

Dis moi comment tu valorises ma société, je te dirai quel professionnel tu es !

Edouard Camblain – Membre de la SFEV, Société Française des Evaluateurs, et analyste financier

Introduction

Charlatan ou professionnel ? La réponse se trouve sans aucun doute dans le degré de précision des méthodes employées pour faire une valorisation de société.

Dans cette brève étude, sont regroupées certaines des erreurs les plus fréquentes ainsi que certaines critiques sur les méthodes de valorisation les plus simples (multiples et DCF notamment).

On ne saurait malheureusement donner de méthode de valorisation miracle: chaque méthode présente ses avantages et ses inconvénients...

LA valeur d'une société ?

Mais tout d'abord qu'est ce que LA valeur d'une société ? Il n'en existe pas une: la seule valeur sera le prix qu'un acquéreur est prêt à payer pour une société ou un titre donnant accès à son capital. D'ores et déjà, la nature même de l'acquéreur peut faire fluctuer le prix: un industriel pouvant espérer tirer des synergies sera prêt à payer plus cher (multiple d'EBITDA du marché x le montant des économies espérées) une société qu'un fonds d'investissement qui réalise une bonne partie de sa plus value à l'entrée ! Par ailleurs, au sein des industriels, le degré de synergies peut fluctuer (intégration verticale ou horizontale, parts de marché, ...).

Le type de transaction est également important: si le cours d'une société augmente de 30% en une séance de Bourse, la valeur de la société a-t-elle augmenté de 30% ? Oui en réel mais impossible de le justifier car le marché à semble –t-il été déraisonnable. Une transaction sur 100% du capital est donc sans doute plus révélatrice que le cours de Bourse (valeur du minoritaire) de certaines sociétés.

Enfin, les valorisations (objectives) du vendeur et de l'acheteur peuvent différer non pas nécessairement par intérêt mais par des éléments que la contrepartie peut ignorer (R&D en cours, potentiels de croissance, ...)

Imaginons tout de même que tous les investisseurs aient le même profil (risque, endettement, rentabilité, synergies escomptées, ...) et arrêtons-nous sur les méthodes de valorisation.

Les Multiples boursiers : quelques biais !

La plus « évidente » des méthodes est la valorisation par les multiples à condition toutefois qu'elle soit bien utilisée !

Les multiples ... démultiplient les phénomènes de sur et sous-évaluation !

N'oublions pas que c'est sans aucun doute cette méthode qui a gonflé la bulle Internet: faute de pouvoir justifier les valorisations par la méthode du DCF, les investisseurs ont appliqué les multiples d'AOL à Amazon et réciproquement. A la hausse ou à la baisse, les mouvements sont donc amplifiés sans être pour autant justifiés... Cette méthode est donc à éviter dans un moment d'euphorie ou de déprime du marché... surtout si elle est la seule utilisée... Elle sera en revanche utile pour vérifier la cohérence des valorisations obtenues par d'autres méthodes.

L'échantillon

Il convient de choisir proprement son échantillon. Le choix de cet échantillon détermine clairement la valorisation à laquelle on arrive. Pour cela, choisir les critères pour les sociétés qui serviront de référence: l'activité ? la taille ? la rentabilité ? le marché ? Il paraît primordial de choisir une société exerçant le même type d'activité (à plus de 70%). L'effet de taille peut être important, c'est pourquoi il convient de choisir des sociétés de même taille. Enfin, il est évident que les marchés ne présentent pas toujours les mêmes potentiels de développements (cf les USA avec Internet en 2000 vs l'Espagne !). Il paraît nécessaire de raisonner à partir de marchés similaires, particulièrement dans les domaines technologiques.

Outre le choix de l'échantillon, la cohérence des multiples est vitale et on ne saurait prendre un échantillon avec une moyenne trop différente de la médiane. Les multiples doivent être proches faute de quoi un seul d'entre eux risque de distordre le résultat. Dans le cas de fortes distorsions, et si la taille de l'échantillon le permet, on peut retirer des sociétés comparables celles ayant le plus faible et le plus fort multiple. Par ailleurs, il est bon de se souvenir qu'on ne peut parler d'échantillon lorsque le nombre de sociétés comparées est inférieur ou égal à deux... la bulle Internet a d'ailleurs été largement alimentée par des valorisations basées sur des comparaisons avec seulement un nombre insuffisant de sociétés ...

Le numérateur

Il est toujours bon de rappeler que la capitalisation boursière est utilisée pour des multiples de résultats tandis que la valeur d'entreprise s'utilise pour des multiples d'agrégat pris avant frais financiers : CA, EBIT ou d'EBITDA.

La valeur d'entreprise s'entend bien évidemment comme la valeur des fonds propres (capitalisation) + la dette + les intérêts minoritaires – les sociétés mises en équivalences. On reconstitue ainsi la valeur de la société à 100% (inclus minoritaires) mais hors participation dans d'autres sociétés. La valorisation des minoritaires et des SME doit se faire au mieux faute de quoi les multiples considérés seront faux. On peut valoriser les minoritaires sur la base d'un multiple de leur résultat, à condition de prendre le multiple de notre valorisation et non celui du marché. Concernant les SME, il est déconseillé de les valoriser sur la base de la valeur des fonds propres (qui sous-estime la valeur de la société) mais il convient de faire une valorisation à part (par multiples par exemple).

Le dénominateur : loin d'être un dénominateur « commun » !

Si le numérateur est évident, le dénominateur est moins évident et est souvent source de querelles. Ainsi, le multiple de CA n'inclut pas la dimension rentabilité. De même, le multiple de résultat net (P/E) est influencé par le taux d'imposition (différent selon les pays), les règles d'amortissement ou encore intègre des disparités entre les activités. Ainsi une division contribuant négativement au résultat net sera valorisée par un multiple de ses pertes.... ce qui ne fait pas de sens car au pire elle devrait valoir 0 ! Il peut être plus intéressant de faire un multiple de résultat hors pertes de démarrages ou autres activités en perte, puis de valoriser séparément les activités déficitaires.

Les multiples d'EBITDA ont le mérite d'introduire une notion de rentabilité sans avoir de biais d'imposition (à condition de retrancher des pertes d'EBITDA: exemple investissement Internet).

En revanche si l'on inclut pas les amortissements, une société hautement capitalistique (ie avec des investissements et des amortissements élevés) sera valorisée comme le serait une société non capitalistique alors que son retour sur capitaux employé sera plus faible... L'EBITDA permet de gommer les différences comptables en matière d'amortissement ou encore les différences en matière d'imposition. A propos de cet indicateur, pour l'utiliser convenablement, on fera particulièrement attention aux charges passées en immobilisations (frais de recherche et développement, autres) que l'on pourra réintégrer dans les charges (même si ces pratiques de capitalisation sont correctes comptablement dans certains secteurs).

On remarque que le multiple d'EBITDA se rapproche d'un multiple de Free Cash Flow dès lors que les investissements correspondent aux amortissements (ce qui devrait être le cas sur le long terme) et que la variation de BFR est proche de 0.

L'approche par multiple d'EBITDA peut être particulièrement pertinente dans le cas d'acquisition à partir d'une structure endettée car c'est bien le cash (peu ou prou l'EBITDA) qui remboursera la dette et non le résultat net (pollué des amortissements dont ceux des survaleurs).

Cette méthode « PER » son sens avec une structure financière marquée

Le P/E qui inclut les frais financiers pose un problème lié à la structure financière de l'entreprise si bien qu'il est à relativiser dans le cas d'une entreprise fortement endettée ou en position de trésorerie fortement positive. En effet, le P/E peut gonfler ou diminuer artificiellement la valeur de la société:

Par exemple, appliquer un PER de 15 au résultat d'une société qui a une trésorerie nette de 100 placée à 4% après impôt, revient à valoriser non seulement à 15 fois le résultat d'exploitation après impôt mais aussi les produits financiers après impôt soit 60 (15 x 4) pour une trésorerie de 100. D'où une sous-évaluation de la trésorerie et donc de l'action. · A l'inverse, appliquer un PER de 35 au résultat d'une société qui a un endettement net de 100 avec un coût de 5 % après impôt, revient à valoriser l'actif économique à 35 fois le résultat économique après impôt et l'endettement à 35 fois les frais financiers après impôt, soit 176. D'où une sur-évaluation de l'endettement et donc une sous évaluation de l'action. En résumé, lorsque une société a une dette nette non négligeable et lorsque l'inverse du PER est supérieur au coût après impôt de la dette nette (ou à la rentabilité après impôt de la trésorerie nette), la dette nette ou la trésorerie nette est sous-évaluée ; lorsque l'inverse du PER est inférieur au coût après impôt de la dette nette (où à la rentabilité après impôt de la trésorerie nette), la dette nette ou la trésorerie nette est sur-évaluée.

Pour éviter ce biais quasi systématique dû à la structure financière, il convient de raisonner en ayant recours au PER économique, ou PER à dette nulle, qui correspond au multiple du résultat économique après impôt. (résultat d'exploitation après impôt). Cette approche plus juste n'est pas sans poser des problèmes car il faut raisonner en résultat d'exploitation part du groupe qu'il est souvent difficile de connaître.

CA	100.0			
EBIT	25.0			
Res fi	4.0			
RCAI	21.0			
Tax	-6.9			
Taux	33%			
Résultat Net	14.1			
Cash (Dette)	(100.0)	(100.0)	100.0	100.0
Taux intérêt	7.5%	7.5%	6.0%	6.0%
Taux intérêt post impôt	5.0%	5.0%	4.0%	4.0%
Prod (frais fi) post impôt	5.0	5.0	4.0	4.0
P/E	15.0	35.0	15.0	35.0
Valo cash (dette)	75.4	175.9	60.3	140.7
Ecart théorique	-24.6%	75.9%	-39.7%	40.7%

Les multiples évitent de multiplier les tracas...

Dans le cas d'une valorisation par somme des parties, à part la valorisation de chacune des activités, il est parfois nécessaire, de valoriser des minoritaires, afin de trouver la valeur des fonds propres. Dans ce cas, nous utiliserons la valorisation par le même multiple de résultat que celui de la société. Ainsi, nous déduirons de la valorisation la part revenant aux minoritaires sur la base du même mode et même multiple de valorisation (cela revient à diminuer le résultat de la part des minoritaires puis d'appliquer la méthode du P/E). Si on cherche la valeur théorique de la société (objectif de cours par opposition au cours de bourse) et que le P/E (de la société) constaté sur le marché est faible (ie inférieur au P/E donné par la valorisation théorique), il ne faut pas prendre le P/E de marché de la société appliqué pour valoriser les minoritaires. En effet, dans ce cas, la valeur théorique des fonds propres serait plus élevée qu'elle ne devrait l'être. De même, notons que si une entreprise dispose d'options d'achat sur ses minoritaires à un P/E plus faible que celui de la société, alors les marchés sur valorisent implicitement les minoritaires et sous-valorisent donc la société

Dans le cas où l'on valoriserait les différentes activités d'une société à partir de leurs EBIT hors frais de siège, on retranchera de la valorisation les frais de siège auxquels on appliquera un multiple de valorisation égal au multiple moyen d'EBIT des activités (multiple de notre valorisation et non de marché). Cela revient ainsi à réduire l'EBIT de manière équitable.

... Mais pas tous !

Le calcul de l'effet d'une acquisition sur les bénéfices peut largement différer de l'impact sur la valorisation. Certains sont tentés de raisonner (à juste titre) sur l'inverse des taux d'intérêts pour tenter de mesurer l'impact d'une acquisition sur les bénéfices. Ainsi, avec des taux d'intérêt à 5%, on peut considérer qu'une acquisition à 1/5% ie 20x l'EBIT est relative sur les bénéfices de l'acquéreur (avec un financement à 100% par dette). Ce raisonnement ultra simpliste, s'il est juste mathématiquement, fait abstraction de l'impact sur le cours du titre. En effet, dans le cas d'une société qui serait valorisée à 12x l'EBIT et, selon les tailles respectives des acquéreurs et cibles, cette acquisition a bien évidemment plus ou moins d'impact sur le cours de bourse !

	Acquéreur	Cible	Combiné Acqu 20x	Combiné Acqu 15x
CA	100	80	180	180
EBIT	15	12	27	27
Frais financiers	0	0	12	9
RN	10	8	10	12
			0%	20%
Dette	0	0	240	180
Capitalisation (15x EBIT)	225	180	165	225
			-27%	0.0%
Taux dette			5%	5%
Multiple EBIT			20	15
Prix acquisition			240	180

Les autres multiples : mathématiquement corrects, financièrement inexacts !!

Mais outre ces ratios traditionnels, on a vu récemment apparaître puis disparaître des multiples de nombre d'abonnés (TV à péage), de pages vus/visiteurs (Internet), ... Ils ne font aucun sens et ne peuvent servir que de repères. Ainsi les abonnés peuvent différer (interactivité = plus de dépenses ?), visiteur de portail moins rémunérateur qu'un visiteur de site Internet payant, ... Ils ne doivent servir que de repères une fois la valorisation effectuée pour s'assurer de la cohérence du résultat. Ainsi on évitera de doubler la valorisation de la société-ou pire de la diviser par deux-parce que le nombre d'abonnés vient de changer !

Il est aussi possible de valoriser une start-up en utilisant un multiple des pertes de démarrage ou encore un multiple des investissements (apport en capital). Dans le cas d'un multiple de pertes de démarrage, le multiple est généralement supérieur à 1, en revanche pour une valorisation par multiple des capitaux apportés, on a vu des fusions / acquisitions de start-ups sur la base des capitaux investis (multiple = 1). Cette dernière approche est particulière aux start-ups. En prenant comme hypothèse implicite un ROI (Return On Investment) équivalent, elle permet aux jeunes sociétés sans visibilité ni repères de se baser sur des éléments précis en apparence pour déterminer des parités de fusion. Cette méthode reste néanmoins très fortement hasardeuse et, si elle est rigoureuse mathématiquement (1 franc investi chez A = 1 franc investi chez B), elle ne paraît pas rigoureuse d'un point de vue financier.

Multiples et sociétés déficitaires peuvent être amis !

Dans cette approche, n'est pas valorisée la croissance de la société, d'où le choix de certains de valoriser par la méthode de la PEG (Price Earnings Growth). Cette méthode n'est appropriée que pour tester d'une éventuelle cohérence (comme les P/E relatif) mais de manière générale comparer un P/E (résultat sur bénéfices) à un taux de croissance nous paraît peu cohérent... On ne doit comparer que des masses financières et on peut difficilement justifier la pertinence d'une comparaison entre des taux de croissance et un rapport cours/bénéfice...

A cette approche, on préférera celle d'un multiple de P/E n+3 actualisé. Il permet ainsi de prendre le potentiel de croissance de la société jusque n+3 et d'en ramener la valeur obtenue à aujourd'hui en actualisant à un taux que l'on choisira avec soin et qui correspondra à la rentabilité des capitaux attendus en fonction du risque (ne pas hésiter à prendre un taux de 30% pour des sociétés Internet dans le cas de capitaux risqueurs par exemple). Comme P/E, on peut prendre le P/E du marché constaté aujourd'hui en l'appliquant aux bénéfices de la société en n+3. Les hypothèses implicites sont alors: 1/un P/E de marché inchangé en n+3; 2/ un P/E de la société égal à celui du marché.

Les multiples de transactions... pas si évidents !

Aux commentaires ci-dessous sur les éventuels biais des multiples boursiers, on rajoutera quelques remarques liées à la difficulté d'évaluation de la transaction considérée.

Un mode de paiement qui compte !

En termes de multiples de transaction, on s'intéressera également au mode de paiement: prêt vendeur, cash vs titres (appréciation ou dépréciation du titre avant la transaction effective ?), CVG (Certificat de Valeur Garantie) que l'on intégrera en totalité dans le montant de transaction. Les produits hybrides sont également à inclure dans le prix: ainsi une ORANE (Obligation Remboursable en Actions Nouvelles ou Existantes) doit être intégrée dans le prix même si certaines sociétés tendent à l'exclure à tort dans le calcul de dilution. Cette obligation devra en effet être payée par des actions rachetées sur le marché (cash out) ou émises (augmentation du nombre d'actions = baisse du BPA) !

Il est intéressant de privilégier des comparables de transaction avec un paiement en cash et non en titre puisque dans ce cas l'acquéreur peut être amené à payer à ses yeux avec une "monnaie" surévaluée. Dans le cas d'un paiement sans sortie de cash, il convient de se rappeler que les valorisations implicites sont principalement celles que les parties veulent afficher (« A est racheté par échange de titres pour un montant de 1Md€, tandis que l'ensemble sera valorisé 6.5Md€ = valorisation de B à 5.5Md€). Son prix n'aurait évidemment pas été le même dans le cas d'un paiement en numéraire qui pourtant est le seul à avoir la même valeur pour tous les vendeurs et tous les acquéreurs.

Si une valorisation / transaction ne repose que sur des accords en nature (prise de participation de 10% dans la capital de Société A payée sous la forme de la gestion des clients et de la formation du personnel pour un montant évalué à 10m€), on ne peut en déduire aucune valorisation crédible car l'acquéreur paye ici dans une monnaie de singe.

Le prix n'est pas toujours affiché !

On le sait rarement mais il est judicieux de savoir si un mécanisme d'option d'achat à prix défini (call) ou d'option de vente à prix défini (put) est rattaché à la transaction. Ces options ont un prix et peuvent donc venir en supplément ou en déduction du prix... Parfois ces options ont un prix très nettement décorrélé avec le reste de la transaction (acquisition de 80% du capital pour 80m€ et option sur les 20% restant pour 5 m€). Un tel montage permet notamment de ne pas communiquer sur le prix exact de la transaction ...

Par ailleurs, le montant de la transaction peut résulter d'une ancienne option de ce type déjà consentie à une époque où l'environnement (marché, santé de l'entreprise, multiples, ...) était différent (quid d'une option accordée en 2000 ?). La transaction est dans ce cas décorrélée de la valeur présente de l'entreprise: l'acquéreur ou le vendeur a réalisé une bonne affaire mais cette transaction ne saurait constituer un comparable.

Le type de transaction est important: acquisition d'une participation majoritaire ou minoritaire ? Dans le premier cas, on y inclut une prime de contrôle (20% ?), qui ne doit pas être intégré dans le cas d'une cession d'une participation minoritaire !

Outre les différentes garanties et autres accords (garantie de passif, "golden parachute") que peuvent comporter une acquisition, il est important de bien comprendre la transaction et son prix réel. De nombreuses transactions incluent un complément de prix à verser en différé en fonction des résultats de la cible (earn-out). Afin d'être conservateur, ces earn-out doivent être inclus dans le prix d'acquisition (ie traitée comme dette dans la valeur d'entreprise) si l'on cherche à rapporter ce prix aux CA ou EBITDA de la société.

Enfin, ne pas oublier que la transaction peut comprendre des accords commerciaux (nouvel accord ou poids important de la cible/acquéreur parmi les clients/fournisseurs de l'autre partie) qui affectent le prix (et donc devraient en théorie en être retranchés/ajoutés).

Comparables historiques : miroir déformant !

Il ne faut pas oublier néanmoins de replacer les multiples de transaction dans leurs contextes en matière de conjoncture, de taux d'intérêts,... Ainsi, les multiples boursiers (sur lesquels sont souvent justifiés les multiples de transaction) de 2000 n'étant pas les mêmes qu'en 2002, il est difficile d'appliquer un multiple de transaction 2000 à une transaction actuelle....

Pour que DCF ne prenne pas le sens de “Dis moi Combien il te Faut”

A l'inverse des multiples, les DCF dépendent largement du business plan présenté. Mais, contrairement à certaines idées reçues, ce n'est pas le sérieux du business plan qui détermine le sérieux de la valorisation mais bien plus les composants de l'actualisation (taux sans risque, prime de risque, bêta; ...). Nous noterons tout de même qu'une DCF basée sur un business plan de plus de 10 ans est fantaisiste et qu'au delà de 4 ans elle est déjà hasardeuse.

Comme leurs nom l'indiquent: le taux est sans risque, à l'inverse de la prime...

Si le taux sans risque ne pose généralement pas trop de problème (taux des obligations d'Etat à 10 ans, une obligation garantie par l'Etat français offrant généralement un risque quasi-nul), il n'en va pas de même pour la prime de risque du marché. On vérifiera la source et la cohérence de cette prime de risque. Ainsi un établissement bancaire recourant à une prime de risque calculée par un de ses concurrents-comme cela a pu se voir- doit attirer la méfiance ! De même il est intéressant de savoir si la prime de risque est une prime de risque des 6 derniers mois, des 12 derniers mois, ... Si la méthode diffère des autres valorisations pratiquées par l'établissement financier qui réalise la valorisation, on peut s'interroger !

La question du bêta est loin d'être ... lambda !

Il n'est pas rare de voir le bêta de la société X (gearing de 30%) appliqué à une autre société (gearing de 80%) pour calculer son risque. Evidemment, cela ne choque pas car cela n'est pas dit explicitement ! Mais dès lors que le bêta est calculé sur la base d'un échantillon (vérifier la pertinence de cet échantillon), on risque d'avoir un résultat aberrant ! Il faut avoir recours systématiquement à un bêta dit “déléveragé” (calculé hors impact de l'endettement) pour l'échantillon que l'on appliquera à la société valorisée (bêta reléveragé).

Si le comble du chic est bien de choisir son bêta consciencieusement à partir des données de marché, il peut être plus intelligent de ne pas se tourner vers les données de marché et de ne pas prendre comme beta un beta donné par le marché dans une valorisation qui aurait précisément pour but de déterminer une valeur théorique d'un titre....

Une idée fixe qui ne devrait pas l'être : le coût du capital !

Par abus, dans les DCF, est employé un coût du capital fixe. Il n'en n'est rien. Le coût du capital fluctue au fil des années. On actualise en effet au taux constaté aujourd'hui, année n sauf que le coût du capital à partir de l'année n+3 aura peut-être été divisé par deux si la société s'est endettée à faible taux (coût de la dette généralement inférieur au coût du capital). On aura alors actualisé à un taux bien supérieur et ainsi diminué la valorisation attachée aux années n+3 et suivantes. Certaines DCF actualisent à un taux spécifique pour chaque année en faisant varier le gearing. Ceci dit il est peu probable que le coût des capitaux choisi soit exact, étant donné que la prime de risque, le taux sans risque et les taux d'intérêt fluctuent. Et que dire de la valeur terminale... actualisée à l'infini au même taux . Erreur potentielle d'autant plus grave que la valeur terminale représente en général de l'ordre de 50% de la valorisation dans la méthode DCF...

Dans tous les cas de figure, nous préférons calculer le coût du capital sur la base d'un gearing constaté ou prévisionnel mais en aucun cas sur la base d'un gearing objectif.

Projets spécifiques : Le coup du capital !

Soulignons un paradoxe dans la valorisation des projets spécifiques d'une société. Ainsi, si la valorisation d'un projet spécifique avec un taux d'actualisation plus élevé tend à minorer le projet

qui prendra d'autant plus de valeur avec son succès (baisse du risque). Dans le cas inverse, l'effet « accélérateur » est encore plus criant et gênant: ainsi en cas d'échec du projet (pertes), le taux d'actualisation va augmenter diminuant la valeur négative du projet !

Analyse de sensibilité au coût du capital

Beaucoup d'analyses de sensibilité au coût du capital comprennent une variation de ce coût en fonction du montant de la dette mais oublient de déduire de la valeur d'entreprise le montant de la dette incluse dans le modèle pour trouver la valeur des fonds propres. En effet, s'il est évident que la valeur de la société va croître avec la baisse du coût du capital (par endettement), il est à noter que la valeur des fonds propres sera également impactée si les fonds levés ne sont pas ou mal utilisés.

Autant d'années pour rien ?

Indéniablement oui. Seul compte le cash flow de la dernière année car c'est à partir de lui que l'on calcule généralement la valeur terminale (actualisation du dernier cash flow à l'infini avec un taux de croissance estimé). Et c'est là la faille principale d'une DCF. La valeur terminale, hautement dépendante du taux de croissance (2%, 2.5%, 2.75%,... ???) à l'infini représente 50% d'une DCF classique à 10 ans.

g =	3%										
k =	10.0%										
Année	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Flux	100	102.5	105.1	107.7	110.4	113.1	116	118.9	121.8	124.9	
Flux actualisé	90.9	84.7	78.9	73.6	68.5	63.9	59.5	55.5	51.7	48.1	
									Valo	1334	100%
									Total flux	675.3	51%
									Valeur terminale	658.4	49%

Sur la base de ces mêmes hypothèses, il faudrait actualiser sur 30 ans pour avoir une DCF avec une valeur terminale inférieure à 15%, ce qui est loin d'être une DCF crédible !

Autre manière de voir : s'intéresser au poids des années 1 à 10, 10-20, 20-30 et 30-40.

	1-10	11-20	21-30	31-40	41-50	51-60	61-70
Cumul	50.6%	75.6%	87.8%	92.9%	94.8%	95.5%	95.8%
VT	49.4%	24.4%	12.2%	7.1%	5.2%	4.5%	4.2%

On constate ainsi que les années 20 à 30 par exemple représentent 12.2% de la valorisation par DCF (coût du capital de 10% taux de croissance de 2.5%) alors qu'il est bien impossible de prévoir ces flux dans un environnement concurrentiel et technologique qui aura changé ! Et 12% peut être largement l'écart entre le prix de l'acheteur et du vendeur ou encore le potentiel de baisse ou de hausse du titre... Les années 20 à l'infini représentant 24.4% de la valorisation par DCF

Un business plan sur les dix premières années, bien qu'âprement négocié... ne vaut que pour 50% de la DCF... La valeur terminale, reposant sur la dernière année comptera également pour 50%... Pour cette raison, on doit s'intéresser à la dernière année constatée: BFR en ligne avec les années actuelles, rythme d'investissement préservé ou soudainement diminué, ... Une des solutions peut-être de prendre l'année en cours et de tenter de déterminer un FCF normalisé (milieu de cycle pour les cycliques) que l'on actualisera à l'infini. Pour cela on prend une marge d'exploitation normalisée, un taux d'impôt normalisé, ... On définira ensuite le taux d'actualisation et de croissance comme pour des DCF habituelles

La valeur terminale: "to be or not to be" ?

Toutes les valorisations par DCF incluent une valeur terminale ... du moins sur le papier.

Dans les faits, toutes les sociétés n'en n'ont pas une ! En effet si une société industrielle possède de manière quasi certaine une valeur terminale (stabilité des actifs, contrats renouvelés, ...) il n'en n'est pas forcément de même pour des sociétés dont le modèle repose sur des contrats très spécifiques et renégociables ou alors à durée fixe. Par exemple, dans l'industrie des médias, les films (hors catalogues, les licences, les jeux vidéos) n'ont pas de valeur perpétuelle. Il convient donc de s'interroger sur l'existence même d'une valeur terminale avant de valoriser la société par DCF.

Une solution (exemple contrats) peut-être de calculer une valeur terminale sur la base d'un flux de milieu de contrat (si montée en puissance du CA ou des charges) actualisé avec une croissance perpétuelle et de pondérer la valeur terminale d'une probabilité de renouvellement du contrat (exemple $x0.25$ si quatre acteurs se partagent le marché ou si la société obtient un contrat sur quatre habituellement).

En cas d'absence de valeur terminale, nous valoriserons la société comme une simple actualisation des flux à venir.

Investissez dans les estimations !

On accordera une attention particulière à avoir des amortissements qui correspondent aux investissements pour l'année de référence (ou dernier FCF). En effet, de trop nombreux DCF reposent sur une année précise qui ne prend pas en compte des investissements équivalents aux amortissements. Or sur le long terme, les investissements doivent correspondre aux amortissements (j'amortis autant que j'ai investi). Une sous-évaluation des amortissements ou une sur-évaluation des investissements sur la dernière année auraient pour conséquence une sous-valorisation de la société. A l'inverse des amortissements trop élevés mèneraient à une survalorisation. Ainsi, un écart de 33% la dernière année se reflètera pour 8% dans la valeur terminale et 4% sur la valorisation totale sur une DCF de 10 ans.

Taux de croissance

Dans le choix du taux de croissance, il peut être judicieux de le comparer à la croissance du PIB.

Ainsi, on comprend qu'un taux de croissance très éloigné du PIB (1% ou 4%) paraît hasardeux : il devrait être relativement proche du taux de croissance moyen long terme de l'économie. Par ailleurs, le taux de croissance étant rarement justifié et généralement assez difficile à appréhender (sauf grossier taux de croissance de 10% qui impliquerait une société qui doublerait de taille tous les 7 ans à l'infini et finirait par dépasser le PIB !), il est important de pouvoir lire une analyse de sensibilité présentant l'impact d'un taux de croissance sur la valorisation.

Dans certains cas de figure (Internet notamment) il peut être opportun de "deviner" un taux de croissance à l'infini en estimant sur les cinquante prochaines années (année par année) les taux de croissance et en calculant une croissance annuelle moyenne (CAGR).

Nous rapprocherons ensuite ce taux des multiples implicites (cf ci-dessous).

		CALCUL DU PER "NORMAL"								
		Croissance								
		2%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
CMPC = k	15%	7.7	8.0	8.3	8.7	9.1	9.5	10.0	10.5	11.1
	14.5%	8.0	8.3	8.7	9.1	9.5	10.0	10.5	11.1	11.8
	14.0%	8.3	8.7	9.1	9.5	10.0	10.5	11.1	11.8	12.5
	13.5%	8.7	9.1	9.5	10.0	10.5	11.1	11.8	12.5	13.3
	13.0%	9.1	9.5	10.0	10.5	11.1	11.8	12.5	13.3	14.3
	12.5%	9.5	10.0	10.5	11.1	11.8	12.5	13.3	14.3	15.4
	12.0%	10.0	10.5	11.1	11.8	12.5	13.3	14.3	15.4	16.7
	11.5%	10.5	11.1	11.8	12.5	13.3	14.3	15.4	16.7	18.2
	11.0%	11.1	11.8	12.5	13.3	14.3	15.4	16.7	18.2	20.0
	10.5%	11.8	12.5	13.3	14.3	15.4	16.7	18.2	20.0	22.2
	10.0%	12.5	13.3	14.3	15.4	16.7	18.2	20.0	22.2	25.0
	9.5%	13.3	14.3	15.4	16.7	18.2	20.0	22.2	25.0	28.6
	9.0%	14.3	15.4	16.7	18.2	20.0	22.2	25.0	28.6	33.3
	8.5%	15.4	16.7	18.2	20.0	22.2	25.0	28.6	33.3	40.0

Taux de croissance ou multiple : même combat !

Notons que dans le cadre de la valeur terminale, on peut préférer prendre un multiple de résultat ou d'EBITDA de la dernière année. Ce raisonnement permet de se caler sur le multiple d'EBITDA actuel en prenant pour hypothèse que les multiples restent stables. Il n'en demeure pas moins que cet exercice revient à déterminer un taux de croissance implicite à long terme.

L'exercice inverse est aussi assez intéressant: à partir du coût du capital et de la croissance long terme, on peut en déduire le multiple d'EBITDA ...

Pour un taux de conversion des FCF en EBITDA proche de 1 à l'infini on a la relation suivante :

$$VE = EBITDA \times m = \frac{FCF}{k - g}$$

alors

$$\frac{1}{k - g} \times EBITDA \times (1 - Tax) = EBITDA \times m$$

donc

$$\frac{1 - Tax}{k - g} = m$$

avec VE = Valeur d'entreprise = Capitalisation boursière + dettes + valorisation des minoritaires - valorisation des SME.

Tax : taux d'impôt

k : coût du capital

g : taux de croissance

m : multiple d'EBITDA

De la même manière, nous noterons que l'inverse du PE correspond à k-g, ce qui implique que l'on peut déduire d'un P/E de marché constaté la croissance implicite long terme donnée par le marché à la société.

Pour un taux de conversion des FCF en résultat proche de 1 à l'infini (norme) et une dette égale à 0, on a la relation suivante :

$$VE = PER \times RN = \frac{FCF_t}{k - g}$$

alors

$$\frac{1}{k - g} \times FCF_t = PER \times RN$$

donc

$$\frac{1}{PER} = k - g$$

avec *VE* = Valeur d'entreprise
RN : Résultat Net
FCF_t : Free Cash Flow de la dernière année
k : coût du capital
g : taux de croissance

CALCUL DE LA CROISSANCE IMPLICITE LONG TERME

	PER (1/PER = k-g)									
	10	15	20	25	30	35	40	45	50	
15%	5.0%	8.3%	10.0%	11.0%	11.7%	12.1%	12.5%	12.8%	13.0%	
14.5%	4.5%	7.8%	9.5%	10.5%	11.2%	11.6%	12.0%	12.3%	12.5%	
14.0%	4.0%	7.3%	9.0%	10.0%	10.7%	11.1%	11.5%	11.8%	12.0%	
13.5%	3.5%	6.8%	8.5%	9.5%	10.2%	10.6%	11.0%	11.3%	11.5%	
13.0%	3.0%	6.3%	8.0%	9.0%	9.7%	10.1%	10.5%	10.8%	11.0%	
12.5%	2.5%	5.8%	7.5%	8.5%	9.2%	9.6%	10.0%	10.3%	10.5%	
12.0%	2.0%	5.3%	7.0%	8.0%	8.7%	9.1%	9.5%	9.8%	10.0%	
11.5%	1.5%	4.8%	6.5%	7.5%	8.2%	8.6%	9.0%	9.3%	9.5%	
11.0%	1.0%	4.3%	6.0%	7.0%	7.7%	8.1%	8.5%	8.8%	9.0%	
10.5%	0.5%	3.8%	5.5%	6.5%	7.2%	7.6%	8.0%	8.3%	8.5%	
10.0%	0.0%	3.3%	5.0%	6.0%	6.7%	7.1%	7.5%	7.8%	8.0%	
9.5%	-0.5%	2.8%	4.5%	5.5%	6.2%	6.6%	7.0%	7.3%	7.5%	
9.0%	-1.0%	2.3%	4.0%	5.0%	5.7%	6.1%	6.5%	6.8%	7.0%	
8.5%	-1.5%	1.8%	3.5%	4.5%	5.2%	5.6%	6.0%	6.3%	6.5%	

Les options réelles nous ramènent ... à la réalité !

La valorisation par DCF présente bien des avantages mais nous rajouterons à ses inconvénients la valeur négative accordée aux investissements (réduction du FCF) qui n'est pas toujours justifié.

En effet, si le CA de l'année N est réalisé grâce à des investissements des années n-5 et suivantes (par exemple), on peut imaginer facilement que le CA de l'année n+5 ne peut être réalisé que si l'on investit aujourd'hui. On peut ainsi comprendre qu'une activité capitalistique soit pénalisée (la société qui a besoin d'investir 100 pour générer 200 d'EBIT vaut moins que son concurrent qui ne doit investir que 50 pour le même résultat).

Mais il est moins évident d'être pénalisé pour une "option" que recèle un investissement. C'est le cas notamment de la R&D ou dans le cas d'un rachat d'une petite société déficitaire dans les nouvelles technologies. En effet, cet investissement s'articule comme une option d'achat ("call"): la société paie une prime (investissement) pour d'éventuels profits futurs si le sous-jacent (investissement) prend de la valeur (R&D aboutie, développement de la marque). La société sera alors en mesure de faire un gain significatif (profit- investissement ou « prime »). Un investissement ne doit donc pas se voir en négatif ou comme un besoin pour générer du CA mais également parfois comme une option qui a de la valeur (nouveau brevet potentiel, gain de part de marché, ...) sans pour autant avoir de CA correspondant. A ce titre la théorie des options réelles est une méthode d'évaluation peut pratiquée (mais qui existe) pour valoriser la société comme une somme d'options.

Sur un projet particulier, les correspondances sont les suivantes:

Option d'achat sur action = Option d'achat sur le projet

Valeur actualisée des CF futurs = Valeur de l'action

Date de l'échéance = Durée de la période de choix

Volatilité de l'action = Risque du projet

Ce raisonnement remet également en cause les méthodes de multiples (une acquisition dilutive peut se voir comme une option sur le futur).

La question de l'endettement est sensible !

		N	N+1	
Entreprise A	Valeur d'Entreprise	100	130	+30%
	-Dette	60	60	
	=Valorisation des Fonds Propres	40	70	+75%
	<i>Dette/FP</i>	<i>67%</i>		
Entreprise B	Valeur d'Entreprise	100	130	+30%
	-Dette	40	40	
	=Valorisation des Fonds Propres	60	90	+50%
	<i>Dette/FP</i>	<i>150%</i>		

Si on prend le cas de deux entreprises, l'une avec un ratio dette/Fonds propres de 67% (A), l'autre avec un ratio de 150% (B), l'augmentation de la valeur d'entreprise de 30% dans les deux cas n'aura pas le même impact sur les deux entreprises. En effet, dans le cas de l'entreprise A, la valeur de ses fonds propres passera de 40 à 70 (+75%) tandis que celle des fonds propres de l'entreprise B passera de 60 à 90 (+50%). En effet, plus une entreprise comporte de dette dans son EV et plus la valeur de ses fonds propres sera sensible (variation au coût du capital et notamment de la prime de risque, variation du taux de croissance à l'infini, ...).

Une valorisation peut-être juste parce que "ajustée" !

SOP SVP !

Par paresse (?) analystes ou investisseurs tendent à rentrer un peu vite dans les travers simplistes de valorisation par les multiples (PER notamment) afin d'apprécier la valorisation d'une société. Certains DCF ne sont guère plus détaillés et perdent donc en crédibilité: à quoi bon argumenter des heures sur un taux de croissance perpétuel, beta, ... alors que la société étudiée nécessiterait d'être valorisée activité par activité. En effet, les taux de croissance des activités peuvent être différents, la notion de risque tout autant, voire dans certains cas le coût du capital.

Nous préférons, dans la mesure du possible (informations financières, estimations, ...) valoriser la société activité par activité, ce qui d'ailleurs permet une valorisation parfois positive de certains actifs déficitaires. Rappelons qu'un PER valorise négativement un actif déficitaire (rien de nouveau !) ce qui est injustifié dans certains cas (investissements de démarrage pour constituer une marque, résultat négatif une année donnée, ...). Si certains investisseurs privilégient une approche par PER (que nous comprenons dans des secteurs homogènes) en justifiant que les pertes des activités déficitaires sont bien supportées par l'actionnaire, nous continuons de penser que la somme des parties présente le mérite de permettre une valorisation fouillée, toujours préférable !

Plusieurs devinettes valent mieux qu'une

Dans certains cas où la valeur de la société est liée à la réalisation de certains événements (changement de réglementation, acquisitions, lancement de produits, ...) nous probabiliserons différents scénarios et chiffreront l'impact positif ou négatif potentiel. Il ne s'agit pas d'obtenir une valorisation souhaitée mais bien de tenter de calculer l'espérance (probabilité x gain) moyenne de gain attaché à la société. On rejoint alors la logique des "options réelles" évoquées plus haut, ou la logique binomiale. Notons que les probabilités peuvent être discutées éternellement et reflètent la pensée de l'évaluateur dont le rôle est également de prendre des positions.

Des chiffres plein la dette !

Si l'on doit retraiter la dette de la valeur d'entreprise (pour avoir une valeur de marché de la société), il convient d'évaluer correctement le montant de dette et de s'intéresser particulièrement aux engagements hors bilan. A peine regardé en 2000, le bilan a fait son retour en force en 2001, suivi de près par le hors bilan en 2002 ! Et pour cause: le hors bilan recèle d'informations sur les options accordées (qui vont impacter votre BPA et donc votre valorisation par P/E) mais aussi et surtout sur les engagements de paiement différés concédés lors d'acquisitions. Ces paiements (complément de prix) doivent bien être pris au maximum de leur valeur potentielle (les règles de prudence comptable s'appliquent aussi en Finance...) et doivent bien être traitée comme de la dette et venir en diminution de la valorisation des fonds propres. Notez que ce raisonnement peut également s'appliquer en matière de retraites, notamment pour les sociétés Américaines.

Prime d'OPA ou l'"Offre de Partage des Avantages" !

La prime d'OPA existe et fait pleinement sens pour des acteurs "opéables". On entendra par opéable une société avec un flottant large, dans un secteur non réglementé (exclure la défense, ...). Cette prime peut-être calculée à partir des synergies qu'un acteur industriel (moins de sens pour un financier qui aura plutôt tendance à ne pas payer cher) peut espérer tirer d'une acquisition.

Pour la valorisation de ces synergies, on peut utiliser la différence entre le DCF d'un ensemble

combiné hors synergies et le DCF avec synergies. Cette méthode présente l'avantage de lisser dans le temps les synergies et de valoriser celles-ci à valeur présente. On peut également calculer ces synergies sur la base d'un multiple d'EBIT après impôt. Notons que cette méthode est plus rapide mais ne permet pas vraiment de lisser dans le temps les synergies.

	Acqu. +3ans	Cible+3ans	Synergies	Combiné + 3 ans
CA	100	50	4.5 3% du CA global	154.5
Coûts variables	20	10	0 Pas de synergies	30.9
Coûts fixes	65	33	2.0 2% base coût combiné	95.6
EBIT	15	8	6.5	28.1
Marge	15.0%	15.0%		18.2%
RN	10	5	4.3	19
Valo @ 20x RN	198	99		370
Valeur synergies à 3 ans			73	
PV @ 12%			52	
Prime maximale			53% 0% pour acq	
Prime si redistrib 30%			16% 70% pour acq	

Une fois ces synergies (de coûts et de revenus) chiffrées, la question restant celle du partage entre l'acquéreur et les actionnaires de la société Cible. On peut estimer que la prime d'OPA se situe entre 0 (économies sur synergies non redistribuées) et 100% des synergies (absence de gain pour l'acquéreur) avec une logique de 30% de redistribution en moyenne. Notons que la difficulté dans les négociations vient souvent du fait que le vendeur tend à inclure dans le prix de vente les synergies potentielles que l'acquéreur obtiendra (ou économies d'impôt par exemple) et l'acquéreur qui tend à exclure du prix ces mêmes montants (même s'il inclurait bien entendu les coûts de restructuration !)

« La création de valeur » ou la création de concept

La création de valeur est un terme aussi flou qu'à la mode ! Chacun à sa propre manière de la calculer, souvent à partir d'un EBIT après impôts rapporté aux capitaux employés et à leurs coûts. Dans le cadre d'acquisition, seul intérêt d'utilisation de ce concept à nos yeux, nous jugerons de la « création de valeur » soit par le prix d'achat rapporté à la valeur de cet actif, soit par le multiple d'acquisition rapporté à celui de l'acquéreur.

Ainsi, si un actif vaut 100 sur le marché/dans les estimations d'analystes et que celui-ci est acheté 110 par la société avec un espoir de gagner 1 un synergies (en valorisation), l'acquéreur aura surpayé de 9 et détruit donc 9 de valeur.

De même si cet actif génère un EBIT égal à 10, il est donc payé dans notre exemple 10x le résultat d'exploitation. Si l'acquéreur est valorisé sur des multiples de 8x l'EBIT, il est probable qu'il y ait destruction de valeur boursière car le multiple de l'acquéreur n'a pas de raison de changer si le statut/activité ne change pas.

	Cible	Acquéreur	Combiné	Valorisation de marché
EBIT	10	15		25
Multiple	10	8		8
Valorisation	100	120	220	200
				-9%

Une décote de holding qui a trop la cote !

On voit bien souvent apparaître dans les valorisations ce qui s'appelle une décote de holding. Elle est parfois justifiée, parfois injustifiée, la limite paraît fine à la lecture de valorisations. S'il y a généralement un consensus sur le montant de la décote (-20%); il n'y a pas forcément d'accord sur la pertinence de ces décotes pour certaines sociétés. Le raisonnement est simple: il y a holding et donc décote dès lors que la société considérée ne maîtrise pas le cash flow de ses filiales. Ainsi une société avec de nombreuses participations largement majoritaires ne doit pas se voir appliquer de pénalités puisqu'elle maîtrise le cash flow et peut utiliser le cash généré par une activité dans toute autre de ses activités.

La prime qui décote la valorisation ou... la décote qui prime sur la valorisation!

La décote Messier (et toutes ses dérivées) est l'image même de la décote qui prime sur la valorisation. On ajuste la décote au petit bonheur la chance... jusqu'à arriver au résultat souhaité. Elle est sans fondement, sans contrôle de cohérence possible. Ainsi une décote de 20% sur une capitalisation de 60Md d'Euros revient à accorder une pénalité (valeur négative) du dirigeant de 12Md d'euros... Toute décote ou prime (hors décote de holding, prime de contrôle) doit être regardée avec suspicion. Un des moyens d'en tester la cohérence est de rapporter la décote à des montants en valeur absolue..

Ne pas compter deux fois les mêmes fonds ...

Dans certains dossiers, l'entreprise peut avoir conservé une valeur après un cumul de pertes significatives forçant l'acquéreur potentiel à réinvestir. Dans ce cas, il paraît nécessaire de déduire de la valorisation la somme des investissements qui seront nécessaires pour arriver à cette valorisation. En effet, on se situe dans un cas de figure proche d'une levée de fonds et l'on doit faire une valorisation "pré-money" (avant levée de fonds) c'est à dire sans apport de cash (investissements), ce qui paraît difficile étant donné que la poursuite du business plan en dépend. Dans ce cas, on peut opter pour une valorisation "post money" ie après apport de fonds (augmentation de capital, investissement) mais on doit déduire alors de la valorisation les fonds apportés (faute de quoi l'investisseur aura payé pour les fonds qu'il a lui-même apporté) !

On sera particulièrement sensible à ce sujet lors du calcul de l'effort d'une société dans le cadre d'une augmentation de capital réservée. Ainsi, si pour détenir 34% d'un ensemble il faut bien injecter du cash dans la société, 34% de ce cash sera détenu par l'actionnaire réalisant cette augmentation de capital, ramenant son effort « net » à seulement 66% de celui-ci (34% du cash détenu par l'actionnaire souscrivant)

Simulation d'une augmentation de capital réservée				
	pré		post	
Valeur actif	5200		7880	
dont cash			2680	
A	5200	100%	5200	66%
B	0	0%	2680	34%
dt aug de capital	0		2680	
Total	5200		7880	
Mise de fonds "B"			2680	
-34% part dans valo			911	
Cash out "net"			1769	

De la même manière, dans certaines sociétés, la trésorerie provenant de l'exploitation est au moins aussi importante que celle que la société détient en propre. Il convient dans une optique de valorisation de déduire de la valeur d'entreprise le montant de dette ajusté du cash "non propriétaire" pour obtenir la valeur des fonds propres. Un tel retraitement doit également s'opérer lorsque la société détient de la trésorerie de filiales déjà valorisées (par exemple si l'on intègre le cours de bourse de ces participations dans la somme des parties). Il convient en effet de ne pas compter la trésorerie/dette à la fois dans le cours de bourse et dans la dette consolidée du groupe.

Dans le même esprit, dans un calcul de valorisation par action, si les titres d'autocontrôles sont inclus dans la trésorerie, on calculera une valorisation par action en intégrant au dénominateur ces mêmes titres. Dans le cas contraire, on les retranchera du dénominateur.

Conclusion : Une fourchette mais pas de cuisine !

Il semble important d'utiliser plusieurs méthodes afin de tester de la cohérence des valorisations obtenues et de valider la cohérence de ces méthodes. L'AMF (ex-COB) a d'ailleurs récemment rappelé qu'il était nécessaire de présenter différentes méthodes de valorisations dans les notes présentées pour recueillir son visa (approche multi-critère).

En revanche, L'Évaluateur se doit de trancher entre plusieurs méthodes ! Il est impossible, ou du moins malhonnête, de pondérer des résultats de valorisation (30% comparables, 50% DCF, 20% ANR) ! Dès lors que l'on a recours à cette pondération, on brise tout le sérieux de la méthodologie éventuelle de ces valorisations. La somme des parties est fautive alors que chacune des parties est exacte. L'exercice de valorisation est un travail et non un art dans lequel l'Évaluateur aurait à mettre sa touche finale. Mettre des pondérations c'est décider de la valorisation à laquelle on veut arriver et la justifier tant bien que mal. Il faut arriver à une fourchette de valorisation et trancher sans faire sa petite cuisine.

Nous noterons que l'Évaluateur est appelé à exprimer son point de vue à travers le choix des méthodes mais également ses décisions chiffrées et cela dans chacune des méthodes : taux de croissance à l'infini dans un DCF, multiple de marché (France ? Midcaps ? Secteur ?) pour des P/E, probabilités de scénarios, ...

Une valorisation ne doit pas se résumer à un chiffre (ni fourchette) mais doit comprendre une argumentation justifiant de la méthode employée et éventuellement des biais qu'elle implique. Cette argumentation est aussi importante que le résultat de l'exercice de la valorisation : c'est sur la méthode et sur ses hypothèses que reposera la négociation éventuelle et la crédibilité de la valorisation. Il est également intéressant de préciser quelles sont les méthodes que l'on a rejetées et pourquoi.

Le degré de professionnalisme ne se mesure pas nécessairement dans la méthode employée ou dans sa technicité mais bien dans l'argumentation qui l'entoure.
