

Les multiples : méthode d'évaluation ou de décryptage ?

JEAN-FLORENT RÉROLLE

ANALYSE En rejetant une application directe et brutale des multiples pour favoriser une analyse fine de ses composantes, l'entreprise développe une intelligence du marché sur laquelle elle peut s'appuyer pour prendre des décisions stratégiques plus pertinentes.

Méthode des flux de liquidités disponibles, valeur actuelle nette ajustée, profits économiques, options réelles, autant de techniques d'évaluation d'entreprises qui, depuis une quinzaine d'années, ont franchi la barrière du monde académique pour être largement utilisées par les praticiens. Pour autant, elles ne sont pas parvenues à détrôner la méthode dite des « multiples », qui reste utilisée de manière systématique par la communauté financière dans l'évaluation d'entreprise. L'évaluation par les multiples consiste à calculer la valeur d'une entreprise par référence à celle d'entreprises comparables cotées (1). Par son fondement analogique, elle diffère de l'approche intrinsèque qui détermine la valeur d'une entreprise à partir de ses performances futures propres.

La préférence pour les multiples est patente dans les notes d'analystes qui y voient un moyen commode pour comparer les valeurs entre elles, dans les présentations des banques d'affaires qui veulent communiquer de façon simple avec leurs clients, dans les discussions stratégiques au sein des entreprises qui veulent éviter les discussions complexes que les méthodes d'évaluation plus sophistiquées pourraient provoquer. Elle est encouragée par l'approche multicritère fréquemment requise dans la réglementation boursière. L'influence de la méthode des multiples est telle qu'il lui arrive de s'insinuer dans l'approche intrinsèque jusqu'à phagocyter l'essentiel de sa conclusion. Lorsque l'évaluateur décide d'utiliser un multiple pour calculer une valeur terminale dont le poids est prépondérant dans le résultat final, la logique intrinsèque s'efface au profit du raisonnement analogique.

Préservée par le monde de la finance, la méthode des multiples vient d'acquiescer ses lettres de noblesse comptables avec l'adoption probable dans les normes IFRS de la hiérarchie de la juste valeur déjà en vigueur dans les US GAAP. Selon cette hiérarchie, le calcul de la « fair value » doit être effectué prioritairement par des approches de marché. Le recours à des méthodes privilégiant des hypothèses internes à l'entreprise n'est envisagé que lorsque les données de marché sont indisponibles.

L'adoption généralisée des IFRS (et leur rapprochement progressif avec les normes américaines) est également un argument en faveur de l'approche



L'évaluation par les multiples consiste à calculer la valeur d'une entreprise par référence à celle d'entreprises comparables cotées.

analogique dans la mesure où l'homogénéité des pratiques comptables permet de faire des comparaisons beaucoup plus rigoureuses entre des entreprises de nationalités différentes.

Une simplicité apparente

Si cette méthode a survécu à l'apparition d'approches plus conformes à la théorie financière, c'est en raison de son apparente simplicité. La première étape consiste à sélectionner des entreprises comparables cotées. Idéalement, celles-ci devraient avoir la même activité, les mêmes perspectives de croissance et le même risque. Mais la création d'un échantillon de clones de l'entreprise à évaluer est impossible. Obligé

de faire preuve d'une certaine tolérance dans la constitution de son échantillon, l'évaluateur est amené à considérer que, pour peu que les entreprises sélectionnées aient une activité proche ou similaire, l'exercice sera malgré tout probant. La seconde étape est celle du calcul des multiples proprement dit. Il convient tout d'abord de s'assurer que les données utilisées sont exploitables. Des retraitements peuvent être effectués pour gommer les distorsions provoquées par des événements ou des traitements comptables exceptionnels ; les cours de Bourse retenus doivent être soigneusement choisis pour s'assurer qu'ils n'incorporent pas des variations conjoncturelles exceptionnelles ; le calcul de multiples prospectifs étant préférable aux multiples historiques, les sources d'informations provenant d'analystes ►►



Jean-Florent Rérolle est directeur de Houlihan Lokey Howard & Zukin, président de la Société Française des Évaluateurs, enseignant à HEC, à l'ESCP-EAP et à l'IEP de Paris.

►► externes doivent être exploitées avec beaucoup de prudence. En ce qui concerne le type de multiple à utiliser, l'évaluateur n'a que l'embaras du choix. Pour chaque entreprise sélectionnée, il peut calculer des multiples de valeur de capitaux propres ou des multiples de valeur d'actif économique. Les premiers utilisent des agrégats après frais financiers comme le résultat net (le « price earning ratio » ou PER), la marge brute d'autofinancement ou encore les capitaux propres (le « price to book ratio »). Les seconds se fondent sur des soldes avant frais financiers comme le résultat économique (ou résultat d'exploitation), l'excédent brut d'exploitation ou encore le chiffre d'affaires.

D'autres multiples sont parfois utilisés. Dans ce domaine, l'imagination des évaluateurs est sans limite. C'est ainsi que, durant l'euphorie Internet des années 1999-2001, on a vu fleurir des multiples de pages lues, de visiteurs uniques, d'abonnés, multiples plus commodes pour des entreprises aux pertes abyssales. Il existe aussi des approches plus « sophistiquées » comme celle qui consiste à ajuster les multiples par différents facteurs comme la croissance anticipée ou encore celles qui essaient d'identifier des liens statistiques entre les paramètres clefs des entreprises de l'échantillon et tel ou tel type de multiples (des régressions multiples permettent alors de déterminer la valeur d'un multiple en fonction de plusieurs éléments clefs de performance ou de risque).

Enfin, la dernière étape consiste à valoriser l'entreprise sur la base des multiples calculés. L'évaluateur va écarter les plus aberrants et calculer la moyenne et la médiane des différents multiples retenus. À partir de là, les pratiques divergent : certains appliquent mécaniquement un (ou plusieurs) multiple moyen ou médian à l'entreprise à évaluer. D'autres vont retenir de manière subjective le multiple qui leur apparaîtra le plus raisonnable compte tenu des différences de croissance, de rentabilité ou de risque entre les entreprises de l'échantillon et l'entreprise cible. La valeur ainsi obtenue est généralement considérée comme représentative d'une participation minoritaire : l'évaluateur devra alors déterminer une prime de contrôle théorique pour obtenir une valeur à 100 %. Malgré ses difficultés techniques, la mise en œuvre de cette méthode apparaît plus simple que la méthode des flux de liquidités disponibles, car cette dernière impose de construire un plan d'affaires sur plusieurs années avec l'identification de multiples hypothèses et d'effectuer une analyse fine du risque de l'entreprise. En outre, la méthode des multiples donne la parole au sacro-saint marché : il est difficile de concevoir un mécanisme de valorisation aussi efficient et légitime !

Une logique contestable

Pourtant, cette apparente simplicité cache de graves vices de conception. La valeur d'une entreprise résulte de quelques paramètres clefs : la rentabilité des actifs engagés, la croissance des cash-flows anticipés (qui dépend elle-même de l'importance et de la rentabilité des investissements futurs), la durée estimée de l'avantage compétitif, le risque opérationnel et la structure financière (deux éléments matérialisés dans le taux d'actualisation, le premier pour autant qu'il ne s'agisse pas d'un risque spécifique que l'on puisse éliminer par diversification). Le prix de marché va, quant à lui, dépendre des anticipations des investisseurs sur chacun de ces paramètres, anticipations bien entendu variables en fonction des performances opérationnelles et boursières que l'entreprise a connu, de la capacité perçue de l'équipe en place à exécuter sa stratégie, de la communication financière, de la probabilité d'un changement d'actionnariat et donc de stratégie, des performances des concurrents... Le multiple ne préexiste pas à la valeur : il est le résultat de l'évaluation faite par le marché. C'est un « output » et non un « input ». Deux entreprises ayant le même multiple peuvent présenter des caractéristiques fondamentalement différentes. Appliquer des multiples sans comprendre leurs hypothèses sous-jacentes peut donc aboutir à des erreurs grossières en appliquant des hypothèses de croissance, de risque, de rentabilité économique ou de politique financière incohérentes avec la situation réelle de l'entreprise.

Difficulté supplémentaire, la relation entre ces anticipations et le multiple est instable et non linéaire. Si la croissance espérée augmente, le multiple ne suit pas mécaniquement la même tendance. En fonction des marchés et de la dynamique financière de l'entreprise, les autres paramètres de la valeur ont toutes les chances de modifier également : la rentabilité des nouveaux investissements peut chuter, les changements dans la structure financière peuvent affecter le taux d'actualisation, etc. La variation du multiple ne peut être estimée qu'après avoir pris en considération l'ensemble des paramètres de la création de valeur.

Enfin, le manque de transparence de la méthode favorise la manipulation. Certes, les approches intrin-

sèques reposent sur un grand nombre d'hypothèses choisies de manière subjective. Mais, à la différence des approches analogiques, elles ont une vertu majeure : la transparence des paramètres clefs de l'évaluation. L'approche par les multiples pratiquée de manière traditionnelle est une boîte noire dont les hypothèses restent inconnues, même pour l'évaluateur.

Des remèdes insuffisants

Ces faiblesses de l'approche par les multiples ont conduit les praticiens les plus scrupuleux à modifier leur pratique dans plusieurs directions. Tout d'abord, ils essaient d'améliorer le processus de collecte et d'analyse de l'information. Un effort tout particulier est alors fait dans la constitution de l'échantillon. Les entreprises choisies le sont plus en fonction de leurs caractéristiques financières (rentabilité, croissance et risque) que de leur proximité sectorielle avec l'entreprise à évaluer. Ensuite, une analyse fine est conduite pour chaque entreprise de l'échantillon afin de comprendre les raisons pour lesquelles le marché exhibe tel ou tel multiple. Puisque les entreprises sélectionnées ont des profils de croissance, de rentabilité et de risques différents et qu'elles ont des stratégies et des portefeuilles de produits qui leur sont propres, leurs multiples sont nécessairement différents. Il est donc impossible de prendre la moyenne ou la médiane de l'échantillon pour l'appliquer à l'entreprise à évaluer. On doit examiner individuellement chaque entreprise « similaire » afin de déterminer les raisons pour lesquelles le marché lui attribue tel ou tel multiple. Un bon point de départ est de transformer les multiples afin de mettre en évidence leurs éléments fondamentaux. En première approximation, on peut utiliser les estima-

Évaluer une entreprise, c'est avant tout identifier quels sont ses avantages compétitifs et comment ils se traduiront financièrement par une rentabilité supérieure au coût du capital.

tions faites par les analystes financiers qui suivent les valeurs de l'échantillon. Cependant, en raison des biais classiquement observés dans ce type d'étude, il est prudent de mener une analyse sur la base des informations publiques données par l'entreprise elle-même.

Malgré l'existence de techniques permettant des lectures assez pénétrantes, cet exercice de décodage reste délicat et nécessite une expérience significative des marchés et une connaissance des grilles d'interprétation offertes par la théorie financière. Naturellement, les conclusions que l'on peut en tirer ne sont pas certaines. Mais elles permettent d'éclairer les alternatives pour mieux cerner les anticipations moyennes que les investisseurs développent sur chaque entreprise. Il en résulte une interprétation rigoureuse et non plus seulement intuitive.

La conséquence logique de ce travail en profondeur conduit à limiter le nombre d'entreprises comparables. Devant un échantillon qui se réduit comme peau de chagrin, certains évaluateurs renoncent à utiliser directement la méthode des multiples pour s'en servir simplement comme un moyen de conforter les résultats des méthodes intrinsèques. Ils commencent par évaluer l'entreprise par la méthode de l'actualisation de flux de liquidités futurs. Les multiples dérivés de cette évaluation principale sont alors comparés à ceux des entreprises similaires. Une divergence manifeste conduira l'évaluateur à reconsidérer les hypothèses utilisées dans la méthode intrinsèque et/ou la lecture qu'il avait originellement faite des performances boursières des sociétés comparables. Cette itération doit lui permettre de solidifier son appréciation de la valeur de l'entreprise. Malgré ces aménagements, la méthode des multiples reste d'un bien piètre secours lorsqu'elle est pratiquée comme méthode d'évaluation directe. En revanche, utilisée comme le point de départ d'une interrogation sur les attentes des investisseurs, elle constitue une approche précieuse pour toute évaluation, car elle permet de développer une véritable intelligence du marché.

Une intelligence du marché

L'utilisation des multiples comme méthode de décodage de la valeur est particulièrement pertinente dans trois circonstances : les opérations de fusion-acquisition, les tests de dépréciation menés dans le cadre des nouvelles normes comptables et la stratégie de communication financière. Les opérations de fusion-acquisition font naturellement l'objet de projections détaillées permettant de calculer la valeur intrinsèque de la cible et d'apprécier la valeur créée (ou détruite) pour les actionnaires de l'initiateur. Mais, dans la pratique, les banques-conseils et les dirigeants d'entreprise ont souvent ten-

dance à privilégier les approches analogiques pour déterminer et justifier le prix payé.

Pour les raisons évoquées précédemment, cette pratique peut se révéler désastreuse pour la rentabilité de l'opération. Une véritable analyse des hypothèses implicites contenues dans les multiples observés pour les sociétés cotées permet de mieux définir l'échantillon de comparaison. Les multiples utilisés dans la prise de décision doivent être soit dérivés de l'évaluation intrinsèque, soit construits de manière synthétique, en utilisant les hypothèses de croissance, de rentabilité et de risques anticipés par le management. Les multiples choisis peuvent être confrontés à ceux du marché et éventuellement transformés à la suite d'un processus itératif. La décision s'appuie alors sur des estimations solides et cohérentes. Avec l'application des nouvelles normes IFRS, les entreprises doivent considérer l'évaluation comme un processus clef dans leurs opérations de croissance externe. En effet, toute opération payée trop cher risque de faire à terme l'objet d'une dépréciation. C'est la norme IAS 36 qui prévoit qu'une provision pour perte de valeur doit être constatée lorsque les actifs sont comptabilisés pour une valeur nette comptable qui excède leur valeur recouvrable. Cette écriture comptable ne devrait pas affecter la valeur de marché de l'entreprise, car elle a généralement déjà été anticipée par les investisseurs. En revanche, elle altère la réputation de l'équipe dirigeante et, à ce titre, elle peut avoir des conséquences à long terme négatives sur la création de valeur. En raison des nouvelles réglementations comptables, les évaluations doivent donc faire l'objet d'une attention plus soutenue qu'auparavant. La valeur recouvrable de ses actifs est la valeur la plus élevée entre la juste valeur nette des coûts de vente et la valeur d'utilité. L'une des méthodes privilégiées pour calculer la première est l'approche analogique. À défaut, on peut utiliser toute autre méthode conduisant à une juste valeur de marché, y compris l'actualisation de cash-flows construits sur la base d'hypothèses cohérentes avec celles d'un investisseur externe (2).

Quelle que soit l'approche, l'entreprise devra effectuer une analyse solide des niveaux de valorisation des entreprises comparables, afin que les hypothèses et les choix méthodologiques utilisés dans l'évaluation de la valeur recouvrable soient défendables tant auprès des auditeurs que des régulateurs. Enfin, le développement d'une intelligence du marché est un atout considérable pour la définition d'une communication financière pertinente. Toute entreprise cotée suit attentivement ses performances boursières par rapport à celles de ses concurrents. Mais les comparaisons de multiples sont trompeuses pour les raisons indiquées précédemment. En procédant à l'analyse des anticipations des investisseurs contenues dans les multiples d'entreprises comparables, on se donne les moyens de mieux comprendre les dynamiques de création de valeur du secteur et les réactions des investisseurs. Cette connaissance permet de communiquer plus efficacement avec ses actionnaires, en identifiant les indicateurs qui comptent réellement dans la formation des anticipations.

Une entreprise ne crée de la valeur que si elle est en mesure de construire des avantages compétitifs décisifs, durables et défendables. Évaluer une entreprise, c'est avant tout identifier quels sont ses avantages compétitifs et comment ils se traduiront financièrement par une rentabilité économique supérieure au coût du capital. En faisant l'hypothèse qu'une entreprise peut être évaluée de manière directe à partir d'entreprises similaires, la méthode des multiples part soit du principe que ces comparables ont un modèle proche de celui de l'entreprise à évaluer, soit que celle-ci a un modèle correspondant à la « moyenne » de cet échantillon. Dans les deux cas, elle écarte le concept d'avantage compétitif, qui est central dans la détermination de la valeur d'une entreprise. S'il faut renoncer à l'application directe de cette méthode, on peut, en revanche, l'utiliser pour mieux comprendre la perspective du marché et ainsi mieux tenir compte des réflexions de valorisation. En rejetant une application directe et brutale des multiples pour favoriser une analyse fine de ses composantes, l'entreprise développe une intelligence du marché sur laquelle elle peut s'appuyer pour prendre des décisions stratégiques et financières plus pertinentes.

Cependant, essayer d'interpréter les réactions du marché et d'identifier les anticipations des investisseurs est une tâche complexe et incertaine. Elle demande autant de temps que la méthode des flux de liquidités et les conclusions sont parfois incertaines ou ambiguës. Mais l'entreprise cotée ne peut refuser cette fonction d'écoute, de dialogue et de décodage, car sa valeur à long terme dépend très largement de la qualité de ses relations avec le marché ●

Les propos développés dans cet article le sont à titre personnel.

(1) Une autre approche consiste à calculer les multiples résultant d'une transaction, mais les données disponibles sont souvent d'une qualité incertaine.

(2) Cette approche est cohérente avec la démarche suivie dans le cadre de la norme américaine SFAS 142, dont l'objet est identique à celui de l'IAS 36.