

# *Evaluation d'entreprises*

## **Le traitement de l'inflation : une question qui reste d'actualité**

**Jean-Pierre COLLE**, membre fondateur de la Société Française des Évaluateurs (SFEV) et responsable du Département Evaluation d'entreprises de RSM SALUSTRO REYDEL  
**Guillaume HINTZY**, Département Evaluation d'entreprises de RSM SALUSTRO REYDEL

**A**u début des années 1980, le taux d'inflation moyen constaté dans les 7 pays les plus riches de l'OCDE (G7) était proche de 10%. Aujourd'hui, il est stabilisé à un niveau très inférieur, puisque le taux moyen constaté sur les 10 dernières années (1993 – 2002) s'est élevé à 2%. Dans ces conditions, rares sont les évaluateurs qui s'engagent dans un processus de traitement spécifique de l'inflation, lorsqu'ils mettent en œuvre la méthode d'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (Discounted Cash Flow ou DCF).

En effet :

- de nombreux évaluateurs admettent qu'il y aura de l'inflation, mais modélisent leurs flux monétaires en termes réels (c'est-à-dire non inflatés), car ils supposent que les revenus augmenteront de manière à couvrir l'accroissement des charges ;
- la définition de taux d'indexation détaillés par nature de charges, de produits et d'investissement est un processus complexe et coûteux ;
- en tout état de cause, il semble difficile d'anticiper les évolutions de l'inflation à long terme.

Pourtant, même en période d'inflation maîtrisée :

- le taux d'actualisation intègre, par définition, une composante inflationniste ce qui conduit à fausser les résultats de l'évaluation si les autres composantes du modèle DCF (flux de trésorerie et valeur terminale) n'intègrent pas des prévisions d'inflation ;
- l'hypothèse d'un taux d'inflation unique, s'appliquant indifféremment

aux charges ou aux produits, ne peut aboutir à une correcte modélisation des flux de trésorerie de l'entreprise ;

- la valeur terminale, c'est-à-dire la valeur de l'entreprise à l'issue de l'horizon de prévision, est largement dépendante de la pression inflationniste à long terme anticipée par les économistes, qui constitue une composante essentielle du taux de croissance à l'infini.

### **I. LE TAUX D'ACTUALISATION INTEGRE UNE COMPOSANTE INFLATIONNISTE**

Afin d'apprécier la valeur d'une entreprise, il convient d'actualiser la totalité des flux, y compris la valeur terminale, au coût du capital.

Le coût du capital correspond au taux sans risque majoré d'une prime de risque et d'un coefficient bêta, représentant le risque non diversifiable de l'entreprise évaluée. Il est généralement exprimé en termes nominaux (c'est-à-dire inflatés) dans la mesure où le taux sans risque est assimilé au rendement nominal des obligations de première catégorie (secteur public ou semi-public) qui intègre, a priori, une anticipation inflationniste.

En conséquence, afin de respecter la cohérence interne du modèle DCF entre ses différentes composantes, il conviendrait de modéliser les flux de trésorerie en termes nominaux et de calculer la valeur terminale en intégrant les anticipations inflationnistes à long terme.

Cependant, il est difficile de déterminer dans quelle proportion le niveau des taux d'intérêt à la date de l'évaluation,

utilisés pour estimer le taux sans risque, intègre la composante inflationniste. Et rien ne permet d'affirmer que les niveaux d'inflation anticipés dans ces taux d'intérêt correspondront aux taux d'inflation futurs. En d'autres termes, les taux d'intérêt de marché pris en compte dans le coût du capital, via le taux sans risque, peuvent être totalement déconnectés des hypothèses retenues pour élaborer les flux prévisionnels et surtout inadaptés à l'évaluation des entreprises dont la rentabilité future doit être appréhendée à l'infini.

Il existe une réelle divergence d'interprétation quant aux mécanismes de formation des taux d'intérêt entre les écoles monétaristes et keynésiennes. Selon les premiers, les taux d'intérêt traduisent un effet d'attente et d'anticipation des variations de prix – et donc des niveaux d'inflation. A l'inverse, selon les keynésiens, le niveau des taux d'intérêt traduit un équilibre entre la demande et l'offre de capitaux, mais ne tient pas compte – du moins directement – des niveaux d'inflation.

L'étude des données historiques tend à prouver que la réalité se situe à mi-chemin. Elle révèle en effet :

- qu'il existe une certaine corrélation entre les courbes d'évolution des taux d'inflation et des taux d'intérêt, mais que l'inflation constatée ne se répercute qu'en partie dans les taux nominaux, et après un délai d'adaptation variable, compris entre quelques mois et plusieurs années.
- que les taux d'intérêt ne sont pas affectés par les anticipations inflationnistes – qui plus est à moyen ou long terme – mais essentiellement par les niveaux historiques constatés sur courte période.

En conséquence, pour actualiser les flux de trésorerie et la valeur terminale modélisés en termes nominaux, il conviendrait, selon nous, de retenir un taux d'intérêt, non pas à la date de l'évaluation, mais calculé sur la base des taux historiques constatés sur une longue période. Il pourrait s'agir, par exemple, de calculer le taux d'actualisation à l'aide d'un taux d'intérêt nominal attendu compris entre 6 et 7%, intégrant un taux d'inflation anticipé d'environ 3%<sup>1</sup>. Bien entendu, afin de

tenir compte de l'environnement conjoncturel immédiat, il est envisageable de retenir des taux différents – plus proches des taux spot – sur les premières années de prévision, puis de les faire évoluer tout au long de l'horizon de prévision afin de converger vers les taux sur très longue période.

## **II. LES FLUX DE TRESORERIE DOIVENT ETRE MODELISES A L'AIDE DE TAUX D'INFLATION DIFFERENCIÉS**

En considérant que les flux doivent être modélisés en termes nominaux, il convient de s'interroger sur les taux d'inflation qui devraient être retenus.

Au niveau d'une entreprise, la plupart des composantes des flux de trésorerie prévisionnels connaissent des évolutions spécifiques, qui ne sont pas directement corrélées au taux d'inflation général de l'économie, représenté par l'évolution de l'indice des prix à la consommation.

Ainsi :

- certaines matières premières connaissent des variations sans rapport avec le taux d'inflation général de l'économie ;
- le coût horaire du travail - et donc, dans une certaine mesure, les frais de personnel - augmente, généralement, plus rapidement que l'indice des prix à la consommation en raison de l'augmentation des salaires réels au sein de l'économie (qui s'explique, notamment, par la croissance de la productivité) ;
- l'évolution des prix de vente diverge de celle des coûts monétaires (tels que le coût des matières premières et des frais de personnel) dans la mesure où les prix de vente réagissent avec un temps de retard et dans une proportion moindre par rapport à l'accroissement des charges de l'entreprise ;
- contrairement aux coûts monétaires, les charges d'amortissement – et donc l'économie fiscale liée à ces charges – n'augmentent pas avec l'inflation dans la mesure où, dans la plupart des pays développés, l'amortissement des immobilisations s'effectue sur la base du coût

<sup>1</sup> correspondant au taux d'inflation moyen sur très longue période (100 ans) et au taux

d'intérêt réel moyen sur les 30 dernières années (1971 – 2001).

historique, et non du coût actuel ou réévalué ;

- les investissements, qui sont répartis sur la durée de l'horizon de prévision, doivent être également soumis à un processus d'indexation, etc,...

Dès lors, il conviendrait de construire le business plan sur la base de taux d'inflation différenciés par nature de charges, de produits ou d'investissement, en procédant à une analyse des niveaux d'inflation historiques constatés, puis d'élaborer des prévisions, à moyen ou long terme, de taux d'indexation devant affecter les différentes composantes du modèle.

### **III. LA COMPOSANTE INFLATIONNISTE DU TAUX DE CROISSANCE A L'INFINI DOIT ETRE COHERENTE AVEC CELLE RETENUE DANS LE TAUX D'ACTUALISATION**

S'agissant d'évaluer une entreprise dont la durée de vie, sauf exception, n'est pas finie, il convient de calculer la valeur terminale, à l'issue de l'horizon de prévision explicite, c'est-à-dire la valeur résiduelle de l'entreprise une fois son flux de trésorerie stabilisé.

La problématique de la valeur terminale revêt une importance fondamentale. En effet, celle-ci représente souvent 60 à 70% de la valeur globale d'un projet, parfois 100% – dans le cas d'une industrie comme celle des cosmétiques, voire plus dans le secteur des hautes technologies.

Une des techniques les plus communément utilisées pour calculer la valeur terminale consiste à faire croître le dernier flux prévisionnel – correspondant, en théorie, à un flux normatif – à un taux de croissance moyen sur un horizon infini, puis de l'actualiser à la date de l'évaluation.

Quel que soit le taux de croissance retenu (taux de croissance général de l'économie ou sectoriel, anticipé ou historique), il est fondamental de respecter une certaine cohérence, au niveau du traitement de l'inflation, entre la méthode retenue pour la détermination du taux d'actualisation et la modélisation des flux sur l'horizon de prévision, d'une part, et le calcul du taux de croissance à l'infini, d'autre part.

A titre d'exemple, s'il est admis que la société évaluée progressera au même rythme que l'économie à l'issue de l'horizon de prévision, il conviendra de retenir un taux de croissance à l'infini calculé sur la base du taux de croissance de l'économie prévisionnel (ou à défaut du taux de croissance moyen historique) et du taux d'inflation prévisionnel (ou à défaut du taux d'inflation historique) au sein du secteur concerné.

Sur les 20 dernières années (1981 – 2001), le taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) français en termes nominaux, c'est-à-dire inflation comprise, s'est élevé à 5,6%. Sur la même période, le taux de croissance réel (hors inflation) de l'économie a atteint 2,2% et le taux d'inflation, 3,4%. Ces deux taux, proches des taux historiques sur très longue période (100 ans), correspondent – peu ou prou – aux taux de croissance à l'infini (de l'ordre de 2%) habituellement retenus par les praticiens de l'évaluation.

Mais comment interpréter ce niveau de taux ? Les praticiens raisonnent-ils sur la base du taux d'inflation général de l'économie et considèrent-ils, en conséquence, que la croissance réelle du flux normatif des sociétés qu'ils évaluent va être nulle à l'horizon de prévision ; ou, au contraire, estiment-ils que la société va croître au rythme de l'économie, mais que les prix auront tendance à se stabiliser, voire à décroître, sur le marché de référence de la société ?

En tout état de cause, ce niveau de taux (de l'ordre de 2%) est inférieur à ce qu'on obtiendrait en ajoutant le taux de croissance moyen (environ 2%), et le taux d'inflation général de l'économie (environ 3%).

L'écart est directement lié aux modalités de détermination du taux d'actualisation. En effet, en pratique, celui-ci a été élaboré sur la base des taux d'intérêt à la date de l'évaluation dont le niveau actuel (4 à 5%) est sensiblement inférieur à celui des taux historiques sur très longue période (6 à 7%).

Dans ces conditions, tant que le taux sans risque, inclus dans le taux d'actualisation, sera calculé sur la base de données observées à la date de l'évaluation, et non de données historiques sur longue période, il ne convient pas de revoir à la hausse les taux de croissance à l'infini

traditionnellement retenus par les évaluateurs.