

Les clés de l'évaluation d'entreprises



Par la Compagnie
des Conseils et Experts
Financiers (www.ccef.net)



- 1 **L'analyse stratégique de l'entreprise** 29
- 2 **Les différentes méthodes d'évaluation** 35
- 3 **L'évaluation par la méthode des options réelles** 46
- 4 **La crise : quel impact sur l'évaluation d'entreprises ?** 50

Dossier réalisé avec le concours de la commission
« Évaluation et transmission des entreprises » de la CCEF.

Les intervenants :

Jean-François Pansard, expert comptable, directeur
du Département Fusion et Acquisition, Pansard & Associés,
pour les parties 1 et 3

Pierre Préau, directeur général, Societex Valuation
& Advisory, pour la partie 2

et **Alban de Montabert**, conseil en cession-acquisition
d'entreprise, Accent Finance, pour la partie 4

Évaluer une entreprise est un exercice délicat tant il dépend du contexte de la demande et des informations disponibles

É

valuer une entreprise est un exercice délicat tant il dépend du contexte de la demande, du secteur d'activité et des informations dont dispose l'évaluateur.

Pour autant, en respectant certains principes, l'évaluateur doit aboutir à une estimation fiable de la valeur d'une entreprise. Aussi, au préalable, une analyse stratégique de l'entreprise demeure indispensable afin d'identifier ses forces et faiblesses,

notamment par rapport à ses concurrents. Ensuite, il s'agit de retenir la ou les méthodes d'évaluation les plus pertinentes par rapport aux caractéristiques de l'entreprise cible. Si les méthodes traditionnelles (Actif net réévalué, valeur de rendement, méthode DCF ou analogique...) sont habituellement utilisées, d'autres approches apparaissent, notamment celle des options réelles, qui semblent plus pertinentes dans des situations particulières : société à activité nouvelle ou en retournement.

Enfin, il ne faut pas oublier que dans le contexte de la crise économique actuelle avec un avenir incertain, les paramètres couramment utilisés devront être affinés, voire corrigés.

La Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF)

La Compagnie des Conseils et Experts Financiers, fort de 600 membres, a pour objectif de créer un lieu d'échange et de recherche ouvert aux membres de différentes professions concernées par les questions financières. Elle est actuellement présidée par monsieur Jean-Philippe Bohringer.

La commission « Évaluation et transmission » de la CCEF se charge quant à elle de mettre au point des outils permettant aux professionnels de réaliser leurs missions dans les meilleures conditions d'efficacité.

À l'automne 2009, une formation CCEF à l'évaluation permettra aux professionnels, au terme d'un cycle de deux ans, d'acquérir un niveau de compétence équivalent à celui des meilleurs professionnels étrangers.

Jean-François Pansard, expert comptable, directeur
du Département Fusion et Acquisition, Pansard & Associés

1 L'analyse stratégique de l'entreprise

Toute évaluation d'entreprises doit commencer par une analyse stratégique c'est-à-dire une mise en perspective de la société sur son marché. Elle doit comprendre également l'identification des forces et des faiblesses internes à l'entreprise. Cette tâche s'avère difficile car « évaluer » revient en dernier lieu à faire une hypothèse sur ses performances futures.

LES OBJECTIFS DE L'ÉVALUATEUR

Identification des forces et faiblesses de l'entreprise

L'objectif principal de l'évaluateur est d'identifier les causes de la performance de l'entreprise cible, qu'elles soient bonnes ou mauvaises, et dans quelle mesure elles peuvent être modifiées par des facteurs internes ou externes. L'analyste doit apprécier si l'entreprise va dans l'avenir maintenir son niveau de performance ou si ce dernier va se dégrader ou s'améliorer. Il doit être à même d'estimer la probabilité de chacun de ces scénarios. À cet effet, il doit identifier les liens entre les processus de l'entreprise et la valeur obtenue par les clients car, au final, la performance d'une entreprise dépend de ces choix stratégiques, de leur adaptation à l'environnement et de la cohérence entre les moyens mis en œuvre et les objectifs poursuivis.

Les écueils à éviter

Évaluer une entreprise est un exercice difficile et les erreurs principales en matière d'évaluation ont souvent pour origine cette phase d'analyse stratégique. Parmi les erreurs habituelles, nous retiendrons les suivantes :

- ▶ *Prise en compte des performances passées.* Lorsqu'un analyste se contente de supposer que les performances passées vont se poursuivre dans l'avenir sans avoir compris quelles étaient les causes réelles de ces performances, l'évaluation qui en découle sera viciée. C'est notamment le cas lorsque l'évaluateur suit une démarche strictement financière et se contente d'extrapoler les résultats des dernières années sans réaliser à quel point ils peuvent être liés à des circonstances particulières.
- ▶ *Prise en compte de l'équipe managériale.* Un autre écueil est de considérer que le facteur humain étant essentiel, une bonne équipe de direction sera capable de s'adapter à des circonstances changeantes. Si cette approche peut avoir du sens lorsque l'entreprise atteint une certaine taille et bénéficie d'une équipe de direction nombreuse, elle est bien entendu dépourvue d'efficacité lorsque l'on examine une PME dans le cadre d'un changement de dirigeant.
- ▶ *Couplage analyse du secteur/analyse de la société.* En général, les entreprises fonctionnent sur un marché concurrentiel. L'objectif des entreprises n'est pas de détruire leurs concurrents mais de coexister au mieux avec eux. L'analyse du secteur ne peut donc pas être dissociée de l'analyse de l'entreprise. Une erreur fréquente dans l'analyse stratégique est de consacrer beaucoup d'énergie à la collecte d'éléments internes et de se contenter

d'un survol rapide du champ stratégique. De la même façon, les concurrents directs représentent rarement le risque majeur dans une perspective stratégique. Même si à court terme, ce sont eux que l'entreprise doit affronter, il reste que l'arrivée de produits substituables ou une modification significative du pouvoir de négociation des clients sont des facteurs fréquemment plus importants dans la durée.

Malgré la difficulté de l'exercice d'évaluation, l'analyse stratégique ne peut être réduite à un domaine purement intuitif. En effet, la théorie économique a introduit des modèles d'analyse stratégique, outils indispensables à l'appréciation de la performance d'une entreprise.

LES MODÈLES D'ANALYSE STRATÉGIQUE

Il est d'usage en analyse stratégique d'opposer deux écoles de pensée, celle de l'analyse sectorielle symbolisée par les travaux de Porter et celle des ressources de la société qui considère que les compétences et les savoir-faire sont les facteurs essentiels. Toutefois, pour l'évaluateur professionnel confronté au réel, ces deux approches sont nécessaires et ne peuvent être dissociées.

L'analyse sectorielle

L'approche de Porter, aussi appelée école du positionnement, considère que la rentabilité de l'entreprise est pour l'essentiel la conséquence de facteurs extérieurs qui sont :

- le pouvoir de négociation des clients ;
- le pouvoir de négociation des fournisseurs ;
- le risque d'arrivée de nouveaux entrants ;
- l'existence de produits substituables ;
- la rivalité avec les concurrents actuels.

Ces facteurs externes sont pris en compte dans la décision stratégique majeure de l'entreprise, ils déterminent le choix du terrain sur lequel elle va se battre. Ils mettent également en exergue le fait que la demande n'est qu'un facteur parmi d'autres. Ainsi, les barrières à l'entrée d'un marché sont tout aussi importantes pour la rentabilité du secteur.

Ce modèle, dit « des cinq forces », est complété par la description des trois positionnements stratégiques possibles pour une entreprise :

- l'entreprise différenciée qui offre sur le marché des produits ou des services innovants ;
- l'entreprise qui offre des produits banalisés mais qui domine le marché grâce à une meilleure structure de coûts ;
- l'entreprise qui se focalise sur un segment spécifique du marché.

Même si cette approche est un peu réductrice dans la mesure où elle laisse peu de place aux éléments internes à l'entreprise, l'observation empirique permet de constater que les écarts de rendement du capital entre les secteurs demeurent significatifs et persistants et qu'il ne tentent pas forcément à s'égaliser sous la pression de la concurrence. Par exemple, sur la période allant de 1992 à 2006, le secteur des boissons sans alcool aux États-Unis a connu un rendement moyen de ses capitaux de 36 %, alors que le secteur du transport aérien a obtenu un rendement moyen de seulement 6 %.

De même, à l'intérieur d'un même secteur, certains segments ont une meilleure capacité bénéficiaire car la pression des facteurs extérieurs y est moins forte.

Pour prendre un exemple dans le secteur informatique, si l'on considère le cas de deux

firmes qui ont des tailles comparables mais des modèles économiques très différents comme Apple et Dell, on constate que la seconde a connu une performance sur le long terme très supérieure à la première.

L'analyse des ressources

Pour se positionner sur les segments stratégiquement favorables, l'entreprise doit également disposer de compétences et de savoir-faire difficiles à imiter, et c'est sur ce second aspect qu'insiste l'école des ressources. Celle-ci considère que l'avantage compétitif d'une entreprise provient pour l'essentiel de la détention de ressources stratégiques.

Pour qu'une ressource soit considérée comme stratégique elle doit répondre à cinq critères.

► *Ressource difficile à imiter.* Ceci peut provenir de son caractère unique, du temps incompressible indispensable pour la mettre au point, ou encore de la difficulté des concurrents à identifier cette ressource stratégique parmi d'autres. Dans certaines activités comme la vente au détail ou la restauration, l'emplacement est parfois la ressource stratégique la plus importante.

► *Ressource durable.* En effet, une ressource qui ne procure qu'un avantage transitoire à une entreprise ne peut pas être considérée comme stratégique.

► *Ressource appropriable par l'entreprise.* Cela signifie que d'autres acteurs ne doivent pas pouvoir tirer avantage de cette ressource au détriment de l'entreprise. Pour prendre un exemple bien connu, on constate généralement que les joueurs de football qui peuvent facilement changer de club prélèvent une grande partie de la valeur ajoutée de ce dernier. En d'autres termes, toutes les activités dans lesquelles les membres du personnel peuvent passer d'une entreprise à l'autre en raison de leurs savoir-faire individuels très forts (et non pas ceux d'une équipe) se caractérisent par des rémunérations élevées qui obèrent les performances des entreprises employant ce personnel.

► *Ressource non substituable.* Elle ne doit pas avoir de substituts facilement disponibles. Si par exemple, une entreprise dispose dans son personnel d'un savoir-faire original, mais que des équipements disponibles sur le marché permettent d'assurer la même fonction, cette ressource n'a pas un caractère stratégique. D'une façon générale on peut dire que les équipements sont rarement des ressources stratégiques puisqu'ils peuvent être achetés par tous les concurrents du secteur. Cependant, lorsqu'une société met au point elle-même les équipements de production qui lui sont nécessaires, on peut considérer qu'elle possède alors une ressource stratégique.

► *Ressource procurant un avantage compétitif suffisant.* L'importance de cet avantage permet de qualifier la ressource de stratégique ou non. Ainsi, beaucoup de dirigeants considèrent que leurs marques sont des ressources stratégiques majeures. La notoriété d'une marque devrait donc se traduire logiquement par un rendement élevé des capitaux investis. Ce n'est pas toujours le cas. En effet, certaines marques, lorsqu'elles recouvrent des produits sans risque pour le consommateur, n'ont pas réellement un caractère stratégique même si elles bénéficient d'une forte notoriété.

En tout état de cause, l'évaluateur devra tenter d'identifier ces ressources stratégiques dans la première phase de l'évaluation. Si aucune d'elles ne peut être identifiée, l'entreprise se situera probablement dans un marché de pleine concurrence et, dans ce cas, la rentabilité du capital sera au mieux égale au coût du capital. C'est une situation que l'on constate fréquemment dans les secteurs fragmentés où les opérateurs non spécialisés ne peuvent

survivre que grâce à une excellente productivité.

LES OUTILS PRATIQUES

Le diagnostic général d'entreprise

L'évaluation de l'entreprise suppose au préalable une compréhension des facteurs clés de succès que l'on peut obtenir en réalisant une analyse. Le diagnostic général d'entreprise que nous proposons, sous forme d'un questionnaire, s'articule autour des 4 points d'analyse suivants (source : « The Breakthrough Imperative : How the Best Managers Get Outstanding Results » de Mark Gottfredson et Steve Schaubert, Harper Collins, mars 2008).

L'ANALYSE DES COÛTS ET DES PRIX

Pour l'analyse des coûts, dans la plupart des secteurs, l'expérience permet de réaliser des gains de productivité qui se répercutent sur les prix du secteur. Il est donc important d'analyser toutes les catégories de coût afin de déterminer les principaux défis et opportunités auxquels l'entreprise doit faire face. Cette analyse doit être réalisée sur l'ensemble des produits quel que soit le niveau de rentabilité. Les questions à se poser sont les suivantes :

- ▶ *Comment la courbe de réduction des coûts de l'entreprise se compare-t-elle à celle de ses concurrents ?*
- ▶ *Comment évoluent les prix dans le secteur ?*
- ▶ *Quels sont les coûts de l'entreprise par rapport à ses concurrents ?*
- ▶ *Quels sont les concurrents les plus efficaces dans les zones principales de coûts ?*
- ▶ *Quels sont les types de coûts que l'entreprise peut réduire ? Comment ?*
- ▶ *Quels sont les produits rentables ? Pourquoi ?*

L'ÉVALUATION DE LA POSITION CONCURRENTIELLE

Dans les secteurs où il existe des économies d'échelle, on constate fréquemment un lien entre la part de marché et la performance des entreprises. Déterminer la position de l'entreprise sur son marché permet de cibler les possibilités d'accroissement de la performance selon ses capacités. Les questions à se poser sont les suivantes :

- ▶ *Comment l'entreprise peut-elle être comparée à ses concurrents en termes de rendement des capitaux et de parts de marché ?*
- ▶ *Comment les leaders gagnent-ils de l'argent et quel est leur modèle économique ?*
- ▶ *Quelle est la taille du marché ?*
- ▶ *Quels sont les segments qui croissent le plus vite ?*
- ▶ *Sur quels segments l'entreprise est-elle en croissance ou en décroissance de parts de marché ?*
- ▶ *Quelles sont les ressources qui créent un avantage compétitif pour l'entreprise ?*
- ▶ *Quelles ressources doivent être renforcées ou acquises ?*

LA COMPRÉHENSION DES ZONES DE PROFIT DU SECTEUR

À l'intérieur de chaque secteur, la rentabilité varie selon les caractéristiques des clients. Leur segmentation permet donc de cibler les actions à entreprendre. L'entreprise doit également prendre en compte l'évolution des attentes et des besoins des clients. Les questions à se poser sont les suivantes :

- ▶ *Quelles sont les catégories de clients les plus importantes, les plus rentables, ayant la croissance*

la plus forte ?

► L'entreprise est-elle en mesure de satisfaire les attentes de ses clients ? Quels sont les principaux critères de choix qui déterminent les comportements des clients ?

► Quelle est la fidélité de ses clients ?

► Quelle est la part des profits du secteur captée par l'entreprise ?

► Les zones de profit du secteur sont-elles en train de se déplacer ?

► Y a-t-il des opportunités ?

L'ESTIMATION DE LA COMPLEXITÉ DES PRODUITS ET DES PROCESSUS

La complexité de l'organisation interne de la société ainsi que la complexité de l'offre de produits ou de services proposés ont un impact sur les coûts de l'entreprise. Il est nécessaire de tenir compte de cet aspect afin de cibler les processus devant ou pouvant être simplifiés. Les questions à se poser sont les suivantes :

► L'offre de la firme est-elle plus complexe que celle de ses concurrents et quel est l'impact de cette complexité sur ses coûts ?

► Qu'est-ce qui différencie l'offre de la firme de celle de ses concurrents ?

► L'organisation interne est-elle plus complexe que celle de ses concurrents ?

► Quelle est la conséquence de cette complexité ?

► Les processus de la firme sont-ils plus complexes que ceux des concurrents ?

► Cela a-t-il un impact sur les coûts ?

En conclusion, en complément de ce questionnaire destiné aux acteurs de l'entreprise, l'évaluateur prendra le soin d'interroger également les clients de l'entreprise ainsi que ses concurrents.

Le diagnostic d'environnement concurrentiel

Ce questionnaire, selon le modèle de Porter, propose une analyse du secteur de la société.

Analyse du secteur	
Relations vis-à-vis de la clientèle	
CL1	La clientèle du secteur est-elle plus concentrée que les entreprises qui les fournissent ?
CL2	Les produits vendus par l'entreprise représentent-ils une part importante des coûts des clients du secteur ?
CL3	Les produits du secteur sont-ils différenciés ?
CL4	Les coûts de transfert entraînés par un changement de fournisseur sont-ils élevés pour les clients ?
CL5	La clientèle du secteur a-t-elle une rentabilité élevée ?
CL6	Les clients peuvent-ils s'intégrer en amont et réaliser eux-mêmes les produits fournis par l'entreprise ?
CL7	Les produits vendus par le secteur ont-ils une influence sur la qualité de ce qui est vendu par les clients ?
CL8	Les clients du secteur sont-ils bien informés sur les prix et la qualité des produits du marché ?
Intensité de la concurrence	
CO1	Les concurrents sont-ils nombreux et de taille comparable ?
CO2	La croissance du secteur est-elle lente ?

Analyse du secteur

CO3	Les coûts fixes ou les coûts de stockage sont-ils élevés ?
CO4	Les clients peuvent-ils facilement changer de fournisseur ?
CO5	Les augmentations de capacité se font-elles par paliers importants ?
CO6	Les actifs sont-ils spécialisés et difficilement cessibles en cas de récession ?
CO7	Les réductions d'effectif sont-elles rendues difficiles par la réglementation sociale ?
CO8	Les coûts de transport sont-ils élevés par rapport à la valeur du produit ?

Barrières d'entrée des nouveaux entrants

NE1	Existe-t-il des économies d'échelles qui procurent un avantage compétitif aux grandes entreprises ?
NE2	Les produits sont-ils différenciés et difficiles à imiter ?
NE3	Les besoins de capitaux sont-ils importants pour les investissements ?
NE4	Les coûts de transfert des clients rendent-ils difficile l'entrée de nouvelles firmes dans le secteur ?
NE5	L'accès aux circuits de distribution est-il difficile ou la clientèle est-elle très dispersée ?
NE6	La réglementation publique (normes, autorisations...) rend-elle difficile l'accès du secteur ?
NE7	Le savoir-faire et la technologie nécessaires sont-ils peu répandus ?
NE8	L'accès aux ressources (matières premières, personnel qualifié) est-il difficile ?

Pouvoir de négociation avec les fournisseurs

F4	Le niveau de concentration des fournisseurs est-il plus important que celui du secteur ?
F4	Les fournisseurs ont-ils surtout des coûts variables ?
F4	Existe-t-il un produit de remplacement ?
F4	Le secteur est-il un client important pour les fournisseurs ?
F4	Les fournisseurs ont-ils différencié leurs produits ?
F4	La concurrence chez les fournisseurs est-elle importante ?

Pierre Préau, directeur général, Societex Valuation & Advisory

2 Les différentes méthodes d'évaluation

L'évaluation est un processus ex-ante ou ex-post visant à estimer une valeur qui, en soi, ne peut être mesurée ; elle est donc imparfaite par nature. En effet, elle procède de différentes sources dont les imperfections proviennent :

- de l'incapacité à recueillir et à exploiter toutes les informations et donc du choix sélectif de l'information utilisée ;
- de la qualité de l'information utilisée, transmise ou recueillie ;
- du prisme de l'évaluateur.

Malgré ces incertitudes, l'évaluateur a comme mission d'évaluer au mieux l'entreprise cible. C'est pourquoi, il ne doit jamais se départir de l'objet de l'évaluation, de ses destinataires et des ressources (en terme d'informations et de temps) dont il dispose. Sur cette base, il doit choisir les approches qui lui paraissent les plus adaptées.

QU'EST-CE QU'UNE ÉVALUATION ?

La problématique d'évaluation est universelle ; elle peut porter sur l'efficacité d'un procédé, la productivité d'une machine ou encore sur l'efficience de facteurs humains. En termes d'évaluation d'entreprise, on peut considérer que sa valeur repose sur sa capacité à générer, et si possible à faire croître des revenus (profits) pour ses actionnaires ainsi que sur la détention d'actifs valorisables sur le marché.

Les facteurs à retenir

Les deux facteurs, capacité à générer des revenus et détention d'actifs valorisables sur un marché suffisent en général pour circonscrire l'évaluation d'une entreprise car les autres critères en découlent assez logiquement. Il en est ainsi pour la capacité à détecter, à attirer (inventeurs, managers...) ou à prendre possession d'actifs de valeur. De même, la capacité à arbitrer l'usage de ses ressources pour échanger un actif pour un autre présentant un meilleur potentiel découle implicitement de sa capacité à dégager ces mêmes ressources.

Par ailleurs, la notion de croissance de chiffre d'affaires et de marge n'est qu'une résultante d'une capacité d'usage intelligent des ressources et d'organisation des actifs matériels et immatériels, ceux-ci incluant l'ensemble de l'interaction relationnelle avec les acteurs internes et externes (États, lobbys, instances, grand public...).

On remarquera cependant que la détention d'actifs valorisables n'est pas nécessairement équivalente à la capacité de génération de revenus ; si la détention d'un actif immobilier permet usuellement d'en tirer un revenu locatif, l'entreprise étudiée n'a pas nécessairement les capacités de l'optimiser mais peut cependant identifier le potentiel de valeur associé. De même, la notoriété forte d'une marque mais qui n'est pas exploitée d'une manière économiquement optimale n'est pas synonyme de bonne rentabilité.

En général, les approches par les revenus sont souvent privilégiées, les approches par les actifs étant plutôt réservées aux holdings et aux sociétés immobilières.

Quelle méthode, pour quel public ?

Avant de choisir la méthode à retenir, il est nécessaire de savoir à qui s'adresse le résultat de l'évaluation. À ce titre, il faut noter que les méthodes d'évaluation couramment mises en œuvre ne correspondent pas aux méthodes les plus sophistiquées de valorisation financières et cela pour plusieurs raisons : elles doivent rester faciles à mettre en œuvre dans des contextes où l'information est limitée, compréhensibles par le maximum d'acteurs et acceptées consensuellement par ces derniers.

C'est pourquoi les méthodes d'évaluation sont avant tout un outil de communication, en particulier :

- entre les actionnaires et plus généralement entre propriétaires et investisseurs ;
- entre la sphère privée et l'État (cf. litiges fiscaux en matière de donation, succession et d'ISF...).

Ce constat fait ressortir une question de fond : une méthode d'évaluation peut-elle être la plus performante en termes d'exactitude et la plus lisible ? C'est le premier compromis que doit faire l'évaluateur, dont l'objectif est de construire une évaluation objective et compréhensible.

Quelle méthode, pour quel objectif et avec quels moyens ?

On ne peut pas séparer la méthode d'évaluation utilisée du contexte dans lequel elle sera mise en œuvre ; plus le cadre est formel, plus il est nécessaire d'affiner et d'étayer l'analyse. A contrario, deux amis discutant de l'entrée de l'un au capital de l'autre peuvent parfaitement s'accorder sur des repères de valorisation très succincts (voire surprenants) pour peu qu'ils ne lésent pas de minoritaires. L'autre paramètre à prendre en compte est celui des moyens disponibles (en termes de délai et de budget).

Un investisseur qui regarde un dossier appliquera systématiquement un panel de mécanismes calculatoires pour jauger la valeur potentielle de la cible au regard de sa qualité stratégique. Pour un investissement industriel, il s'attachera, par exemple, au résultat opérationnel qui semble sécurisé ainsi qu'au niveau de croissance potentiel de la société. Il appliquera un multiple correspondant à la combinaison des facteurs de croissance et de risque. Il calculera la taille critique du volume d'activité nécessaire sur le secteur, la dispersion du risque en termes de clientèle, l'exposition aux incertitudes (impact des effets de change, de variations des cours de matières premières et de l'énergie, etc...).

Ce type de valorisation par les multiples, basée sur l'expérience, est systématique, rapide, et permet de se faire une première idée de l'entreprise considérée sans pouvoir toutefois se substituer à une analyse plus étayée de ces différents éléments.

Pour illustrer notre propos sur l'importance du contexte, nous présentons un autre cas. Ainsi, dans le cadre d'une attestation d'équité sur une opération ayant un impact significatif sur le marché, comme l'OPA d'un grand acteur sur le capital d'un autre, les enjeux nécessitent une analyse très rigoureuse de la valeur et celle-ci est impactée par la taille et la complexité de l'entreprise. Lorsqu'un acteur représente une part de marché significative d'un secteur, ou qu'il détient des actifs particulièrement sensibles, le marché post-acquisition ne peut plus être appréhendé de la même manière et l'on doit prendre en compte les impacts de l'opération sur le marché. Par exemple, la fusion de deux grands

acteurs d'un secteur engendre la disparition de la compétition entre eux et peut aboutir à des conséquences oligopolistiques voire monopolistiques qui amènent les autorités de la concurrence des pays concernés à s'intéresser de près au sujet.

La taille induit donc une complexité de fait, ne serait-ce que par la multitude des marchés produits/pays et canaux sur lesquels peut être positionnée l'entreprise étudiée.

À l'extrême, les entreprises de petite taille (TPE) sont souvent également difficiles à évaluer du fait de l'importance des hommes clefs, des spécificités locales et du manque d'informations analytiques disponibles (sur ce point voir CCEF, « Guide pratique de la transmission des TPE », novembre 2008, p. 45).

En conclusion, le deuxième compromis de l'évaluateur est de déterminer le meilleur résultat à produire, compte tenu du temps et des ressources dont il dispose. Il faut, à ce titre, savoir renoncer, lorsque l'analyse demandée est incompatible avec les paramètres budgétaires et de calendrier imposés.

PRÉSENTATION DES DIFFÉRENTES MÉTHODES

Rappels de notions essentielles

NOTION DE FLUX

On s'intéresse usuellement au flux de trésorerie disponible (ou cash flow libre) correspondant à la capacité d'autofinancement de l'entreprise moins la variation du besoin en fonds de roulement et les investissements.

Ce calcul correspond à un flux pour les actionnaires à actualiser au coût des fonds propres (voir plus loin le calcul du coût du capital). Dans la pratique, on s'intéresse plutôt au flux disponible pour l'ensemble des apporteurs de financement, actionnaires et prêteurs, qui est calculé hors coût de l'endettement. Ce flux est à actualiser au coût pondéré du capital (CMPC ou WACC), en supposant une structure de financement constante, qui se calcule comme suit :

Où k_e est le coût des fonds propres et k_d le coût de la dette avant IS, D la valeur de marché de la dette et E celle des fonds propres et T_{is} le taux de l'IS. On prendra garde à la nécessité de vérifier la cohérence entre la valeur de fonds propres E calculée et le CMPC résultant dans cette formule.

VALEUR D'ENTREPRISE ET VALEUR DE FONDS PROPRES

Les calculs de flux actualisés peuvent donner, selon le type de flux, une valeur de fonds propres ou une valeur d'entreprise.

La valeur des fonds propres correspond à la valeur revenant aux actionnaires. Dans ce contexte, l'approche par les dividendes (flux actualisés) peut être retenue.

La valeur d'entreprise correspond à la valeur de l'actif économique c'est-à-dire à la valeur des fonds propres plus celle de l'endettement net. Elle s'appréhende à partir de la somme des flux aux apporteurs de financement actualisés en prenant en compte tous les flux d'exploitation qui seront ajustés. En effet, il convient d'effectuer quelques ajustements, notamment pour tenir compte de décaissements probables liés à des litiges identifiés

et chiffrés, de la valeur actualisée des indemnités de fin de carrière si elles ne sont pas externalisées ou encore des coûts actualisés de démantèlement ou de dépollution.

DÉTERMINATION DU COÛT DES CAPITAUX PROPRES

C'est une des parties essentielles des méthodes de flux car les résultats sont extrêmement sensibles aux hypothèses (ainsi qu'au taux de croissance à long terme retenu qu'il ne faut pas confondre avec la croissance du chiffre d'affaires ou l'inflation).

Il se décompose usuellement de la manière suivante :

$$\text{Coût des fonds propres} = \text{Taux sans risque} + \text{Prime spécifique}$$

Le taux sans risque (pour peu qu'il existe...) est calé habituellement sur les rendements des obligations d'État, l'indice TEC10 correspondant au rendement des emprunt de l'État à long terme, par exemple en France.

La prime de risque spécifique peut être affinée et/ou décomposée en prime sectorielle, prime de taille, prime spécifique...

La détermination de la prime spécifique (en restant au schéma le plus simple) est souvent fondée sur le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) :

$$\text{Prime spécifique} = \text{Prime Actions} \times \beta_{\text{sectoriel sans dette}}$$

► *La prime Actions* représente le rendement supplémentaire du marché Actions de référence par rapport au marché obligataire. Elle peut être historique ou prospective. Le marché Actions de référence doit être cohérent avec la société étudiée et les sociétés de référence utilisées pour le calcul du β .

► *Le coefficient β* mesure la sensibilité d'un titre aux fluctuations du marché. Il se calcule à partir de la corrélation entre la rentabilité de la société et celle du marché (à partir d'un indice de référence de sociétés cotées considérées comme comparables).

Les rendements sont calculés à intervalles réguliers, souvent mensuellement, sur une période assez longue. Il est intéressant de constater le coefficient de corrélation pour jauger la qualité des β calculés. Les β observés doivent être corrigés de l'influence de l'endettement, usuellement calculée par la formule d'Hamada :

Le β sectoriel retenu au final est déterminé sur la base de l'échantillon retenu (moyenne ou médiane, chacune ayant ses mérites). On notera qu'il s'agit là d'un coût des fonds propres

sans dettes, la formule d'Hamada pouvant être utilisée également pour déterminer l'impact de l'endettement sur le coût des fonds propres.

D'autres approches de détermination du coût du capital peuvent être utilisées, notamment :

- l'utilisation de transactions réelles pour déduire le coût du capital associé au prix constaté ;
- les approches composites (voir les travaux de la CCEF à ce sujet).

Méthodes intrinsèques, méthodes analogiques

On classe usuellement les méthodes d'évaluation en deux groupes :

- Les méthodes intrinsèques, qui s'intéressent directement aux caractéristiques de la société étudiée,
- Les méthodes analogiques, qui valorisent la société par comparaison avec des éléments de référence de marché extérieurs.

Le tableau ci-dessous recense les méthodes le plus souvent utilisées pour l'évaluation d'entreprises qui varient en fonction du type de sociétés.

Méthodes usuelles d'évaluation					
Type	Méthode	Contextes typiques	Facilité de mise en œuvre	Principaux paramètres	Point de vigilance
Méthodes intrinsèques					
<i>Patrimoniales</i>	Actif net réévalué	Holdings Immobilier Actifs à forte liquidité	Simple	Bilan Valeurs à jour des actifs (valeur vénale...) et passifs	Qualité des valeurs de marché utilisées Actifs non comptabilisés, fiscalité et passifs latents... Primes et décotes applicables
<i>Par les flux futurs</i>	Valeur de rendement	Société ou branche opérationnelle en régime de croisière	Simple	Flux de référence Taux de capitalisation Croissance long terme	Représentativité du flux de référence Choix du taux et de l'hypothèse de croissance
	DCF (avec WACC, LBO, APV...)	Société ou branche opérationnelle Projet/Start-up	Complexe	Diagnostic stratégique Business Plan Taux d'actualisation Croissance long terme des cash-flows	Valeur terminale Prime de risque Hypothèse d'endettement, d'investissement
	Approche par les dividendes (modèle ad hoc, Bates...)	Valeur de rendement à forte visibilité/réurrence Participation minoritaire	Moyenne	Dividendes futurs Taux d'actualisation Croissance long terme des dividendes	Dépend de la politique de distribution
<i>Cours de bourse</i>		Société cotée	Simple	Cours de bourse Volumes Répartition du capital Franchissements de seuil	Taille du flottant Effets de rumeurs et d'annonce Mouvements stratégiques et opportunistes

Méthodes usuelles d'évaluation

Type	Méthode	Contextes typiques	Facilité de mise en œuvre	Principaux paramètres	Point de vigilance
Méthodes analogiques					
Multiples boursiers		Secteur bien représenté en bourse	Simple	Échantillon de comparables Données boursières	Comparabilité Taille de l'échantillon Représentativité des agrégats passés/futurs
Multiples de transactions		Secteur visible en termes de transaction	Simple	Échantillon de comparables Données de transaction	Accès aux transactions Comparabilité Taille de l'échantillon Qualité et représentativité des données de transactions

Les méthodes intrinsèques

L'ACTIF NET RÉÉVALUÉ (ANR)

C'est une méthode simple qui consiste, à partir du bilan d'une entreprise, à modifier ou à compléter ce dernier avec les valeurs d'actifs ou de passifs qui n'y apparaissent pas ou avec des valeurs que l'on juge plus représentatives de la réalité. En revanche, comme elle est souvent appliquée à des sociétés holding (et des SCI, SNC...), il convient de prendre en compte les éventuelles primes (enjeux stratégiques de certaines participations) et décotes applicables (perte d'efficacité dans la gestion, illiquidité manifeste par rapport aux valeurs unitaires des actifs...).

EXEMPLE

Bilan	VNC		Valeur vénale	
Marques	5 K	Frais de dépôt et renouvellement	500 K	Sur la base des contrats de licence
Terrain nu	20 K	Valeur d'acquisition	80 K	Valeur constructible
Foncier bâti	1 750 K	Valeur d'acquisition	2 300 K	
Participation	350 K	Valeur d'acquisition	600 K	
BFR	20 K		20 K	
VMP	1 200 K	Titres cotés en valeur d'acquisition	800 K	Valeur en bourse
Cash	300 K		300 K	
	3 645 K		4 600 K	
Fonds propres	2 000 K		2 455 K	ANR
Dette	1 645 K		1 645 K	
Litige fiscal		Non provisionné	500 K	Impact estimé à la date d'évaluation

VALEUR DE RENDEMENT

Elle consiste à capitaliser un flux de référence à un certain taux dit « taux de capitalisation » :

EXEMPLE

Soit un flux de référence	300 K
Soit un taux de capitalisation	15,00 %
Valeur de rendement =	2 000 K

En fait, c'est un raccourci de la méthode DCF (voir plus loin) qui suppose un flux constant.

Comme pour le DCF, le résultat représente la valeur de l'entreprise et doit donc être ajusté pour obtenir une valeur de fonds propres. Dans la pratique, le flux de référence est souvent remplacé par le résultat net, ce qui suppose qu'il est assimilable à un flux aux actionnaires et donc que :

- les amortissements sont représentatifs des investissements ;
- le BFR est stable ;
- le résultat exceptionnel, s'il n'est pas retraité, est jugé récurrent (ex : activité de loueurs de véhicules) ;
- le résultat financier est représentatif du coût de l'endettement net.

Il est également possible de travailler en structure endettée en supposant le résultat opérationnel (ou résultat d'exploitation, REX), la variation de BFR et les investissements constants. On a alors :

Avec k_e le coût des fonds propres, WACC le coût moyen pondéré du capital (CMPC), k_d le coût de la dette avant IS, T_{is} le taux d'IS et g le taux de croissance des flux.

Et :

avec $F = (1 - T_{is}) \times REX + \text{amort.} - \Delta \text{ BFR} - \text{invest.}$

EXEMPLE

Données de l'exemple		Approche 1 – Par le résultat net	
EBE	550 K	Flux de trésorerie net	293 K pour les actionnaires
Amortissements	50 K	Coût des fonds propres	15,00 %
REX	500 K	Croissance long terme	0,00 %
IS	33,33 %	Valeur des fonds propres 1	1 953 K
Dette pérenne	1 000 K	Valeur d'entreprise 1 induite	2 953 K = Fonds propres + Dette
Coût de la dette avant IS	6,00 %	Approche 2 – Par le REX et l'endettement	
Coût de la dette avant IS	60 K	Coût pondéré du capital	11,28 %
Résultat avant IS	440 K	REX net d'IS	333 K
RN	293 K	Flux de trésorerie net	333 K pour les prêteurs et les actionnaires
Variation de BFR	–	Valeur d'entreprise 2	2 953 K
Investissements	50 K	Valeur des fonds propres 2	1 953 K après soustraction de la dette

L'APPROCHE DCF (DISCOUNTED CASH-FLOW)

C'est une méthode essentielle à maîtriser même s'il est indispensable de la tester en comparaison avec d'autres approches. Elle consiste à projeter les flux de trésorerie futurs de l'entreprise en tenant compte de son profil de risque et de financement pour déterminer la valeur actuelle de ces flux. Ces derniers sont calculés sur un horizon de T années dans un business plan (ou plan d'affaires). Le calcul est le suivant :

K est le taux d'actualisation qui permet de refléter la décote (ou discount en anglais) à appliquer aux flux, année après année. Comme nous l'avons évoqué, il peut s'agir d'un coût des fonds propres si l'on fait le calcul à partir de flux aux actionnaires, mais le plus souvent il s'agira d'un CMPC en considérant des flux aux apporteurs de financement. FTD correspond aux flux de trésorerie distribuables.

VE_T est la valeur terminale calculée en sortie de business plan. On la calcule usuellement de deux manières :

– soit par une formule de type « Gordon Shapiro » sur la base d'un flux de référence pour les années T+1 et au-delà :

– soit en appliquant un multiple de référence sur un des agrégats de référence, usuellement le REX, l'EBE, l'EBIT ou l'EBITDA.

Il est toujours utile de faire l'un et l'autre pour vérifier la cohérence du multiple apparent dans la valeur terminale. L'autre point de vigilance essentielle dans le calcul du flux de référence est la détermination d'un niveau d'investissement crédible (et d'amortissements correspondant).

EXEMPLE

Données	Réel	Prévisions		
	2008	2009	2010	2011
CA	10 249	8 199	9 019	9 921
Marge brute	5 124	4 099	4 509	4 960
Amortissements	260	280	300	320
Contribution	2 762	2 126	2 350	2 600
Charges de structure	1 158	1 216	1 276	1 340
REX	1 604	910	1 074	1 260
REX/CA	15,7 %	11,1 %	11,9 %	12,7 %
Résultat financier	(21)	7	19	27
Résultat avant IS et participation	1 583	917	1 093	1 287
IS (34 %)	538	311	371	437
Résultat net	1 045	606	722	850
REX net d'IS	1 059	601	709	831
- Variation de BFR	237	876	(1 189)	230
+ Amortissements	260	280	300	320
- Investissements	200	200	200	200
Flux de trésorerie distribuable (aux apporteurs de financement)	881	(195)	1 998	722
Flux normatif				722
Valeur terminale (722/0,17)				4 247
Taux d'actualisation	17 %			
Croissance long terme	0 %			
Indice d'actualisation		1,00	2,00	3,00
Facteur d'actualisation		1,17	1,37	1,60
Flux actualisés		(167)	1 459	451
				2 654 (4247/1,6)
Somme des flux actualisés	4 397			
Dette nette (non pérenne)	23			
Valeur des fonds propres	4 374			

Les méthodes analogiques

Elle consiste dans les deux cas évoqués (comparables boursiers ou transactions de comparables) à lire dans un échantillon les multiples applicables (CA, EBIT ou REX, EBITDA ou EBE). Les calculs doivent être effectués en valeur d'entreprise pour ne pas être pollués par l'endettement net.

Le calcul de la valeur d'entreprise de la cible peut simplement se résumer dans la formule suivante :

$$\text{Valeur d'entreprise} = \text{Agrégat}_{\text{cible}} \times \text{Multiple}_{\text{échantillon}}$$

La difficulté réside dans la capacité à trouver de bons comparables, à retraiter les données de l'échantillon quand cela s'avère nécessaire et l'agrégat de référence de la cible utilisé.

LES MÉTHODES À ÉVITER

Les méthodes hybrides

D'une manière générale, les méthodes hybrides mélangeant valeurs patrimoniales et valeurs de flux sont à éviter telles que :

- la rente du goodwill qui correspond à l'ANR + capitalisation du superprofit sur une période finie ;
- la méthode des praticiens qui correspond à la moyenne de la valeur de rendement et de l'actif net comptable.

Il est préférable que l'évaluateur se prononce sur la méthode qui lui paraît la mieux adaptée, quitte à produire une fourchette de valeurs. Produire une moyenne d'une multitude de méthodes conduit, à notre sens, davantage à prendre en compte des méthodes inadaptées plutôt qu'à renforcer la qualité du résultat obtenu.

La référence à l'actif net de la société

Les fonds propres comptables sont rarement représentatifs de la valeur d'une société.

Ainsi, dans le domaine des services, les actifs comptabilisés sont souvent réduits à la portion congrue (mobilier, ordinateurs) ; une société qui distribue régulièrement un fort dividende avec une bonne rentabilité récurrente peut avoir une valeur de marché bien supérieure à la valeur des fonds propres.

Ex : Société de services

CA	3 000 K
Actif immobilisé net	250 K
BFR	600 K
RN résultat net	500 K
Dividende	400 K
Fonds propres au bilan	250 K
Dette nette	Nulle
Taux de capitalisation	20 %
Croissance long terme	0 %
Valeur de rendement	2 500 K

Inversement, dans le domaine industriel, une société qui réinvestit systématiquement une part élevée de son résultat net sans arriver à dégager une rentabilité significative peut présenter des fonds propres comptables élevés notamment du fait d'un actif immobilisé important mais avec une valeur de marché très inférieure (il est dans ce cas souvent plus logique d'envisager des scénarios de rupture : restructuration, liquidation...).

Ex : Société industrielle

CA	20 000 K
Actif immobilisé net	10 000 K
BFR	6 000 K
RN	500 K
Dividende	–
Fonds propres au bilan	11 000 K
Dette nette	5 000 K
Taux de capitalisation	17 %
Croissance long terme	0 %
Valeur de rendement	2 941 K

En conclusion, les fonds propres en valeur bilantielle ne peuvent représenter la valeur réelle de l'entreprise que dans des hypothèses bien restreintes : Cela suppose notamment que :

- tous les actifs et passifs significatifs soient comptabilisés (c'est le problème pour les activités de services ; le savoir-faire et la valeur de l'équipe n'est pas valorisés au bilan) ;
- la valeur comptable des immobilisations soit représentative de leur valeur de marché.

Guide pratique de la transmission des TPE de la CCEF

Guide à l'usage des généralistes mandatés d'une mission d'évaluation dans le cadre d'une transmission de TPE (moins de 20 salariés et d'une valeur de l'ordre de 500 000 €). Réalisé par le groupe de travail dirigé par Denis Baudet, il présente une méthodologie pour l'évaluation de la TPE.

Outre l'importance du rôle du dirigeant dans l'entreprise, notamment son lien de dépendance avec l'entreprise, les spécificités de la TPE (contexte juridique, économique) conduisent à privilégier certaines méthodes d'évaluation que recense ce guide. Par ailleurs, il propose une démarche d'audit d'acquisition adaptée à l'évaluation de ce type d'entreprise tant pour le rachat du fonds de commerce que celui de titres de société.

Enfin, les aspects juridiques, avec la rédaction du protocole d'accord, le volet financement (recherche de fonds, présentation du dossier) ainsi que les coûts fiscaux de la transmission sont également abordés.

Jean-François Pansard, expert comptable, directeur
du Département Fusion et Acquisition, Pansard & Associés

3 L'évaluation par la méthode des options réelles

Les méthodes classiques d'évaluation présentées dans notre deuxième partie comportent des limites, notamment dans le cas d'évaluation d'entreprises en situation particulière : activité nouvelle, société en difficulté. C'est pourquoi, nous avons ici fait le choix délibéré de vous proposer une approche différente, fondée sur les options réelles.

PRÉSENTATION DE LA MÉTHODE

Les fondements de cette méthode

Les insuffisances de la méthode de l'actualisation des flux futurs – Les méthodes fondées sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs présentent certains défauts dont le plus important est de ne pas tenir compte de la flexibilité de la gestion, et donc du pouvoir décisionnel des dirigeants. En effet, cette approche, qui trouve son origine sur le marché financier, ne prend pas en compte la capacité réelle des entreprises à adapter leur action à l'évolution de leur environnement. Il y a donc une contradiction entre le rôle des dirigeants d'entreprise qui consiste à adapter sans cesse leurs décisions au contexte nouveau et les hypothèses de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie avec des données déjà fixées.

La démarche passive, parfaitement adaptée à un porteur d'obligations ou à un actionnaire minoritaire dans une entreprise cotée en Bourse, ne peut convenir à des dirigeants d'entreprise qui disposent d'un pouvoir de décision, et donc de la capacité de prendre en compte les informations nouvelles au fil du temps.

La nécessaire prise en compte des aléas de la vie économique – Devant les imperfections de la méthode des cash-flows actualisés, les chercheurs ont introduit un concept prenant en compte le risque lié à l'incertitude. Ainsi, l'aléa, qui est considéré traditionnellement dans la méthode des cash-flows actualisés comme un aspect négatif, peut être aussi porteur de valeur puisqu'il permet, par une action appropriée, de saisir des opportunités.

Définition

La méthode des options réelles consiste à prendre en compte le pouvoir de décision des dirigeants d'entreprise et leur capacité de réaction face aux données nouvelles dans les paramètres d'évaluation.

Une option est donc le droit (et non l'obligation) que possède un agent économique d'effectuer une certaine opération. C'est cette faculté d'exercer librement son pouvoir de décision qui détermine la valeur de cet agent économique.

L'agent économique peut, en effet, modifier sa décision selon l'évolution de l'environnement. Les options les plus simples à comprendre sont les options de vente

et d'achat. Une option d'achat sur un immeuble est le droit d'acheter cet immeuble jusqu'à une certaine date pour un prix fixé à l'avance. Mais il existe également d'autres options plus complexes : l'option de différer un projet, les options d'abandon ou de flexibilité (voir ci après).

La méthode des options a été matérialisée par les travaux de Black et Scholes. Rappelons très brièvement que cette formule est de la forme :

$$VO = VA - PEX$$

dans laquelle VO est la valeur d'une option d'achat, VA est la valeur de l'actif sous-jacent et PEX est le prix d'exercice, c'est-à-dire la somme que doit verser le titulaire de l'option pour devenir propriétaire de l'actif sous-jacent.

Les composantes de la valeur d'une option

La valeur d'une option s'apprécie en fonction de cinq paramètres. Elle dépend :

- 1) de la valeur actuelle de l'actif;
- 2) du prix d'exercice;
- 3) de la durée de l'option;
- 4) du taux d'intérêt sans risque;
- 5) de la volatilité de la valeur de l'actif.

Ces différents paramètres interagissent entre eux. Ainsi, par exemple, plus le prix d'exercice (prix auquel un immeuble pourra être acheté) est faible par rapport à la valeur actuelle de cet immeuble, plus l'option d'achat aura de la valeur. De même, plus la durée de l'option sera longue, plus l'option aura de la valeur. Dans le cas d'un taux d'intérêt élevé, l'option aura une valeur plus élevée car l'opérateur différera certainement son investissement.

Quant à la volatilité de la valeur du bien, si elle est très stable au cours du temps, l'opérateur n'aura que peu intérêt à différer l'acquisition. Si, par contre, cette valeur est sujette à de fortes fluctuations, l'opérateur pourra bénéficier d'une période de hausse des prix pour exercer son droit d'acquisition. Ce sont donc les biens les plus volatils qui bénéficient d'une plus forte valeur d'options. C'est généralement l'écart type qui matérialise la volatilité.

EXEMPLE

Soit un immeuble dont la valeur actuelle est de 1 M€ avec une variation possible sur une année de cette valeur de 20 %.

Au terme d'une année, la valeur de l'immeuble sera, dans le cas favorable, de 1,2 M€ et, dans le cas défavorable, de 800 000 €. Le titulaire d'une option d'achat dont le prix d'exercice est de 1 M€ ne l'exercera que dans le cas favorable, et dans ce cas il réalisera un gain de 200 000 €.

Si, par hypothèse, la probabilité de se trouver dans le cas favorable est de 50 %, l'espérance mathématique de son bénéfice sera de 100 000 € (50 % de 200 000 €).

C'est cette somme qu'il devra verser au propriétaire de l'immeuble pour bénéficier de l'option d'achat.

APPLICATION DE CETTE MÉTHODE

L'approche par les options réelles trouve son intérêt dans la prise en compte des incertitudes dans la démarche générale d'évaluation ainsi que dans des situations particulières telles qu'en présence de sociétés nouvelles ou en difficultés financières.

La prise en compte des incertitudes

L'évaluation d'entreprise fondée à partir des cash-flows futurs s'appuie, en général, sur la rentabilité actuelle. Or, il est très rare que l'évolution de l'entreprise se déroule de façon stable et linéaire. La plupart du temps, arrivent des événements non prévus qui peuvent être des surprises positives ou négatives. L'évaluateur doit donc inclure cet aspect dans son analyse. Il le fera en incorporant dans l'examen de l'entreprise des options de croissance ou de repli.

Si l'on compare, par exemple, deux entreprises ayant la même rentabilité, mais dont l'une ne peut opérer que sur un marché régional alors que l'autre peut potentiellement se développer à l'exportation, il est clair que la seconde bénéficie d'une option de développement qui est un facteur de valeur. Même s'il est parfois difficile de quantifier cette option de croissance, il est certain qu'elle aura un impact significatif sur l'estimation de l'entreprise. Dans le même ordre d'idées, si une entreprise est confrontée à des événements non prévus ayant un caractère négatif, il faut savoir si elle est en mesure de se replier facilement soit en procédant à des cessions d'actifs, soit en réduisant son effectif sans coût excessif.

EXEMPLE

Pour l'évaluation d'un réseau de distribution, l'approche par les options peut être retenue avec pertinence. En cas de difficultés, il est possible de récupérer des valeurs d'actifs très significatives en cédant les fonds de commerce dont la rentabilité n'est plus suffisante.

Nous sommes, dans ce cas, en présence d'une option de vente dont la valeur peut être très significative par rapport à la valeur d'entreprise.

Cas des entreprises nouvelles ou à activité nouvelle

Le deuxième type d'entreprise dans laquelle on peut utiliser une approche par les options concerne les entreprises nouvelles car, en la matière, « l'historique » n'est pas disponible. Ceci est particulièrement vrai dans le domaine des nouvelles technologies puisque, dans ce cas, l'analyste ne dispose d'aucune référence historique par définition. L'incertitude étant maximale, l'évaluateur peut difficilement choisir un scénario probable sans tomber dans l'arbitraire.

Il convient alors d'envisager une autre approche :

- les coûts prévisionnels sont considérés comme le prix d'exercice d'une option ;
- la valeur de l'actif et sa volatilité correspondent aux hypothèses de recettes générées par la nouvelle technologie. Là encore, le temps devient un facteur essentiel. Si l'entreprise peut développer une technologie brevetable, la durée du brevet est un facteur majeur de la valeur de l'option.

Cas des entreprises en difficulté

Dans ce type d'entreprises, l'analyste se trouve confronté à deux difficultés :

- la rentabilité qu'a connue l'entreprise dans un passé récent est généralement négative et ne peut donc être extrapolée dans l'avenir sans une correction importante correspondant aux conséquences des actions de redressement;
- l'endettement peut être supérieur à la valeur d'actif estimé.

Dans ce cas, l'incertitude qui est généralement considérée comme un facteur négatif peut devenir un élément positif dans l'estimation de la valeur d'entreprise. En effet, si l'incertitude est grande, cela signifie que l'entreprise peut, à un horizon de quelques années, avoir une rentabilité significativement différente de celle d'aujourd'hui. Le détenteur d'actions se trouve donc dans une situation équivalant à celle d'un porteur d'options qui devrait, pour devenir propriétaire d'un actif, payer un prix d'exercice équivalent, à peu de choses près, aux dettes de l'entreprise.

EXEMPLE

Soit une entreprise dont la valeur d'actif actuel est de 10 M€ correspondant à une actualisation des flux futurs de trésorerie, en tenant compte des actions de redressement de l'entreprise.

Cette valeur fluctue de plus ou moins 30 % par an.

L'entreprise porte un endettement de 15 M€ dont l'échéance est à cinq ans.

La dette est supérieure à la valeur d'actif mais, pour autant, la valeur des actions n'est pas nulle. En effet, l'échéance à cinq ans a une conséquence importante : pendant cette période, la valeur de l'entreprise peut fluctuer de façon considérable, si bien qu'il n'est pas impossible qu'au terme des cinq ans la valeur d'entreprise soit, par exemple, de 25 M€. Dans ce cas, le titulaire d'actions qui devra rembourser la dette de 15 M€ bénéficiera d'un droit dont la valeur sera d'environ 10 M€.

Si, par contre, la valeur d'actif est inférieure à 15 M€, le titulaire d'actions peut choisir, selon le principe de la responsabilité limitée des actionnaires, d'attribuer les actifs aux créanciers. On voit donc que la volatilité du résultat, facteur négatif pour les créanciers, est un facteur positif pour les actionnaires puisque ceux-ci limitent leur perte à la baisse alors que leurs gains ne sont pas limités à la hausse. Cet exemple nous montre bien à quel point l'allongement de l'échéance des dettes peut être créateur de valeur pour les actionnaires puisqu'il permet à ceux-ci de bénéficier de la volatilité des valeurs d'actifs.

CONCLUSION

Cette présentation rapide de la méthode des options n'a pas pour prétention d'épuiser le sujet. Certains auteurs considèrent que la théorie des options est, pour le moment, dans sa phase expérimentale mais qu'elle est appelée à prendre une importance grandissante dans l'analyse financière. Certains praticiens, en revanche, considèrent qu'elle est davantage un outil conceptuel dont l'application pratique restera limitée. Sans prétendre trancher dans un débat qui reste ouvert, on peut cependant considérer qu'elle ouvre des perspectives intéressantes aux professionnels de l'évaluation d'entreprise.

4 La crise : quel impact sur l'évaluation d'entreprises ?

Valoriser une entreprise, c'est avant tout estimer sa capacité à générer des revenus dans le futur. Or, la crise actuelle a au moins un effet majeur par rapport à cette définition : l'avenir apparaît aujourd'hui plus incertain, rendant les prévisions de performances futures des sociétés plus difficiles à établir. Ce fait amène l'évaluateur à adapter les deux phases de la démarche globale de valorisation, à savoir : la phase préalable d'analyse de l'entreprise à évaluer et celle relative à l'utilisation des différentes méthodes d'évaluation.

LA NÉCESSITÉ D'APPROFONDIR LA PHASE D'ANALYSE

Un avenir plus incertain

L'une des plus grandes conséquences de la crise est d'avoir introduit un degré d'incertitude accru quant à l'avenir. Les prévisions de comportement des entreprises, et donc de leur niveau de génération de revenus dans le futur, sont plus difficiles à évaluer que par le passé.

LES RAISONS DE L'INCERTITUDE

Des contours difficiles à apprécier – Les contours de la crise, a fortiori à ses débuts, sont difficiles à cerner. Quelle est son ampleur ou jusqu'où va-t-elle se propager (quels secteurs vont résister, lesquels vont s'éroder, voire s'effondrer) ? Quelle sera son intensité ? Surtout quelle sera sa durée et à quel moment la reprise s'effectuera-t-elle ? Telles sont les questions qui se posent. À ce titre, signalons que les prévisions des économistes sont, sur ce point, peu homogènes.

La crise, manifestation d'une rupture de modèles économiques ? La crise cristallise peut-être des ruptures émergentes dans les repères, les priorités, les modes de fonctionnement et de comportement. La prise de conscience de la rareté de certaines ressources naturelles et d'une nécessité d'un plus grand respect de l'environnement en est un exemple. Si l'automobile en souffre, à l'inverse le « green business » offre des relais de croissance. La difficulté est qu'en période de transition ou de rupture, la visibilité sur l'avenir n'est pas évidente.

Une extension et une rapidité des échanges accrues – Le temps et les distances se raccourcissent en raison de la vitesse toujours croissante de circulation de l'information et des échanges (dématérialisation) d'un point à un autre de la planète (globalisation). L'ampleur des événements économiques est désormais de dimension mondiale et non plus seulement nationale.

LES CONSÉQUENCES SUR L'ANALYSE DE L'ENTREPRISE ÉVALUÉE

Afin d'élaborer des prévisions de comportement et de performances futures et de les traduire en revenus pour une entreprise évoluant dans un environnement imprévisible, il convient d'approfondir la phase préalable de la démarche d'évaluation. Celle-ci comporte généralement trois composantes. Elle débute par une prise de connaissance générale de l'entreprise et de

son environnement. Elle se poursuit par une analyse stratégique, de type sectoriel, portant sur le positionnement de l'entreprise par rapport à son environnement extérieur, et de type « ressources » (facteurs stratégiques et d'excellence détenus en interne par l'entreprise).

Elle comprend enfin des diagnostics complémentaires à l'analyse stratégique précédente, portant sur l'organisation générale, commerciale, celle de la production et les moyens y afférents, les ressources humaines, les risques (juridiques, sociaux, environnementaux), la structure financière de l'entreprise, etc.

Analyse de la capacité à faire face à la crise

En temps de crise, l'approfondissement des composantes de la phase préalable dans la démarche d'évaluation devra être mené dans une perspective d'appréciation de la capacité de l'entreprise à s'adapter. C'est par une analyse prospective de son fonctionnement et de son évolution en contexte de crise que ses performances futures seront mieux appréhendées. À cet effet, on pourra utiliser comme fil conducteur les critères suivants.

LA CAPACITÉ À SURVIVRE OU LE CASH PRAGMATIQUE

Certains secteurs d'activité voient leurs ventes littéralement « fondre », avec des baisses pouvant atteindre - 40 % sur fin 2008 et début 2009. La liquidité des entreprises concernées s'en ressent fortement. Ainsi, il est légitime de se questionner sur la probabilité de survie de PME uniquement dédiées à un secteur (par exemple, celui de l'automobile) ou, plus généralement, des entreprises monosecteurs en perte de vitesse (baisse de la demande, surcapacité de production, etc.), quand bien même leurs processus de production seraient extrêmement optimisés. En effet, une baisse d'activité durable conduit à un amoindrissement du « cash », éventuellement fatal (non-adossement à des groupes financièrement solides, déferrement de clients chez des factors, recours limité aux facilités bancaires).

L'évaluateur doit donc commencer par procéder à une analyse pragmatique du risque de liquidités au sein de l'entreprise. Ce risque est en effet accru en période de récession et de rareté du crédit (« credit crunch »), et peut entraîner défaut puis cessation de paiements, remettant alors en cause la survie de l'affaire et donc le bien-fondé de son évaluation dans une perspective de continuité d'exploitation (« going concern »).

LA CAPACITÉ À S'ADAPTER OU LA FLEXIBILITÉ STRATÉGIQUE

Hormis l'aspect mono ou multiactivité de l'entreprise qui lui permet de s'orienter sur les secteurs les plus résilients face à la crise, il est également pertinent, par exemple, d'étudier son degré d'intégration, total ou partiel, avec le recours à l'externalisation de fonctions supports (transport, logistique, etc.). En effet, le facteur de variabilité des charges fixes permet d'abaisser le point mort et de réduire la « voilure » plus facilement.

On regardera également ses modes de distribution, mono ou multicanaux : une banque a-t-elle développé ses activités de banque directe via Internet et sans guichet ? Pour un VPCiste (vendeur par correspondance), quelle est la part des ventes issue de l'envoi fastidieux et coûteux de catalogues par rapport à la part de ventes par Internet ?

La société est-elle mono ou multiculturelle ? Est-elle capable de changer de configuration rapidement, quitte à remettre en cause sa culture d'entreprise ?

Autant de questions destinées à apprécier l'agilité de l'entreprise, sous l'impulsion de son équipe dirigeante, à se « déplacer », se reconfigurer, se redimensionner, afin de mesurer sa capacité à s'adapter à l'incertitude croissante de son environnement.

LA CAPACITÉ À ANTICIPER OU LA VEILLE ÉCONOMIQUE

Si l'avenir économique devient plus imprévisible, raison de plus pour se doter d'une démarche de veille économique. Celle-ci consiste à anticiper les tendances émergentes de demain, afin d'identifier de nouvelles opportunités de produits ou de services à développer dès aujourd'hui, avant que les concurrents n'aient commencé à le faire. Elle suppose une démarche structurée, définissant les types d'information utiles, identifiant les canaux d'information les plus pertinents, sélectionnant les outils de collecte de l'information à connecter à son réseau et analysant les informations ainsi obtenues.

EXEMPLE

Des sociétés récentes ayant développé des bases de données recensant des informations sur des évolutions comportementales extrapolables en tendances de consommation futures peuvent être valorisées à prix d'or. Les sociétés « Facebook » ou, plus récemment, « Twitter » (« gazouillis » en français), qui se définit elle-même comme « outil de réseau social et de microblogage permettant à l'utilisateur de signaler à son réseau ce qu'il est en train de faire », en sont de parfaites illustrations.

LA CAPACITÉ À INNOVER OU L'INNOVATION TECHNOLOGIQUE

Le dernier volet suggéré pour l'appréciation de la résilience de l'entreprise face à la crise, ou plutôt de sa capacité à rebondir, est celui de sa capacité à innover. Car l'innovation d'aujourd'hui constitue éventuellement les revenus de demain.

EXEMPLE

Le cas de Michelin, avec son monoproduit (le pneu). Ce groupe a su ériger l'innovation technologique en valeur d'entreprise centrale. Par rapport à la crise que traverse le secteur automobile et, par ricochet, les équipementiers, on peut tout à fait concevoir que l'innovation permette une fois de plus à ce groupe de « rebondir » si son concept révolutionnaire de roue intégrant directement suspension active et moteur électrique (dit « Active Wheel ») réussit à s'imposer sur les futurs véhicules électriques.

Le cas Apple. Cette entreprise, qui a vu ses parts de marché diminuer dans le secteur des ordinateurs, a su innover avec le « i-pod », puis avec le « i-phone », trouvant des relais de chiffre d'affaires et de résultats.

LA SÉLECTION ET L'ADAPTATION DES MÉTHODES D'ÉVALUATION

Après cette phase d'analyse préalable permettant d'apprécier la capacité d'évolution en environnement dégradé de l'entreprise et, in fine, sa capacité à dégager des performances futures, certaines méthodes d'évaluation habituelles, pour s'en tenir à celles-ci, semblent moins adaptées que d'autres en période de crise économique.

La méthode de l'Actif net réévalué

Cette méthode « ANR » présente la limite d'être statique dans la mesure où elle donne une valeur à l'entreprise correspondant à la valeur vénale de ses actifs diminuée de celle

de ses passifs. Elle ne tient donc aucunement compte des perspectives futures de la firme à dégager des résultats (hormis pour l'évaluation de certains incorporels). On peut ainsi envisager une société détenant des fonds propres et une trésorerie nette importants, mais dont les performances à venir, voire la pérennité même, peuvent être remises en question par les difficultés économiques : sa valeur de demain sera très probablement inférieure à celle de son Actif net réévalué du moment. En fait, cette valeur d'ANR constitue une sorte de valeur « repère » indicative (uniquement) pour aujourd'hui, dans une perspective par exemple d'évaluation du coût de reconstitution ex nihilo d'une affaire similaire. Elle peut être intéressante aussi dans une optique de liquidation (coûts y afférents à prévoir et à prendre en compte). Hormis ces cas de figure bien spécifiques et son application à des holdings ou sociétés immobilières, elle semble peu appropriée en période de crise.

Les méthodes analogiques

Ces méthodes, telles que les comparables boursiers ou transactions comparables, consistent à évaluer une entreprise en estimant une valeur de marché par comparaison avec des sociétés analogues respectivement soit cotées (calcul d'un cours de Bourse théorique), soit ayant fait l'objet récemment d'une transaction (prix de cession du contrôle). Elles nécessitent certaines précautions quand elles font référence aux marchés en période de tempête boursière. En effet, la volatilité exacerbée des marchés invite à la plus grande prudence quant à l'utilisation de données boursières récentes. Cette volatilité s'éloigne des lois rationnelles et traditionnelles de modélisation mathématique.

En pratique, il semble que des phénomènes comportementaux introduisent des biais (voir, en ce sens, les théories de la finance dite « comportementale »). En l'occurrence, sont sous-jacentes des questions subjectives d'aversion au risque, les investisseurs étant, par exemple, a priori plus intéressés par un gain relativement sûr que par un gain significativement plus important mais aléatoire.

Par conséquent, ces méthodes analogiques, si elles sont utilisées en contexte de période boursière très « erratique », doivent l'être avec un souci accru de pertinence de l'échantillon des sociétés comparables sélectionnées, ce qui se révèle être une opération délicate, le comportement en réaction à la crise étant spécifiquement inhérent à chaque entreprise. Pour les comparables boursiers, des moyennes de cours récents, sur quelques semaines par exemple, seront à privilégier (impact des toutes dernières informations significatives communiquées par les entreprises de comparaison). En ce qui concerne l'application de la méthode des transactions comparables, il faudra être attentif, pour les transactions sélectionnées, au pourcentage des titres concerné par chaque cession (bloc de contrôle, ou minoritaire). On regardera aussi leur caractère éventuellement « forcé ».

La méthode des DCF

Cette méthode, qui consiste à calculer la valeur actuelle nette des flux futurs de trésorerie attendus d'un actif (incorporel par exemple), d'une unité génératrice de trésorerie ou d'une entreprise, est intéressante en période de crise. Cela peut sembler paradoxal. Certes, l'incertitude sur l'ampleur ou la durée de la tourmente économique, a fortiori à ses débuts, peut laisser à penser que les anticipations d'activité et de résultat soient plus difficiles à évaluer. Elles le sont probablement davantage que par le passé, mais ne sont pas impossibles. Car le but, in fine, de la démarche préalable d'évaluation approfondie, pour

une entreprise spécifique à évaluer, est justement d'arriver à établir plus facilement des prévisions futures de performances, traduites ensuite en flux de trésorerie. À ce titre, nous vous précisons les principaux impacts de la crise sur l'application de la méthode DCF.

PREMIER IMPACT : LA DIFFICULTÉ D'ESTIMATION DES FLUX FUTURS DE TRÉSORERIE

Il convient d'être particulièrement vigilant sur l'analyse des prévisions de cash-flows établies par, ou construites avec, le management de l'entreprise, en fonction notamment de l'évolution de ses secteurs d'activité prévue (études sectorielles prospectives et/ou consensus disponibles) ou estimée, de son analyse stratégique et de sa capacité à s'adapter, traduites en prévisions d'évolution des paramètres quantitatifs clés (CA, marge, etc.).

Il ne faut pas non plus hésiter à envisager plusieurs scénarios, plus ou moins favorables, et d'affecter à chacun d'eux une probabilité d'occurrence (la somme de celles-ci devant être égale à 1). Il est alors procédé à la moyenne pondérée (par ces probabilités d'occurrence) des cash-flows issus de chacun de ces différents scénarios. Il est également possible d'inclure des scénarios extrêmes, a priori peu probables selon les lois normales de distribution classiques (non rigoureusement suivies par les marchés financiers du reste), mais néanmoins possibles : les événements extrêmes ont, dans les faits, une probabilité d'occurrence plus forte que ceux prévus à partir d'un raisonnement « standard ».

DEUXIÈME IMPACT : LE CHOIX DU TAUX D'ACTUALISATION

En général, la prime de risque du marché est globalement comprise, selon la méthode historique (par exemple, calculs d'Ibbotson Associates), entre 3 et 8 %, variant selon les pays, les durées de la période étudiée et le type de moyenne utilisé (arithmétique ou géométrique). Aujourd'hui, avec l'application de la méthode prospective, elle avoisine les 10 %. Cette augmentation de la prime de risque du marché a un impact à la hausse sur le coût des fonds propres ainsi que sur le Coût moyen pondéré du capital (CMPC). En pratique, mécaniquement, une augmentation du CMPC fait baisser les Valeurs d'entreprise (VE).

EXEMPLE

Sur la base d'une suite S à l'infini de flux annuels de trésorerie constants F , disponibles pour l'ensemble des actionnaires et créanciers financiers, la série (somme) des termes actualisés au taux i de cette suite de flux constants tend à l'infini vers F/i .

Soit $F = 100$, si $i = 10\%$, $F/i = 1000$, si $i = 14\%$, $F/i = 714$. Une hausse de 40 % du CMPC (passé de 10 % à 14 %) a entraîné une baisse de la Valeur d'entreprise de 29 %.

Le motif de l'évaluation et la détermination de son horizon sont à prendre en considération pour un choix approprié de CMPC. Ainsi, les tests de dépréciation (impairment tests) ou les évaluations d'actifs ayant vocation à être détenus sur le long terme pourront privilégier des taux d'actualisation basés sur des primes de marché historiques, comme le suggère l'AMF (AMF, recommandations en vue de l'arrêté des comptes 2008).

Par ailleurs, en cas de variation de la structure de financement (ratio dette/fonds propres, en valeur de marché) sur la période d'horizon explicite de l'entreprise évaluée, on pourra utiliser la méthode « APV » (Adjusted present value). Elle consiste à évaluer, dans un premier temps, la société cible comme si elle était financée uniquement sur fonds propres puis, dans un deuxième temps, à valoriser l'effet d'endettement (levier fiscal notamment). Cette

méthode permet de s'affranchir de la contrainte de permanence du ratio d'endettement sur fonds propres, qui est une condition d'utilisation des DCF.

TROISIÈME IMPACT : LA MÉTHODE DE CALCUL DE LA VALEUR TERMINALE

En période de croissance, la valeur terminale a un impact prépondérant sur la valeur d'une entreprise calculée selon la méthode des DCF, puisqu'elle en constitue régulièrement une part significative. Il en va ainsi lorsqu'on calcule la valeur terminale par application d'un taux de croissance annuel constant à un flux futur de trésorerie normatif retenu à l'infini au-delà de l'horizon explicite. En période de crise, l'estimation du comportement de la cible étant déjà difficile à court et moyen termes, les prévisions au-delà de ces périodes sont encore moins évidentes. Aussi, des scénarios avec probabilité d'occurrence pourront être simulés à partir des analyses stratégiques prospectives réalisées préalablement. Une moyenne pondérée de leurs résultats (actualisation des cash-flows envisagés au-delà de la période d'horizon explicite) sera utilement calculée.

D'une manière générale, les difficultés de sélection et de prévision des paramètres nécessaires à la mise en œuvre des DCF (taux de CMPC et taux d'évolution de l'activité pour la période d'horizon explicite, voire pour la valeur terminale) rendent indispensables des analyses de sensibilité par rapport à ces mêmes paramètres. Il s'agit, en effet, de vérifier le degré de dépendance et de dispersion des résultats d'évaluation obtenus en fonction des différentes hypothèses de travail retenues, elles-mêmes tributaires des motifs de l'évaluation et de l'horizon choisi. Quant aux sociétés en difficulté, les simulations difficiles de DCF seront avantageusement complétées par l'utilisation de la méthode des options réelles.

CE QU'IL FAUT RETENIR

En synthèse, la crise économique et financière invite, par l'incertitude accrue de prévisibilité de l'avenir, à approfondir la démarche préalable d'évaluation, en analysant finement la capacité de l'entreprise évaluée à s'adapter et à rebondir. Quant aux différentes méthodes d'évaluation, si celle des DCF semble adéquate, elle exige néanmoins quelques modalités d'adaptation. Enfin, dans un contexte économique si incertain, la démarche d'évaluation se doit d'être davantage :

- active : l'évaluateur doit s'impliquer plus profondément dans la compréhension de l'entreprise à évaluer;
- interactive : discussions et confrontations avec le management sur la pertinence des hypothèses retenues pour l'établissement des prévisions;
- réactive : prise en compte des toutes dernières informations microéconomiques (la société) et macroéconomiques (conjoncture et activité sectorielle) disponibles;
- descriptive : description du raisonnement et de l'argumentation développés par l'évaluateur pour justifier, d'une part, les hypothèses et les méthodes d'évaluation retenues et, d'autre part, les modalités appliquées ainsi que les précautions prises pour leur mise en œuvre.

En tout état de cause, une évaluation reste dépendante de son motif, de son horizon et de son destinataire, relevant plus que jamais en ces temps de crise économique et financière historique, moins d'une science exacte, par nature quantitative, que d'un art, par essence qualitatif.