Janvier 2020
Convergence
HORS-SÉRIE - N°6
(Vendu seul)
TARIFS
Adhérent : 40 €
Non-adhérent : 60 €

OBSERVATOIRE DES VALORISATIONS 2020
TAUX D'ACTUALISATION ET DÉCOTES DE MULTIPLES DE VALORISATION

NOTE MÉTHODOLOGIQUE

Coordinatrice des travaux :
Maud BODIN-VERALDI

En collaboration avec :
Zoé CONSTANTIN,
Olivier GRIVILLERS,
Teddy GUERINEAU
Etienne LANGER,
Joëlle LASRY-SITBON,

Propriété intellectuelle :
©CCEF

CCEF
Compagnie des Conseils et Experts Financiers

CCEF - HS 6 V2.indd 1 20/01/2020 14:22

Taux d'actualisation et décotes de multiples de valorisation des sociétés non cotées - 2020

Sommaire

Préface

André-Paul Bahuon, Président de la CCEF 5

Introduction

Maud Bodin-Veraldi, Coordinatrice des travaux 7

Partie I - Méthodologie de calcul pour la détermination du coût du financement en fonds propres – société cotée / société non cotée 9

Partie II - Le coût du financement en fonds propres pour la France et ses composantes - année 2020 12
- II.1. Le coût du financement en fonds propres (ou coût du capital) pour la France - année 2020
- II.2. Le taux sans risque
- II.3. La prime de risque du marché des actions sur la France (Market Risk Premium ou MRP)

Partie III - Le calcul du bêta sectoriel – année 2020 14
- III.1. Le risque sectoriel (ou risque opérationnel, « Levered Beta »)
- III.2. Le risque sectoriel à dette nulle (ou « Unlevered Beta »)

Partie IV - Le calcul du bêta sectoriel incluant la dette de l'entreprise évaluée 16
- IV.1. Détermination de l'endettement comptable de l'entreprise à évaluer
- IV.2. Détermination du taux d'endettement-cible de l'entreprise à évaluer
- IV.3. Calcul du coefficient bêta corrigé du taux d'endettement-cible

Partie V - Calcul du coût du financement en fonds propres (Cost Of Equity ou COE) pour une société cotée de taille similaire au CAC 40 et non cotée 18
- V.I. Coût du financement en fonds propres pour une société de taille similaire au CAC 40
- V.II. Coût du financement en fonds propres pour une société cotée hors CAC 40 ou non cotée

Partie VI - Méthodologie de calcul pour la détermination du coût moyen pondéré du capital 21
- VI.1. Reprise de la structure de financement-cible de l'entreprise
- VI.2. Calcul du coût moyen de la dette financière 1
- VI.3. Calcul du coût moyen pondéré des capitaux investis

Partie VII - La décote des multiples de valorisation 24

Annexes 26

Convergence - Hors-série n°6 de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF) - Association Loi 1901 - Propriété intellectuelle : ©CCEF
Directeur de la publication : André-Paul Bahuon.
Hors-série n°6 « Observatoire des valorisations 2020. Taux d'actualisation et décotes de multiples de valorisation »
Rédactrice en chef : Maud Bodin-Veraldi - Assistée de Sylvie Gaillet-Latté.

ISSN : 2648-2223- dépôt légal à parution
Éditeur : © BGC Toscane - Photos : © ShutterStock
Imprimeur : Imprimerie Print Conseil

CCEF - 6 avenue Mac Mahon - 75017 Paris - Tél : 01 44 94 27 70
Tarif adhérent : abonnement annuel à la revue Convergence : 72 € TTC / Hors-série n°6 : 40 € TTC
Tarif non-adhérent : abonnement annuel à la revue Convergence : 129,60 € TTC / Hors-série n°6: 60 € TTC

CCEF - HS 6 V2.indd 3 20/01/2020 14:22

Éditorial

Par André-Paul Bahuon,
Président de la CCEF

Cette nouvelle version de l'Observatoire des valorisations est importante par quelques-unes de ses conclusions.

La plus importante est, de mon point de vue, le niveau du coût du capital en France.

Le groupe de travail conclut à un coût du capital qui se situerait à hauteur de 8.10 %. Il est certes inférieur à celui annoncé l'année précédente (8,68 % pour mémoire), mais il est toujours situé au-delà du seuil de 8 %, alors que dans le même temps, le taux de rendement des obligations d'État à 10 ans a été en moyenne sur l'année proche de 0 %, négatif entre la fin du mois Juin 2019 et le début du mois de Novembre 2019, avec un minimum de - 0,41 %.

Que recèle ce niveau élevé du coût du capital ? Quels enseignements économiques pouvons-nous en tirer ?

À la première question, une des réponses possibles est, me direz-vous, le niveau de risque anticipé. Il est indéniable que l'économie française présente des fragilités connues de tous et qui impactent d'une manière ou d'une autre le coût du capital. En toile de fond de cette donnée, se dissimule donc bien l'appréciation du risque encouru par notre pays dans sa globalité.

À la seconde question, plusieurs éléments de réponse peuvent être apportés. On sait que le coût du capital influe sur la capacité des entreprises à investir, à innover et pèse de manière défavorable sur les perspectives de croissance à moyen terme, en réduisant le champ des opportunités d'investissement des entreprises.

Je voudrais ici me référer à une étude publiée en 2019 par les économistes de la Banque de France. Cette étude confirme deux éléments macro-économiques importants.

Le premier élément concerne le lien étroit qui existe entre le coût moyen du capital et le taux d'investissement. Plus le coût moyen du capital est élevé, plus le taux d'investissement se trouve pénalisé. On sait que dans ce coût moyen, le coût des fonds propres est la composante majeure.

Le second élément concerne les entreprises et les secteurs d'activité qui se financent très majoritairement par des fonds propres. Parmi les entreprises, ce sont les PME qui ont cette politique de financement, d'autant que ces entités ont, par ailleurs, un coût du capital nécessairement plus élevé, comme le montrent les auteurs de l'Observatoire. Parmi les secteurs d'activité, les plus pénalisés sont ceux à forte intensité technologique qui dépendent le plus souvent de sources de financement externes. Voilà pour les enseignements.

Il me reste, et c'est le plus agréable, à remercier chaleureusement l'équipe de la CCEF pour l'important travail qu'ils ont, cette année encore, accompli.

Maud Bodin-Veraldi
Coordinatrice des travaux,
Membre du collège des experts en évaluation d'entreprises certifiée CCEF,
Expert-comptable et Commissaire aux comptes

Zoé Constantin
Directrice d'investissement

Olivier Grivillers
Membre du collège des experts
en évaluation d'entreprises
certifié CCEF,
Expert-comptable et Commissaire
aux comptes

Teddy Guerineau
Membre du collège des experts
en évaluation d'entreprises
certifié CCEF,
Expert Financier

Étienne Langer
Consultant sénior en Évaluation

Joëlle Lasry-Sitbon
Membre du bureau de la CCEF
Membre du collège des experts
en évaluation d'entreprises
certifié CCEF,
Expert-comptable et Commissaire
aux comptes

Introduction

Par Maud Bodin-Veraldi
Coordinatrice des travaux

L'année 2019 n'a décidemment pas été de tout repos pour les évaluateurs :

- Un CAC 40 qui clôture à 5 978 points, soit une performance annuelle de plus de 26 %, la meilleure depuis 20 ans, avec un plus haut à 6 065 le 27 décembre 2019 ;
- Des résultats en progression certes de près de 10 %, mais en retrait par rapport aux attentes du marché ;
- Un taux sans risque négatif pour la première fois en juin 2019, et de manière continue jusqu'en novembre 2019 ;
- Des comparables boursiers affectés par la première application de la nouvelle norme internationale IFRS 16 relative aux contrats de location, ayant pour effet immédiat de majorer les EBITDA et la Dette nette publiés.

Impossible dans ce contexte de se contenter de dupliquer la méthodologie développée lors des années précédentes.

Poursuivant ses réflexions et ses recherches, le groupe de travail s'est concentré dans un premier temps sur la détermination du coût des fonds propres, afin d'anticiper les évolutions attendues du marché. C'est ainsi que notre taux de rendement du marché est désormais déterminé sur la base des cash-flows prévisionnels, après réinvestissement, attendus pour chaque entité composant le CAC 40 (à l'exception des sociétés financières, restant homogène avec les années précédentes).

Notre approche a en outre été profondément affectée par la norme IFRS 16.

Certes, nous avions décidé l'an dernier de commencer à publier les multiples d'EBIT, en plus des multiples d'EBITDA, pressentant que ce dernier agrégat allait être fortement impacté par cette nouvelle norme. Pour preuve, le rapport EBIT/EBITDA de notre échantillon 2018 était de 90,7 % ; il est désormais de 81,5 %. Mais c'était sans compter l'impact sur la dette nette des entités constituant nos échantillons : le ratio médian Dette nette/Capitaux propres comptables s'est dégradé de plus de 10 % sur la même période.

Consécutivement, les multiples publiés ne peuvent plus être utilisés tels quels pour les entités non soumises au référentiel IFRS, ce qui est le cas de la plupart des sociétés non cotées. L'évaluateur devra nécessairement identifier, dans son échantillon, les impacts d'IFRS 16 pour les neutraliser et déterminer un multiple brut, pour ensuite lui appliquer la décote de taille. Comme en l'état actuel des bases de données nous ne pouvons fournir des échantillons neutralisés d'IFRS16, nous avons renforcé notre présentation de la méthodologie de détermination de la décote de taille applicable aux multiples.

Bien évidemment, nous suivrons de très près l'évolution des données financières publiées, pour être de nouveau en mesure de vous fournir ces multiples si utiles.

>>>

Les évaluateurs ont recours, dans la pratique, à deux grandes approches d'évaluation :

- la première approche considère que la « valeur économique » d'un bien est la somme actualisée des flux de trésorerie futurs dégagés par ce bien,
- la seconde approche considère que la « valeur de marché » d'un bien est le produit du résultat obtenu de ce bien par un multiple de prix observé sur les marchés.

Chacune de ces approches comporte des difficultés spécifiques.

Dans la première approche, l'une des difficultés majeures est de déterminer le taux d'actualisation que l'on appliquera aux cash-flows futurs, notamment lorsqu'il s'agit d'entreprises de taille moyenne ou petite non cotées.

Dans la seconde approche, l'une des difficultés est de déterminer le multiple qu'il conviendra d'appliquer au résultat avec la même incertitude concernant les petites ou moyennes entreprises non cotées.

Ce document a pour objectif de proposer une démarche permettant d'approcher au mieux d'une part le taux d'actualisation et, d'autre part la décote à appliquer au multiple de valorisation pour des entreprises n'ayant pas accès aux marchés financiers.

Abonnement à la revue
Convergence

CCEF
Compagnie des Conseils et Experts Financiers

Abonnement 60€ HT Tarif adhérent

6 avenue Mac Mahon - 75017 PARIS

ccefsl@wanadoo.fr

Tél. 01 44 94 27 70 - Fax 01 44 94 14 89

www.ccef.net

Tarif adhérent :
abonnement à 72 € TTC pour 4 numéros / numéro à l'unité 24 € TTC

Tarif non-adhérent :
abonnement à 108 € TTC / numéro à l'unité 43,20 € TTC