessité de retenir une structure financière de marché soulève dans le cas des entreprises non cotées un problème de circularité (on a besoin du résultat de l'évaluation pour déterminer un coefficient dont la détermination doit être effectuée préalablement à la mise en œuvre de l'évaluation). Pour résoudre ce problème, on est contraint de faire tourner le modèle jusqu'à ce que la structure financière ayant servi à construire le taux d'actualisation soit égale à celle résultant de l'évaluation²⁷. Ce travail itératif est très simple en utilisant un ordinateur.
- (iv) un raffinement supplémentaire peut être introduit pour la détermination du montant de la dette. Grâce aux moyens informatiques modernes, celle-ci peut être calculée en suivant la démarche suivante : construction d'un scénario d'exploitation pessimiste ; identification des besoins de cash (investissements et variation du

²⁶ En particulier, il convient de s'assurer qu'il s'agit bien d'une structure financière proche de celle anticipée à la fin de la période de projection en raison de l'importance de la valeur terminale dans toute évaluation d'entreprise.

²⁷ Autrement dit, on teste successivement plusieurs valeurs des fonds propres dans la formule du coût moyen pondéré du capital jusqu'à ce que l'on obtienne de l'actualisation des cash-flows futurs une valeur des fonds propres similaire.

BFR) ; détermination d'un coussin financier minimum ; détermination du besoin de dette initiale en fonction des besoins et des contraintes financiers futurs.

- Le coût des fonds propres.
Le coût des fonds propres est le taux de rentabilité exigé par les actionnaires. Il existe trois modèles pour le déterminer :
 - ⇒ le modèle de Gordon Shapiro qui est dérivé de la formule générale d'évaluation qui veut que le cours d'une action soit égal au prochain dividende divisé par le taux de rentabilité exigé moins le taux de croissance anticipé : $\text{Cours} = \text{Div} / (r - g)$. Appliqué au dividende à l'infini, ce taux de croissance ne doit pas être sensiblement différent de la croissance de l'économie dans son ensemble. La rentabilité exigée par l'actionnaire serait donc égale au rendement de l'action ($\text{Div} / \text{Cours}$) plus la croissance du dividende par action. Ce modèle est évidemment trop simpliste pour être utilisé sérieusement, même s'il possède quelques vertus pédagogiques.
 - ⇒ le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) est l'approche moderne qui permet de déterminer rationnellement le coût des fonds propres. Il part de l'observation qu'il existe une corrélation positive entre la rentabilité d'un titre et son risque systématique. La rentabilité exigée est égale au taux sans risque auquel vient s'ajouter une prime de risque calculée grâce à la prime de marché moyenne pondérée par un coefficient de risque (le coefficient Bêta). Plusieurs points doivent être précisés :
 - (i) Le taux sans risque peut être approché par le taux des obligations d'Etat à long terme (de même maturité que l'actif à évaluer).
 - (ii) La prime de marché à retenir devrait être théoriquement une prime prospective. Le praticien se heurte cependant à une difficulté méthodologique : les primes de marché prospectives calculées par certains bureaux d'études sont plus faibles que celles qui ont été observées par le passé. Privilégier ces données prospectives à des observations historiques reviendrait donc à accepter l'une des propositions suivantes : (a) soit le marché sera, dans l'avenir, moins risqué que par le passé ; (b) soit les investisseurs attachent aux risques futurs un prix moindre que par le passé (c) soit les analystes financiers qui élaborent cette prime de risque prospective sont plus efficaces que le marché. Les deux premières propositions ne peuvent être soutenues par aucun argument rationnel, tandis que la troisième conduirait à remettre en cause la théorie financière moderne de l'efficience des marchés. Dans ces conditions, nous jugeons plus réaliste de retenir une prime de marché historique qui s'élève pour la France, en fonction des bureaux d'étude et de la longueur de la période d'observation à un niveau compris entre 5 et 8 %.
 - (iii) Le Bêta mesure la sensibilité de la rentabilité des fonds propres de l'entreprise aux variations de la rentabilité de l'ensemble du marché financier. Il se calcule en examinant la corrélation qui existe entre les rentabilités successives de l'entreprise et celles du marché : le Bêta est la pente de la droite de régression qui est obtenue.
Plus concrètement, le Bêta du marché étant par définition égal à 1, un Bêta supérieur à 1 signifiera que les cash-flows de l'entreprise sont, en moyenne, plus volatils que le marché. A contrario, un Bêta inférieur à 1 sera révélateur d'une certaine capacité de l'entreprise à amortir les chocs conjoncturels.

Si le Bêta d'une entreprise cotée est relativement aisé à obtenir, celui d'une entreprise non cotée est plus délicat à déterminer. On peut l'obtenir soit par comparaison avec d'autres entreprises du secteur (auquel cas on prendra soin d'ajuster le résultat de l'analyse par la structure financière respective des sociétés de l'échantillon), soit de manière plus empirique en prenant en considération les déterminants fondamentaux du Bêta :

- ◇ le secteur de l'entreprise : maturité du secteur, risque opérationnel, taille et diversité (sectorielle et géographique) des activités de l'entreprise,
- ◇ la gestion de son actif économique : stabilité et importance des BFR, intensité capitalistique, ancienneté des installations,
- ◇ la structure des coûts d'exploitation (position par rapport au point mort),
- ◇ la qualité de l'information fournie au marché,
- ◇ la structure financière de l'entreprise (le Bêta des fonds propres est égal au Bêta sectoriel (sans endettement) multiplié par $1 + (1 - \text{Taux IS}) \times \text{Dette/Fonds propres}$, le levier étant exprimé en valeur de marché).

⇒ Le modèle APT (Arbitrage Pricing Theory) constitue la troisième façon de calculer le coût des fonds propres. Le coût des fonds propres est égal à la somme d'un taux sans risque, d'une ou plusieurs variables macro-économiques affectées d'un coefficient de sensibilité et enfin d'un bruit propre à l'entreprise. Ce sont naturellement ces variables macro-économiques qui affectent particulièrement l'entreprise à évaluer qui sont difficiles à déterminer. Il peut s'agir de l'inflation, du cours d'une matière première, d'un niveau d'activité industrielle. Il s'agit d'une technique très compliquée à mettre en œuvre, et donc très peu utilisée en pratique.

- Le coût de la dette.
Le coût de la dette n'est pas le coût historique auquel l'entreprise a été en mesure de s'endetter. Il s'agit du coût prospectif, compte tenu de la situation opérationnelle et financière actuelle et future qu'elle présente. Il doit tenir compte du niveau général des taux d'intérêt, du risque de défaut de l'entreprise et de l'économie fiscale liée à l'endettement. Trois démarches sont concevables : (a) soit examiner les exigences de rentabilité du marché sur des obligations cotées d'entreprises similaires en terme de profil de rentabilité et de risque (b) soit examiner les conditions dans lesquelles des entreprises comparables parviennent aujourd'hui à s'endetter pour des projets à long terme (c) soit d'appliquer un modèle de *rating* à l'entreprise à évaluer et déduire le coût de son endettement de la note qui lui serait donnée.
- Le coût moyen pondéré du capital.
Le CMPC est la somme du coût des fonds propres et du coût de la dette pondérée par leur part respective dans le pool de ressources. Il s'exprime par la formule suivante :

$$\text{CMPC} = \text{CFP} \times \text{FPm} / (\text{Dm} + \text{FPm}) + \text{CD} \times (1 - \text{IS}) \times \text{Dm} / (\text{Dm} + \text{FPm})$$

où CFP représente le coût des fonds propres, FPm et Dm respectivement les fonds propres et la dette en valeur de marché, CD le coût de la dette et IS le taux d'imposition.

Il est essentiel de bien comprendre qu'il existe un lien entre les flux de liquidités utilisés pour l'évaluation et les taux qui sont retenus pour les actualiser²⁸. On retient le coût moyen pondéré du capital dans la méthode des flux de liquidité disponibles pour les apporteurs de fonds et celle du profit économique ; le coût des fonds propres dans la méthode des flux de liquidité disponibles pour l'actionnaire, ou toute autre approche fondée sur les dividendes ; le coût des fonds propres sans dette pour la méthode de la valeur actuelle

²⁸ Voir Jean-Florent Rérolle, 1994, op. cit.

nette ajustée. Lorsque plusieurs approches sont utilisées, il est essentiel de vérifier que les hypothèses sous-jacentes sont compatibles. Par exemple, lorsque l'on applique un PER, il faut s'assurer que les hypothèses implicites que l'on prend (taux de distribution, rentabilité des fonds propres, coût des fonds propres et croissance à long terme) sont cohérentes avec celles que l'on a retenu explicitement dans l'utilisation d'autres méthodes. A défaut, il ne faut pas s'étonner que les résultats des différentes méthodes divergent considérablement.

c) Le calcul de la valeur terminale.

La valeur d'une entreprise est égale à la valeur actuelle des cash-flows qui seront dégagés durant la période de projection plus celle de ceux qui seront générés postérieurement. Pour mesurer cette seconde composante que l'on appelle la valeur terminale, on est conduit à mettre en œuvre des formules d'évaluation simplifiées. Cette contrainte méthodologique est délicate car il est fréquent que la valeur totale de l'entreprise dépende pour l'essentiel de celle de la valeur terminale (de 70 à 90%, voire même plus de 100% pour certaines entreprises de haute technologie).

(1) Les approches économiques sont les plus logiques lorsque l'on utilise des méthodes de cash flow actualisés. Parmi les nombreuses formules qui sont utilisées deux nous semblent particulièrement précieuses :

- Dans une vision conservatrice et prudente on peut retenir comme hypothèse qu'à l'issue de la période de projection explicite, les nouveaux investissements auront une valeur actuelle nette égale à 0 ; cela ne veut pas dire que l'entreprise ne sera pas en mesure de poursuivre une certaine croissance, mais simplement que cette croissance n'apportera pas de valeur supplémentaire car la rentabilité des nouveaux investissements sera égale à celle exigée par les apporteurs de fonds. La valeur terminale est alors égale au résultat d'exploitation après IS actualisé à l'infini par le CMPC.

- Il est possible de raffiner cette approche en tenant compte d'une période de transition durant laquelle les nouveaux investissements auront une rentabilité supérieure au CMPC. On peut alors utiliser la formule de Modigliani-Miller décrite plus haut.

D'autres formules sont concevables. Plusieurs d'entre elles comportent des hypothèses de croissance (par exemple l'actualisation d'un cash flow disponible à l'infini en utilisant un facteur de croissance : $CFD / CMPC - g\%$). Il faut cependant s'en méfier car si l'entreprise veut continuer à croître, il lui faut également investir. Le montant de l'investissement de la dernière période, reproduit à l'infini, est souvent incohérent avec l'hypothèse de croissance retenue dans ce type de formule.

Il est également possible de déterminer la valeur terminale de l'entreprise en utilisant un multiple du résultat d'exploitation ou du cash flow d'exploitation. Le choix de ce multiple étant largement arbitraire, il convient d'être prudent dans son utilisation.

(2) Les approches comptables sont a priori à exclure si la démarche qui est conduite est de nature économique. Parmi celles-ci on trouve :

- une approche basée sur un multiple des résultats qui se heurte à la difficulté de déterminer quel sera le PER applicable dans plusieurs années ;
- les approches fondées sur une valeur de liquidation qui ne sont concevables que si, effectivement, il est prévu que l'entreprise arrête son activité à l'issue de la période de projection ;
- les approches fondées sur les coûts de remplacement qui peuvent certes s'appliquer aux actifs tangibles de l'entreprise, mais qui sont totalement inapplicables pour la mesure de son goodwill (savoir-faire, fonds de commerce ...).

(3) Deux points particuliers doivent être soulignés :

- Le résultat d'exploitation servant de base à la formule d'actualisation à l'infini doit être celui de l'année qui suit la fin de la période de projection. Il faut donc estimer la rentabilité $n+1$ des actifs mis en œuvre à la fin du business plan.
- Si l'on décide de recourir à une formule élaborée (type Modigliani-Miller) le choix des paramètres doit être effectué à partir d'une analyse stratégique à long terme. Plus encore que dans l'analyse des données dont il a été question précédemment, il est fondamental de bien faire le lien entre, d'une part la position stratégique de l'entreprise

à la fin de la période, et d'autre part ses performances financières et sa dynamique financière (cf. le modèle de croissance soutenable).

C. L'approche par les options.

Depuis la création du premier marché d'options négociables à Chicago en 1973, et les travaux de F. Black et M. Scholes sur leur valorisation durant la même période, on connaît bien les caractéristiques de ce produit complexe, utilisé davantage par les financiers que par les entreprises. En réalité, la finance d'entreprise peut emprunter cet outil à la finance de marché pour mieux comprendre la dimension de certaines décisions opérationnelles ou interpréter certaines problématiques soulevées par ce que l'on appelle le « Corporate governance ».

1. Fondements de l'approche du point de vue de la finance d'entreprise.

a) Les défauts de la méthode des cash flows.

Si la méthode des cash-flows actualisés est la plus rigoureuse de celles utilisées par les praticiens, elle présente des défauts importants :

- Tout d'abord, elle exige de recourir à un taux d'actualisation dont on a vu qu'il pouvait être quelque fois délicat à construire.
- Ensuite, elle ne prend pas pleinement en compte les cash-flows qui dépendent d'événements futurs. Par exemple, la rentabilité d'un projet de R&D dépend du succès de la recherche, et des conditions de marché qui prévaudront le jour où ce projet sera commercialisable.
- Enfin et surtout, cette méthode ne tient pas compte de la flexibilité de la gestion. Elle évalue les projets de développement ou les entreprises comme s'il s'agissait d'instruments obligataires. En réalité, tous les projets d'investissement retracés explicitement ou implicitement dans le business plan pourront subir des modifications : un projet pourra être abandonné, différé, étendu ou contracté pour s'adapter aux nouvelles conditions du marché. Cette flexibilité a une valeur que la méthode des cash-flows actualisés (et a fortiori toute autre méthode classique) est incapable de prendre en compte.

b) Les projets d'investissements d'une entreprise ont en fait des caractéristiques plus proches des options :

- On rappellera qu'une option d'achat (call) est le droit, et non l'obligation, d'acheter un actif à un prix déterminé à l'avance (strike) et pendant une période ou à une date définie au préalable. Une option de vente (put) est le droit, et non l'obligation de vendre un actif à un prix déterminé à l'avance (strike) et pendant une période ou à une date définie au préalable. La valeur d'une option comporte : (a) une valeur intrinsèque qui dépend du prix actuel de l'actif sous-jacent et du prix d'exercice (b) une valeur temps qui dépend de la volatilité de l'actif, de la date d'exercice, du taux sans risque.
- Un projet d'investissement dont le lancement est planifié pour les années à venir peut être facilement assimilé à un call : tout d'abord ses rendements sont incertains, ensuite il est toujours possible de différer la décision de lancement, enfin, le management a la possibilité de prendre ou non la décision en fonction des événements du moment.

2. La mise en œuvre de l'approche.

La théorie des options peut être utilisée pour évaluer la valeur de marché des fonds propres et de la dette de l'entreprise, pour estimer la valeur des options réelles de l'entreprise, ou encore pour évaluer la valeur de marché d'une composante du passif (OBSA, ORA ...). Nous nous concentrerons ici sur les deux premières utilisations qui sont particulièrement fécondes pour l'évaluation d'entreprise.

a) L'évaluation de la valeur de marché des fonds propres et de la dette de l'entreprise.

La société anonyme crée une asymétrie fondamentale entre l'actionnaire et le créancier. En effet, le premier a une perspective de profit illimités pour un risque de perte limitée à son apport. Le second ne peut espérer au mieux que récupérer les flux du prêt qu'il a consenti, si tout se passe bien. On peut définir la position de l'actionnaire en utilisant la logique des options : il peut s'approprier les actifs de l'entreprise si celle-ci est en mesure de rembourser les créanciers à l'échéance de la dette. A cette date, soit la valeur globale de l'entreprise est supérieure à celle de la dette, et les actionnaires récupèrent la valeur résiduelle, soit elle est inférieure, auquel cas les actionnaires abandonnent leurs actifs aux créanciers, ceux-ci devant

accepter de perdre la différence entre la valeur des actifs et celle de la dette. La valeur des capitaux propres de l'entreprise est donc équivalente à celle d'une option d'achat dont la valeur de l'actif sous-jacent est celle de l'actif économique, le prix d'exercice est la valeur de remboursement de la dette, la volatilité est celle de l'actif économique et enfin la maturité est celle de l'échéance de la dette. Cette conception est particulièrement utile pour la valorisation des entreprises en difficulté.

De même, on peut utiliser cette théorie pour valoriser une dette. Sur le plan conceptuel, la valeur de marché de la dette est égale à la valeur actuelle des remboursements (au taux sans risque) moins la valeur de l'option de vente (option de défaillance) qui est offerte aux actionnaires grâce à la limitation de leur pertes potentielles. Cette option peut être évaluée à partir de la valeur de l'actif économique, de sa volatilité, de l'échéance de la dette et de sa valeur de remboursement en utilisant les modèles d'option courants.

b) L'évaluation des options réelles.

L'évaluation des options réelles est particulièrement utile dans l'évaluation d'une entreprise car elle permet de compléter fort utilement les approches par les cash flow. Si un projet est très important et que de profondes incertitudes demeurent quant à son déroulement, il est plus efficace de le sortir des projections, et de l'évaluer séparément. La valeur finale de l'entreprise sera égale à la valeur de l'entreprise hors projet plus la valeur de l'option créée grâce à ce même projet. L'analyste doit recourir à cette démarche lors de l'évaluation d'entreprises de haute technologie, ou bien pour des projets de développement dans un pays émergent, ou encore lorsqu'il s'agit d'évaluer des brevets.

Plus précisément, il est utile de rappeler les différentes options réelles qui se glissent dans les prises (ou retardement) de décision :

- l'option de différer un projet afin d'attendre davantage d'informations sur sa rentabilité (extraction de ressources naturelles, industrie papetière, projets immobiliers) ;
- l'option d'altérer l'exécution d'un projet : expansion, contraction, fermeture temporaire (industries cycliques, industrie de la mode ...) ;
- les options de croissance : tout investissement préalable dans une chaîne de projets interdépendants offrant de nouvelles opportunités de croissance (biotechnologies, informatique, pharmacie) ;
- la création d'options : lancement d'investissements successifs pour créer une option d'abandon si l'information obtenue est défavorable (investissements très capitalistiques comme dans le secteur de l'énergie, R&D dans l'industrie pharmaceutique) ;
- l'option d'abandon : vente des moyens de production si les conditions de marché déclinent durablement (transport aérien, investissement dans des pays émergents ...) ;
- l'option de flexibilité : capacité à changer aisément les moyens de production ou le mix produit pour s'adapter à de nouvelles conditions de marché (composants industriels, industrie automobile, pétrole, chimie).

Malgré la puissance conceptuelle de cette approche, celle-ci reste encore relativement peu utilisée. A notre connaissance seules deux industries y recourent fréquemment : la pharmacie et l'industrie pétrolière (exploration)²⁹.

Les difficultés d'application de cette théorie limitent en effet son développement : (a) parmi les obstacles techniques figurent les hypothèses restrictives des modèles, la complexité des calculs lorsqu'il n'est pas possible d'utiliser des formules simples (du type Black & Scholes) et la difficulté d'estimer la volatilité des rentabilités de l'actif (problème d'information) (b) les obstacles culturels sont naturellement encore plus dirimants : la technique reste très complexe et la nouveauté de l'approche heurte les pratiques établies.

Cependant, nous pensons que cette approche est amenée à se développer progressivement car elle constitue une excellente base pédagogique pour comprendre comment se construit la valeur d'une entreprise, et, dans la perspective du Gouvernement d'Entreprise, interpréter leurs décisions financières (cf. les théories du mandat et de l'agence).

²⁹ Ernst & Young Corporate Finance a déjà eu l'occasion d'utiliser à plusieurs reprises cette méthodologie pour des entreprises de biotech et des projets d'investissement dans des pays émergents.

IV. Les méthodes comptables

Les méthodes comptables sont historiquement celles qui ont été privilégiées en France. Elles sont progressivement écartées au profit des méthodes intrinsèques économiques ou les approches analogiques. Elles constituent cependant des points de repères qui peuvent être intéressants à la condition de comprendre les limites de l'exercice. En particulier, les approches fondées seulement sur les actifs doivent être maniées avec prudence.

A. L'actif net corrigé.

Dans une transmission d'entreprise, il est fréquent que le vendeur invoque l'actif net de son entreprise comme pivot de sa valorisation, en particulier lorsque la rentabilité de ses actifs est faible. L'actif net est égal à la différence entre la valeur des actifs et celle des dettes de l'entreprise. Afin de s'assurer du caractère réaliste des montants retenus, il faut cependant effectuer certains retraitements pour donner plus de réalisme économique aux valeurs comptables.

1. Les précautions d'emploi.

a) Les précautions conceptuelles.

Sur le plan conceptuel, dire qu'une entreprise vaut la valeur de son actif net (réévalué ou non) signifie que l'on considère que cet actif présentera exactement et pour l'éternité une rentabilité égale au coût des fonds propres. Une telle position doit naturellement être précisément étayée. L'adoption de cette approche peut par ailleurs se justifier dans le cas des sociétés immobilières ou des holdings. Cependant, dans le cas des holdings, les différentes participations doivent être elles-mêmes évaluées par les méthodes les plus appropriées, en privilégiant les méthodes fondées sur les flux futurs.

Il est donc fortement déconseillé de réaliser une évaluation des actifs sans tenir compte du goodwill ou du badwill que l'entreprise dégagera nécessairement. Ce sera l'objet de la rubrique suivante (« l'approche par le goodwill »).

Par ailleurs, et cette remarque vaut pour l'ensemble des méthodes classiques, ce type d'approche comporte des inconvénients qui en limitent la validité financière :

- * elle est sensible aux choix et politiques comptables alors même que les investisseurs n'en tiennent pas compte dans leur décisions d'investissement (voir plus haut) ;
- * elle n'intègre pas les notions de risque et de temps alors qu'il s'agit de dimensions fondamentales dans une démarche financière rationnelle ;
- * elle repose sur des hypothèses d'exploitation sous-jacentes simplistes qui la rend inutilisable dans une perspective de gestion de la valeur ;
- * il est impossible de tester la sensibilité des résultats à une modification des principaux paramètres d'exploitation ce qui empêche de relativiser les conclusions de l'analyse ;
- * il existe généralement une faible corrélation des résultats obtenus avec les observations financières empiriques.

b) Les précautions techniques.

Ce type d'évaluation doit être effectué dans une perspective de continuation de l'exploitation. Il vaut mieux éviter de réévaluer des actifs nécessaires à l'exploitation comme le matériel et les machines³⁰. Il ne faut jamais procéder à la réévaluation des éléments d'actif incorporels. Cette valeur est prise en compte dans le calcul du goodwill. Il faut imputer sur les revalorisations d'actifs, les impôts sur les plus-values potentielles. Il faut enfin rappeler que l'évaluation d'actif est très lourde. La mise en œuvre professionnelle de cette méthode passe par le recours à plusieurs catégories d'experts qui doivent souvent procéder à des investigations minutieuses. Un analyste extérieur ne peut sérieusement l'appliquer sur la base des comptes de l'entreprise et des déclarations du management.

³⁰ L'évaluation des matériels et machines est quelquefois nécessaire non dans une perspective d'évaluation d'entreprise, mais dans le cadre de certaines opérations financières (fusions, apports partiels d'actifs...) pour des raisons strictement comptables ou fiscales qui sortent de la préoccupation de cet article.

2. Les retraitements à effectuer.

a) Sur l'actif.

Les retraitements d'éléments d'actif affectent principalement les immeubles et les terrains. Pour les constructions, il existe plusieurs méthodes de valorisation disponibles :

- * la valeur d'assurance qui est difficilement utilisable malgré les abattements sommaires et arbitraires effectués quelque fois par les praticiens,
- * la valeur de comparaison qui suppose l'existence d'un marché de bien comparables qui soit suffisamment actif pour que l'on puisse en utiliser sérieusement les références,
- * la valeur de reconstruction qui consiste à appliquer un coefficient de vétusté sur le bien à neuf. Ce coefficient de vétusté dépend de la durée de vie restante du bien.
- * la valeur d'acquisition qui consiste à réévaluer les valeurs d'achat originelles par un coefficient représentatif de l'inflation passée.

Les immobilisations financières doivent être réévaluées à partir des méthodes usuelles (cours de bourse s'il y a lieu, flux de liquidités disponibles futurs, dividendes escomptés, etc.). S'il existe des prêts à plus d'un an, il convient de les actualiser pour tenir compte de la dérive des prix future.

Certains sociétés peuvent avoir tendance à pratiquer une sous-estimation de leur stock pour des raisons fiscales. Dans cette situation, il faut réintégrer les stocks non pris en compte dans le calcul. En revanche, si les stocks sont sous-évalués, il est déconseillé de procéder à leur réévaluation, celle-ci étant prise en compte dans le calcul du goodwill.

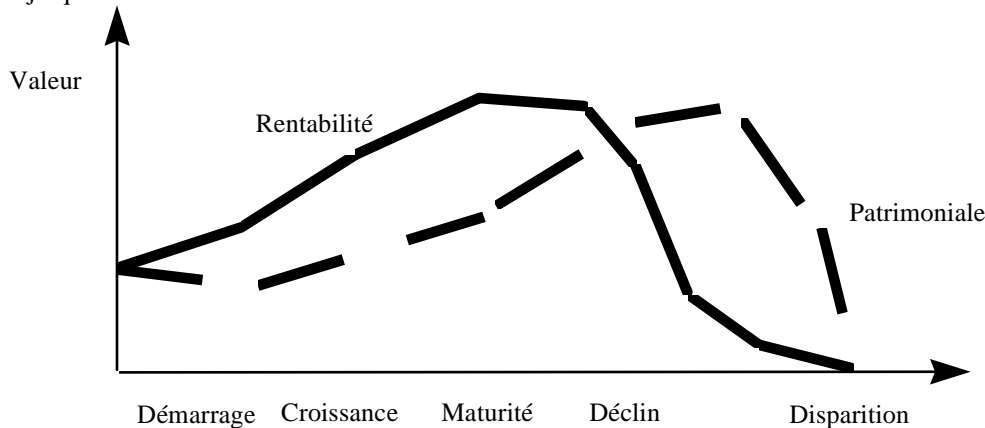
Enfin, il faut vérifier que toutes les provisions ont bien été passées sur les stocks à faible rotation comme sur les clients douteux.

b) les retraitements d'éléments de passif.

Les provisions réglementées (pour hausse des prix, fluctuations de cours, amortissements dérogatoires et pour investissement) doivent être inclus dans l'actif net après déduction de l'impôt latent. Les autres provisions, si elles ont des motifs sérieux, doivent être considérées comme des dettes.

B. L'approche par le goodwill.

La valeur de rentabilité et la valeur patrimoniale sont nécessairement différentes. Le graphique suivant illustre cette remarque de bon sens : durant les premières étapes de la vie d'une entreprise (du démarrage à la maturité), la valeur de rentabilité doit théoriquement être supérieure à sa valeur patrimoniale. Lorsqu'elle amorce son déclin, la valeur de rentabilité rejoint progressivement la valeur patrimoniale puis lui devient inférieure. Il est alors probablement plus intéressant pour l'actionnaire de liquider son affaire. S'il ne le fait pas suffisamment tôt, la valeur patrimoniale baissera elle aussi jusqu'à devenir nulle.



Il est donc nécessaire, lorsqu'une démarche d'analyse patrimoniale a été entreprise, de la compléter par un calcul du goodwill. Il existe deux approches pour déterminer ce goodwill : 1) l'approche soustractive qui consiste à évaluer l'entreprise par une méthode fondée sur la rentabilité. En retranchant de ce résultat l'actif net corrigé, on obtient la valeur du goodwill. 2) l'approche additive qui consiste à identifier les éléments incorporels de l'entreprise et à les ajouter à l'actif net. Sur le plan

pratique, il existe plusieurs méthodes dont certaines sont difficiles à mettre en œuvre³¹. Nous nous concentrerons sur celle qui est la plus facile à mettre en œuvre : la capitalisation d'un superbénéfice.

1. Le calcul du goodwill.

La méthode consiste à déterminer le super-bénéfice et à l'actualiser sur la durée de son existence.

a) La détermination du superbénéfice.

Celui-ci est égal à la capacité bénéficiaire de l'entreprise moins la capacité bénéficiaire normale :

- La capacité bénéficiaire est égale au résultat d'exploitation après impôts retraité. Les retraitements du résultat d'exploitation pour obtenir la capacité bénéficiaire touchent les éléments suivants : les charges assimilables à des libéralités (sur-salaires des dirigeants par exemple), celles constituant en réalité des investissements (publicité de lancement d'un nouveau produit), celles qui sont en fait des charges exceptionnelles, et enfin les charges assimilables à des charges financières (retraitement classique de crédit bail).
- La capacité bénéficiaire normale est plus difficile à déterminer. Elle peut se définir soit comme la rentabilité moyenne des entreprises du secteur, soit comme la rentabilité minimale que les actifs de l'entreprise devraient nécessairement dégager compte tenu de ses caractéristiques de risque. La rentabilité moyenne du secteur doit à notre avis être exclue car le fait que les performances du secteur soient mauvaises ne suffit pas pour admettre qu'il s'agit là d'une situation « normale ». Si l'on veut être cohérent avec les enseignements de la finance moderne, une entreprise doit nécessairement générer une rentabilité égale à celle exigée par ses apporteurs de fonds. A défaut, son cours sera inférieur à la valeur comptable des actifs. La capacité bénéficiaire normale se calcule donc en multipliant les actifs employés par l'exigence de rentabilité des pourvoyeurs de fonds (CMPC).

b) L'actualisation de ce superbénéfice sur la durée de son existence.

Le taux d'actualisation de ce superbénéfice doit naturellement refléter son risque : la mise en œuvre de la méthode passe donc par le calcul d'un taux de marché en utilisant les méthodes définies préalablement (le CMPC). De même, il est peu probable qu'il soit possible de le maintenir à l'infini. Il faut donc déterminer la durée de la période pendant laquelle l'entreprise bénéficiera d'un avantage compétitif suffisant pour lui permettre de dégager un superprofit.

c) Le goodwill ainsi calculé doit être ajouté au montant de l'actif économique (immobilisations nettes et BFR) avant de déduire les dettes financières pour obtenir la valeur des fonds propres.

2. Les précautions d'utilisation.

a) Il est fréquent de voir le superbénéfice calculé à partir du résultat courant. Il devient alors très difficile de déterminer la rentabilité normative. En effet, l'actif économique étant financé à la fois par les fonds propres et par la dette, le seul indicateur pertinent est le résultat d'exploitation. Il est impossible d'identifier la part du goodwill résultant d'actifs financés par les créanciers et ceux financés par les actionnaires. On est donc conduit à ajouter ce goodwill à l'actif économique de l'entreprise et non à son actif net.

b) Le taux d'actualisation à utiliser est un taux de marché. On voit encore trop souvent une capacité bénéficiaire normative définie en utilisant un taux sans risque. Aucun investisseur n'accepterait de placer ses fonds dans une entreprise incapable de lui assurer une rentabilité supérieure à celle qu'il pourrait trouver auprès de l'Etat dans un placement sans risque.

Ainsi définie, la méthode du goodwill devient cohérente avec les approches modernes. Elle s'approche de la méthode du Profit Economique. Convenablement appliquée, son résultat ne doit pas s'écarter de celui obtenu par la méthode des flux de liquidités actualisés (à condition de prendre comme hypothèse pour cette dernière approche que la valeur terminale est égale à la valeur de l'actif économique en place en fin de période).

³¹ On peut par exemple utiliser la théorie des options pour valoriser certains actifs incorporels comme les brevets.

C. Le PER théorique

1. Définition

La valeur de marché des fonds propres d'une entreprise est égale à la valeur actuelle des dividendes futurs versés à l'actionnaire. En supposant que ces dividendes croissent d'un facteur g constant, on a : $V = DPA_1 / (r - g)$ où V est le cours de l'action, DPA_1 est le dividende à recevoir, r est la rentabilité exigée et g le taux de croissance anticipé du dividende. En remplaçant DPA_1 par $p BPA_1$ où d est le taux de distribution et BPA_1 le bénéfice par action, et en divisant les deux termes de l'équation par BPA_1 , on obtient le PER (V/BPA_1) qui est donc égal à $d / (r - g)$.

A ce stade, il est possible d'introduire dans cette expression du PER la rentabilité financière de l'entreprise. En effet, on se rappelle que la croissance de l'entreprise est égale à la rentabilité financière multipliée par le taux de rétention (voir plus haut le modèle de croissance soutenable). Dans ces conditions le taux de distribution est égal à $1 - (g / ROE)$ ou ROE est la rentabilité financière. Il est donc possible d'exprimer le PER en fonction de la rentabilité financière, du taux de croissance et de la rentabilité exigée par les actionnaires :

$$PER = 1 - (g / ROE) / (r - g)$$

Il est essentiel de bien comprendre que le PER n'est pas l'inverse du taux de rentabilité exigé par les actionnaires. On doit y ajouter la valeur actuelle des opportunités de croissance. Celles-ci dépendent du rendement des nouveaux investissements (rentabilité financière de l'entreprise) et de la capacité de l'entreprise à les financer (politique de rétention des résultats). La combinaison de ces deux éléments permettant d'appliquer à l'entreprise une croissance de son activité, de son résultat, et donc de ses dividendes.

2. Pour une entreprise en croissance forte, la formule à utiliser doit être plus complète afin de distinguer deux périodes : la première durant laquelle la croissance est importante, et la distribution de dividendes réduite, et la seconde, au cours de laquelle l'entreprise connaît une croissance plus réduite, une politique de dividende plus active, et un coût des fonds propres plus faible.

L'expression du PER devient alors la suivante :

$$PER = \frac{d(1+g) \left(1 - \frac{(1+g)^n}{(1+r)^n} \right)}{r - g} + \frac{d_n(1+g)^n(1+g_n)}{(r_n - g_n)(1+r)^n}$$

où n est le nombre d'années de croissance forte, d , g et r sont respectivement le taux de distribution, la croissance et le coût des fonds propres pendant cette période ; d_n , g_n , et r_n représentant les mêmes variables, mais à l'infini.

3. On voit donc que derrière le PER se cachent plusieurs éléments que la simplicité du concept ne permet pas d'exprimer clairement :
 - l'évolution des taux d'intérêt qui a un impact sur le taux sans risque et donc sur le coût des fonds propres (r),
 - le risque opérationnel de l'entreprise et sa structure financière qui ont également un impact sur (r),
 - le taux de croissance des BPA qui dépend lui même :
 - ◇ de la maturité du secteur (importance du nombre et de la qualité des opportunités de croissance futures),
 - ◇ de la politique financière (financement des investissements, politique de distribution de dividendes),
 - ◇ de la politique d'investissement, c'est-à-dire de la capacité de l'entreprise à dégager une rentabilité financière supérieure au coût des fonds propres.
4. La méthode consiste donc à calculer un PER théorique à partir des quelques hypothèses qui viennent d'être évoquées. Cette approche a le mérite d'être plus rigoureuse que l'application mécanique de PER de marché qui recouvrent, comme on l'a vu, des situations plus complexes que la simplicité apparente de la méthode n'aurait laissé supposer.

Cette formule peut également être utilisée pour valider l'utilisation d'un PER découlant de la méthode analogique.

D. Les modèles boursiers

Les modèles boursiers sont essentiellement utilisés par les analystes financiers. A l'instar des formules précédentes du PER, ces approches peuvent être intéressantes d'un point de vue pédagogique. En revanche, elles nous paraissent trop simplistes pour pouvoir être retenues à titre principal dans le cadre de l'évaluation professionnelle d'une entreprise.

1. La méthode de Bates

a) Cette approche est particulièrement prisée par les analystes financiers pour évaluer les sociétés cotées. Ce modèle repose sur le développement de la formule de base d'évaluation par les dividendes. Il relie entre eux les différents paramètres de décision de l'investisseur :

- * le prix payé pour acquérir le titre (PER),
- * le délai de détention du titre,
- * le taux de distribution de dividendes,
- * le taux de croissance anticipé du bénéfice par action,
- * le taux de rentabilité exigé par l'actionnaire,
- * le prix de revente estimé à l'issue de la période de détention (PER de sortie).

b) Ce modèle s'exprime dans la formule suivante :

$$PER_s = PER \cdot A - 10 \cdot d \cdot B,$$

avec $A = \left(\frac{1+k}{1+g} \right)^n$ et $B = 0,1 \left(\frac{1+k}{1+g} \right) (1-A)$, et où n est la durée de détention des titres, d le taux de distribution de dividendes, g le taux de croissance du bénéfice par action, k le taux de rentabilité exigé par l'actionnaire, PER_s le PER de sortie.

L'utilisation de ce modèle permet de définir l'un des paramètres à partir du moment où l'on connaît les cinq autres.

2. Le modèle de Holt s'applique tout particulièrement aux sociétés de croissance ayant un PER élevé. L'idée est que cette situation n'est que temporaire, et que lorsque la société sera plus mûre, son PER rejoindra le PER moyen du marché. L'objectif du modèle est de calculer, en fonction du PER actuel, l'hypothèse de durée de croissance exceptionnelle qui est anticipée implicitement par les investisseurs.

La formule du modèle est la suivante :

$$PER / PER_m = \frac{\left(1 + g + \frac{DPA}{V} \right)^n}{\left(1 + g_m + \frac{DPA_m}{V_m} \right)^n}$$

où, PER, DPA, V et g sont respectivement le PER, le dividende par action, le cours et la croissance exceptionnelle de l'entreprise, PER_m , DPA_m , V_m et g_m représentant les mêmes variables, mais pour le marché pris dans son ensemble.

Ce modèle permet d'estimer si le PER est trop élevé par rapport au marché compte tenu des perspectives de croissance de l'entreprise.

3. Le Délai de Recouvrement (DR)

Ce concept a été inventé par Raimsey Sam en 1984. Il s'agit d'un instrument de gestion de portefeuille que l'on peut trouver pour toutes les sociétés cotées au Règlement mensuel dans les pages du journal Les Echos. Le DR représente le nombre d'années pour lequel la somme des bénéfices prévisionnels, actualisés au taux de rendement des obligations, est égale au cours de l'action.

L'expression mathématique du modèle est la suivante :

$$DR = \frac{\text{Log} \left(PER \left(\frac{g-r}{1+r} \right) + 1 \right)}{\frac{1+g}{1+r}}$$

où g est le taux de croissance anticipé, et r le taux de rendement des obligations.

V. Les approches analogiques

L'approche analogique consiste à évaluer une entreprise par référence à des entreprises comparables dont on connaît la valeur, soit parce qu'elles sont cotées, soit parce qu'elles ont fait l'objet d'une transaction récente dont les caractéristiques ont été publiquement révélées. Il s'agit d'une méthode fréquemment utilisée par les praticiens. Pour autant, force est de constater que son application est souvent approximative. Facile à manipuler, il convient de l'utiliser avec prudence en ayant conscience des limites importantes de l'exercice.

A. Le choix de l'échantillon.

1. Le type d'échantillon.

L'échantillon d'entreprises cotées est préférable à celui réunissant des transactions sur des sociétés comparables. En effet, pour que l'application de la méthode soit pertinente, il est nécessaire de réunir des informations complètes et cohérentes sur les entreprises retenues. La valeur des transactions n'est souvent pas dévoilée publiquement. Même lorsque le prix a été révélé, il existe des accords parallèles (contrats de distribution, garanties de passif ...) qui affectent profondément la valeur réelle de l'entreprise.

Le recours à des sociétés cotées permet de disposer d'un échantillon de valeurs fiables (sous réserve de ce qui sera dit plus loin en matière d'ajustement), et de données financières et générales suffisamment riches pour s'assurer du caractère comparable des entreprises et déterminer les indicateurs clés qui serviront à l'analyse. En effet, pour toute société cotée significative, il est possible de se procurer l'information suivante : historique de cours, rapports annuels, publication de communiqués, analyse et projection de résultats effectués par des cabinets d'analyse financière.

2. La constitution de l'échantillon.

La sélection des entreprises de l'échantillon est l'une des phases les plus délicates de l'approche analogique. En effet, il s'agit d'identifier des entreprises similaires en termes :

- * de taille,
- * de maturité,
- * de profil de rentabilité (génération actuelle et future de cash flow),
- * de structure financière,
- * et de risque (volatilité des résultats).

Plus on s'écarte de ces similarités, plus la dispersion des indicateurs sera forte, et moins l'exercice de comparaison sera pertinent. Par ailleurs, pour obtenir un résultat « statistiquement » significatif, il faut réunir au moins une demi-douzaine d'entreprises, voire même une petite dizaine.

Dans ces conditions, il est quelquefois nécessaire de ne pas se limiter à des sociétés du même secteur d'activité que l'entreprise à évaluer. En effet, au sein d'un même secteur on observe souvent des différences très sensibles entre les entreprises qui rendent vaine toute comparaison. A l'inverse, il est possible de trouver dans des secteurs différents des entreprises ayant la même problématique de développement et de risque.

Enfin, il existe deux difficultés classiques dans la constitution de l'échantillon. La première concerne les entreprises diversifiées : comment déterminer la part respective des différentes activités dans la valeur totale de l'entreprise ? Cette question n'a jamais reçu de réponse satisfaisante, en particulier car on se heurte souvent à un problème d'indissociabilité des actifs ou des activités (synergies importantes, services communs significatifs). La seconde provient des différences de taille. Il est évident que deux entreprises ayant exactement la même activité ne peuvent être comparées lorsque leur taille est très différente.

B. La mise en œuvre de la méthode.

Une fois l'échantillon constitué, il faut identifier les facteurs explicatifs de la valeur.

1. Les indicateurs les plus fréquemment retenus peuvent être classés en deux catégories :

- les indicateurs économiques cherchent à relier la valeur agrégée de l'entreprise (addition de la capitalisation boursière de l'entreprise et du montant de l'endettement net des disponibilités) à des résultats ou des grandeurs de nature économique comme par exemple, le cash flow, le résultat d'exploitation, l'EBE (très prisé par les anglo-saxons), le résultat économique à dette

nulle, l'actif économique comptable (immobilisations nettes et besoins en fonds de roulement) ;

- les indicateurs comptables prennent comme base le résultat courant, le résultat net (PER), les dividendes (rendement) ou encore le montant des fonds propres (multiple de la situation nette). A la différence des précédents, ils sont exprimés après prise en compte des effets de la structure financière.

Il est essentiel de noter que les indicateurs sont des indicateurs prospectifs et non historiques. On se rappelle que derrière le concept synthétique du PER, il y a une actualisation de dividendes futurs. Même si les praticiens calculent fréquemment les PER sur les résultats passés (généralement la dernière année connue), la rigueur financière veut que ces PER soient calculés sur le résultat à venir.

2. L'identification des indicateurs pertinents.

Si l'on est parvenu à constituer un échantillon suffisamment homogène, il convient de calculer l'ensemble des indicateurs afin de voir quels sont ceux qui semblent utilisables. Devront être retenus ceux qui présentent la dispersion la plus faible ou bien la corrélation la plus forte avec la valeur de l'entreprise.

- En règle générale, une série de moyennes et de médianes sont calculées. L'écart absolu et l'écart type des observations permettent de préciser le degré de dispersion de l'échantillon. Le résultat final peut être présenté soit sous forme d'une fourchette de multiples, soit sous forme d'un multiple moyen.
- Il est plus intéressante, et aussi plus pertinent, de mener une analyse statistique de corrélation. Elle suppose de trouver un lien statistique précis entre un indicateur et la valeur de l'entreprise. On peut citer quelques exemples de liens mis en évidence :
 - * dans le transport aérien : entre le ratio cash flow brut / ATK³² et le ratio Valeur agrégée / ATK (S.G. Warburg Research, juillet 1994) ;
 - * dans l'industrie du mobilier de bureau : entre la rentabilité économique (résultat économique / actif économique) et le ratio Valeur agrégée / Chiffre d'affaire (Ernst & Young Corporate Finance) ;
 - * dans la banque : entre la rentabilité financière (ROE) et le ratio Capitalisation boursière / Fonds propres comptables (Detroyat et Associés).

L'analyse débouche alors sur un modèle de régression simple ou multiple qu'il suffit d'appliquer à l'entreprise à évaluer.

3. Précautions d'emploi.

Plusieurs précautions doivent être prises dans l'application de ce type d'approche dont on a compris le caractère relativement artisanal et imprécis.

- Il faut tout d'abord s'assurer du caractère représentatif du cours qui est retenu pour l'élaboration des indicateurs. Le volume de transaction doit être suffisamment régulier et important pour que le cours soit significatif. On doit également vérifier que le cours n'intègre pas d'éléments exceptionnels (par exemple une spéculation temporaire lié à une rumeur de prise de contrôle). Il est également prudent de définir un cours moyen sur une période de deux mois par exemple pour gommer toute anomalie temporaire.
- L'une des difficultés que l'on rencontre habituellement, et qu'il est techniquement difficile de réduire, provient des différences de traitement comptable entre les entreprises comparées. L'analyse des rapports annuels constitue un préalable important afin d'identifier et si possible corriger les disparités les plus criantes.
- En raison du faible nombre d'entreprises cotées comparables ayant la même nationalité que celle de l'entreprise à évaluer, on est fréquemment conduit à élargir géographiquement la recherche. Or une entreprise américaine n'est pas directement comparable à une entreprise française. La solution habituellement retenue par les analystes est l'application d'une simple « règle de trois » : on calcule la décote ou la sur-cote apparente entre le PER des deux pays, et on l'applique au PER de la société comparée. En réalité l'ajustement à réaliser est beaucoup plus complexe car il doit tenir compte des constituants fondamentaux du PER moyen d'un pays : le taux sans risque, la prime de marché, le taux d'inflation et le taux de croissance réelle

³² Available tons kilometer

anticipés, et le taux de distribution moyen. Le même type d'ajustement doit également être réalisé lorsque l'on compare des PER à des périodes différentes.

VI. Conclusion

Depuis cinq ans, l'évaluation a profondément évolué en France. La perspective s'est déplacée d'une technique souvent dominée par la logique comptable à une pratique largement influencée par la théorie financière. Aujourd'hui, les compétences essentielles à mettre en œuvre dans l'évaluation d'entreprise sont l'analyse stratégique et la finance moderne. Une approche trop comptable conduit généralement à des conclusions souvent erronées, et toujours déconnectées des pratiques observées dans le domaine du *corporate finance*.

De nombreux facteurs expliquent cette évolution parmi lesquels la diffusion de techniques financières (le plus souvent mises au point dans les pays anglo-saxons), l'internationalisation progressive de l'économie Française (présence renforcée d'investisseurs américains), la professionnalisation croissante des intervenants dans le domaine de l'évaluation (sous l'impulsion des cabinets de conseil et des banques d'affaires internationales).

Manifeste lorsque l'on examine les rapports des experts indépendants qui sont publiés dans la presse à l'occasion des offres publiques de retrait obligatoire, cette évolution va s'accélérer sous l'impulsion de ce que l'on appelle le « gouvernement d'entreprise ». L'une des tendances de fond du capitalisme contemporain est celle qui nous conduit à un **capitalisme d'investisseurs**³³, après le capitalisme familial, puis le capitalisme managérial. Cette nouvelle situation se traduit par un retour en force des investisseurs qui parviennent peu à peu à imposer aux entreprises de nouveaux comportements et de nouvelles stratégies pour offrir aux actionnaires un retour correspondant à leurs exigences de rentabilité.

Cette révolution, très visible dans les pays anglo-saxons, a été accueillie en France sans enthousiasme, d'autant que certains ont pu le ressentir comme une menace latente sur l'organisation des entreprises françaises. C'est ainsi que dans notre pays, le débat sur le Gouvernement d'Entreprise s'est concentré sur des questions purement organisationnelles ou procédurales (conseils d'administration, comités d'audit...).

En réalité, la vraie question est celle de savoir si le management de l'entreprise gère l'entreprise dans l'intérêt des actionnaires. Il s'agit là d'une interrogation fondamentale à laquelle tout management devra un jour répondre. Déjà, plusieurs dirigeants français ont été remerciés, et des conseils d'administration sont régulièrement chahutés lors des Assemblées générales. Plus important, nous ne réussirons à faire de Paris une place financière internationale que si nous acceptons de nous soumettre au jugement d'investisseurs aussi attentifs que puissants : les fonds de pensions.

Demain, l'entreprise sera confrontée à un véritable défi : celui du **management de la valeur**. Cet impératif, dont dépendra la santé financière de nos entreprises, révolutionnera les modes de gestion et de pilotage des entreprises en y introduisant la préoccupation de la valeur. Pour répondre à ce défi, il faudra pouvoir suivre constamment la valeur de l'entreprise, nouveau mot d'ordre de la communication interne et externe. Les approches d'évaluation privilégiées seront celles qui ont le pouvoir explicatif le plus puissant. Elles devront être à la fois adaptées, flexibles et éclairantes. Une mesure systématique des performances économiques des différentes activités permettra de réaliser une meilleure allocation des ressources de l'entreprise en fonction de l'impact des projets sur la valeur actionnariale. Le dénominateur commun de la planification stratégique et financière, de la politique d'acquisition et de désinvestissement sera la valeur. Enfin, les dirigeants et, à leur suite, les salariés, seront récompensés sur la base de programmes de bonus liés à l'enrichissement des actionnaires.

Logiquement, l'évaluation ne sera plus réservée à quelques experts. Elle se généralisera en devenant une compétence fondamentale des « controllers », des directeurs financiers et des directeurs généraux. Au-delà de la connaissance des techniques de base, il s'agira de les mettre en œuvre dans une perspective plus large : la compréhension des marchés financiers, la négociation avec les pourvoyeurs de fonds, la vente des titres financiers plutôt que la recherche de sources de financement.

³³ Voir Michael Useem, « Investor capitalism », BasicBooks, 1996.

L'évaluation n'est pas une science exacte. Même si elle s'appuie sur des techniques souvent éprouvées, elle repose avant tout sur la subjectivité de l'analyse préalable. La phase essentielle du processus est la réflexion stratégique. Plus importante que le résultat final, cette étape permet d'identifier les forces et les faiblesses des différentes activités de l'entreprise, leur niveau de risque, celles qui créent de la valeur et celles qui en détruisent, les choix stratégiques qu'il convient d'adopter (désinvestir, maintenir ou alléger, améliorer, réinvestir, repositionner), les conditions financières du développement de l'entreprise, les éléments clés de succès et les facteurs d'échec des stratégies retenues. Outil permettant de relier stratégie et finance, l'évaluation sera demain l'une des techniques essentielles du management moderne.