

# MÉTHODES DE VALORISATION ACTUALISATION DES FLUX FUTURS ET VALEUR AJOUTÉE ÉCONOMIQUE



**Tanguy Faroult**

Chargé de mission,  
direction générale  
finance groupe,  
**Groupama**

Membre de la Société  
française des  
évaluateurs (SFEV)

Une version  
développée de cet  
article a été publiée  
dans *Banque Stratégie*  
n°243, décembre 2006.

Deux méthodes d'évaluation des actifs incorporels fondées sur les performances de l'entreprise sont couramment utilisées : les approches classiques par l'actualisation des flux futurs et les approches par la valeur ajoutée économique. Loin de s'opposer, ces approches peuvent se compléter.

Les normes comptables internationales ont rendu obligatoire les tests de dépréciation sur les actifs incorporels résultant d'opérations de croissance externe. Elles

ont sorti les techniques d'évaluation de leur domaine traditionnel d'outil d'aide à la décision dans le cadre de projet de fusions acquisition, pour les inscrire dans la réalité récurrente et comptable de l'entreprise. La difficulté, pour constituer des échantillons d'entreprises effectivement comparables, amène souvent à privilégier des méthodes reposant sur l'actualisation de flux futurs tirés de plans d'affaires ou méthodes intrinsèques.

Au sein des méthodes intrinsèques, deux méthodes d'évaluation fondées sur les performances de l'entreprise sont présentées couramment dans la littérature actuarielle spécialisée : les approches classiques par l'actualisation des flux futurs (*discounted cash flow*) et les approches par la valeur ajoutée économique (*economic value added*).

L'objet de cet article, est de montrer qu'il s'agit, à paramètres identiques, des "deux côtés d'une même pièce". Dans la pratique, les méthodes classiques semblent avoir la préférence des banques d'affaires dans le cadre des dossiers de fusion acquisition (évaluation du prix), alors que la communauté actuarielle et comptable semble préférer les approches par la valeur ajoutée dans les travaux de valorisation post-acquisition. Loin de s'opposer, les deux approches doivent se combiner afin de tirer le maximum, à chaque étape d'une évaluation, de leurs capacités analytiques propres.

## LA MÉTHODE DE L'ACTUALISATION DES FLUX FUTURS À L'ACTIONNAIRE...

La méthode de l'actualisation des flux futurs à l'actionnaire est la démarche la plus fidèle à la théorie financière classique : la valeur d'un actif est la somme de ses flux futurs actualisés. La valeur d'une société pour l'actionnaire sera donc constituée des flux de dividende et de capital qu'il percevra sur un horizon de temps donné. C'est cette méthode qui est pratiquée notamment pour l'évaluation des banques et des compagnies d'assurance. Les flux de revenus sont évalués à partir de la part distribuable d'un résultat estimé grâce à un plan d'affaires (encadrés 1 et 2). Pour les banques et compagnies d'assurance, c'est une fois doté

### 1. CONSTRUCTION DU PLAN D'AFFAIRES

Construction plan d'affaires  
Croissance activité (P1)  
Taux de marge (P2 - % activité)  
Capital nécessaire (P3 - % activité)

5 % sur chaque année du plan  
3 % sur chaque année du plan  
30 % sur chaque année du plan

Années n	0	1	2	3
Primes émises	100,0 M€	105,0 M€	110,3 M€	115,8 M€
Résultat net comptable		3,2	3,3	3,5
Capitaux nécessaires ouverture		30,0	31,5	33,1
Capitaux nécessaires clôture		31,5	33,1	34,7
Flux actionnaire		1,7	1,7	1,8

## 2. CALCUL DE LA VALEUR : MÉTHODE DCF

Années n	0	1	2	3	Valeur terminaison	
					1,8	Flux nominal
Flux actionnaire	-30,0	1,7	1,7	1,8	47	Multiple
Coefficient actualisation (=1/(1+R) <sup>n</sup> )	1,00	0,93	0,86	0,79	0,79	
Flux actualisé	-30	1,5	1,5	1,4	37,5	
		Prix (=somme flux futurs actualisés)			43,0	
Valeur actuelle nette					13,0	

le niveau de capital exigé par le régulateur (ou tout autre niveau supérieur nécessaire à l'obtention d'une notation cible, ou évalué à partir de modélisations internes) que le résultat prévu pourra être distribué. l'actif, au terme de la dernière année du plan d'affaires (dit "période explicite") pourra valoir plus (ou moins) que la simple récupération du capital immobilisé dans la mesure où il procurera une "rente" à un acquéreur potentiel (positive si la rentabilité de l'actif excède le coût des ressources immobilisées) qu'il conviendra d'estimer dans son montant et sa durée (évaluation d'une "valeur à terminaison").

L'évaluation lors de l'acquisition dépendra des prix offerts sur le marché pour des investissements alternatifs de même nature (taux d'actualisation), et la valeur de l'actif pour son propriétaire dépendra ensuite de l'évolution ultérieure de ces taux. Une fois validé le plan d'affaires, les flux échancés, y compris la valeur de revente à terminaison, seront actualisés sur la base du taux d'actualisation retenu. La valeur actuelle nette se définit comme la différence

entre le prix de l'actif (somme des flux futurs actualisés) et l'investissement initial (capital nécessaire). La valeur réévaluée de l'entreprise correspondra au montant des capitaux propres à date de situation plus la valeur actuelle nette ou alternativement la somme de l'excédent de capital (différence entre les capitaux propres à date de situation et le capital nécessaire) et la somme des flux futurs attendus.

### LA MÉTHODE DE LA VALEUR AJOUTÉE ÉCONOMIQUE

Une autre manière de présenter le calcul de la valeur actuelle nette vise à s'attacher à un agrégat constitué du résultat avant distribution net du coût du capital immobilisé. Ce solde est appelé valeur ajoutée économique. L'idée est simple : une entreprise peut faire apparaître un résultat positif et croissant et malgré tout ne pas assurer une rémunération suffisante de ses actionnaires. Il est anormal que l'ensemble des parties prenantes (salariés, dirigeants, créanciers, état...) soient rémunérés et que l'actionnaire ne reçoive pas le juste retour sur son capital. La véritable marge

est donc constituée du résultat comptable moins une rémunération compétitive du capital. Il n'y aura "création de valeur" (en l'occurrence du profit sur du profit ou "superprofit") que lorsque le résultat excédera le coût du capital.

L'approche par les flux de trésorerie et l'approche par la valeur ajoutée économique donnent des résultats strictement identiques lorsqu'il y a identité entre le coût du capital utilisé et le taux d'actualisation. La recherche dans les milieux académiques sur ces thèmes date d'il y a plus de 20 ans. À titre d'exemple, dans le secteur de l'assurance aux États-Unis, des auteurs traitèrent de cette égalité au début des années quatre-vingt.

### LA FORCE DU CONCEPT

Le tableau 3 montre l'application du concept à l'exemple développé ci-dessus. Le coût du capital est calculé en appliquant le taux d'actualisation aux capitaux propres nécessaires d'ouverture. C'est ce même taux qui est utilisé pour le calcul du coefficient d'actualisation. Sur la période du plan d'affaires, la

**« Une autre manière de présenter le calcul de la valeur actuelle nette vise à s'attacher à un agrégat constitué du résultat avant distribution au net du coût du capital immobilisé. Ce solde est appelé valeur ajoutée économique. »**

**3. CALCUL DE LA VALEUR : METHODE ECONOMIC VALUE ADDED**

Années - plan affaires	1	2	3
Résultat net comptable	3,2	3,3	3,5
Coût du capital	-2,4	-2,5	-2,6
Valeur ajoutée économique	0,8	0,8	0,8
Coefficient actualisation	0,95	0,86	0,79
Valeur ajoutée économique actualisée	0,7	0,7	0,7
Valeur actuelle nette plan affaires	2,0		

somme de la valeur ajoutée économique actualisée s'élève à un montant identique au "superprofit" évalué précédemment via l'actualisation des dividendes futurs. Dans cette approche, le prix de l'actif sera estimé en ajoutant la valeur ajoutée économique actualisée au montant de l'investissement initial.

Après une acquisition, il permet de fixer aux opérationnels des objectifs "plancher" de rentabilité permettant de suivre la bonne convergence entre les niveaux de résultats anticipés au travers du prix et ceux réalisés. Au sein de l'entreprise, la démarche permet de décliner au niveau de toute division disposant d'un plan d'entreprise et d'une évaluation du montant de capital nécessaire, des d'objectifs cibles annuels de "création de valeur" assurant la juste rémunération du capital, et éventuellement d'intéresser les cadres dirigeants à tout dépassement sur ces objectifs. Il s'agit surtout d'un "concept universel" : aucune organisation ne peut survivre dans le long terme si elle consomme plus de ressources qu'elle n'en produit. Il permet de définir des objectifs de résultat annuels aussi bien pour une entreprise anonyme (distribuant des dividendes à ses

**“ Il n'est pas inutile de rappeler que la véritable création de valeur se concrétise par l'excellence opérationnelle des hommes sur le terrain, et qu'il est essentiel que l'évaluation ne soit pas le domaine réservé des spécialistes de la modélisation. ”**

actionnaires) que pour une mutuelle (ristournant plus rarement ses excédents à ses sociétaires), puisqu'une entreprise, quelle que soit sa forme juridique, doit dans tous les cas s'assurer de la juste rémunération du risque base de l'évaluation du capital nécessaire.

Enfin une autre raison du succès de ce concept, vient de la plasticité de la formule puisque la présentation de la valeur ajoutée économique permet de dissocier le coût du capital du taux d'actualisation, alors que l'approche classique contraint à l'utilisation d'un seul et même taux. La différenciation des taux rompt l'identité initiale entre les deux approches mais permet de satisfaire la position retenue par l'IASB qui proscrit le recours au coût moyen pondéré du capital comme taux d'actualisation (le taux doit refléter la "valeur temps de l'argent" et être indépendant de la structure financière de l'entreprise).

**DES PLATEFORMES DE SIMULATION DE PLUS EN PLUS COMPLEXES**

Les entreprises financières ont consacré au cours des années passées beaucoup de ressources à la constitution de plateformes de simulation inté-

grées (gestion actif-passif, capital économique, chiffrage des options et garanties, stress test, création de valeur) faisant appel à des techniques actuarielles sophistiquées et à de fortes puissances de calcul. Ces outils sont essentiels à la mesure et la gestion du risque. Néanmoins quelle que soit la complexité des approches, un "retour aux sources classiques" par une mise en forme à rebours des simulations effectuées (flux de dividende théoriques, calcul de taux de rentabilité internes par produit, matérialisation du taux d'actualisation "unique" permettant de se caler à la valeur du scénario central) donne autant d'éléments d'appréciation et de contrôle de la valorisation.

Enfin, et ce n'est pas le moindre message des praticiens "classiques" aux techniciens de l'évaluation, il n'est pas inutile de rappeler que la véritable création de valeur se concrétise par l'excellence opérationnelle des hommes sur le terrain, et qu'il est essentiel que l'évaluation ne soit pas le domaine réservé des spécialistes de la modélisation, mais reste intimement connectée à la réalité opérationnelle de l'entreprise et aux objectifs managériaux des décideurs. ■