

L'évaluation selon la méthode des comparables requiert une expertise éprouvée (sélection de l'échantillon, choix des multiples, sources, ajustements par primes/décotes...)

La méthode des comparables

Mark Wyatt, Associé chez KPMG Corporate Finance, membre de la Sfev

Lors de l'évaluation d'une société, une approche multicritère permet de prendre en compte l'ensemble des éléments constitutifs de la valeur. Outre les méthodes bien connues du Discounted Cash Flow et de l'approche patrimoniale, la méthode des comparables est essentielle. Cette méthode d'approche et de compréhension simples, requiert néanmoins un savoir-faire important.

Reposant sur l'hypothèse d'efficience des marchés financiers, la méthode des comparables boursiers permet à l'évaluateur de valoriser la société en comparaison avec des sociétés faisant l'objet de transactions quotidiennes sur les marchés financiers. La méthode de comparaison avec des sociétés ayant fait l'objet d'une transaction privée est identique, mais l'information disponible est souvent moins complète et moins précise.

La mise en œuvre de la méthode des comparables nécessite de répondre à des questions aussi décisives que : quelles sociétés peut-on considérer comme réellement comparables ? quels multiples doit-on retenir ? doit-on appliquer une prime/décote aux multiples observés ?

La construction d'un panel de sociétés comparables

Dans un premier temps, l'évaluateur, confronté à la difficulté de trouver des sociétés réellement comparables, doit déterminer les paramètres clés de constitution du panel. Au-delà de l'activité qui s'impose comme un critère évident, il doit identifier des critères pertinents pour l'évaluation : taille, positionnement géographique (comparer une entreprise ayant un rayonnement international à une société régionale peut être hasardeux), rentabilité ou encore maturité.

Afin de définir un panel de sociétés comparables, les professionnels s'appuient sur des bases de données (le plus souvent payantes), comme Bloomberg, qui recense les sociétés cotées dans le monde (plate-forme d'information complète sur les sociétés cotées : informations financières, estimés, documents officiels...), Investext, regroupant les notes d'analystes financiers (rapports de brokers sur la majorité des sociétés cotées, rédigés par environ 980 sociétés d'analystes), ou encore Multex Global Estimates (base de données synthétisant et développant des consensus à partir de notes de brokers). Concernant la méthode des transactions comparables, deux bases de données sont particulièrement utiles : MergerMarket (banque d'informations sur les fusions et acquisitions), ainsi que SDC (base de données de recherche de transactions).

Le choix des multiples retenus

Dans un deuxième temps, il convient, après avoir analysé l'ensemble de l'information financière disponible, de calculer les ratios servant de bases à l'évaluation.

Les multiples les plus connus sont les ratios valeur d'entreprise/chiffre d'affaires, valeur d'entreprise/résultat d'exploitation, valeur d'entreprise/excédent brut d'exploitation, et le PER¹. Tous ces ratios ont leurs avantages mais aussi leurs limites, en termes de représentativité de la valeur et de manque de comparabilité des agrégats en fonction des positionnements des sociétés dans le cycle ou de leur mode de financement. L'objectif est dès lors de sélectionner le(s) ratios qui sont le(s) plus pertinent(s) pour le secteur considéré et la société à évaluer ; d'autres ratios existent, tels le Price/Book dans la banque ou le Price/ANR (Actif Net Réévalué) pour les foncières. Si le panel le permet, une analyse statistique poussée permet de conforter l'expert dans le choix de multiples référents (analyse de régressions). Le calcul de ces multiples nécessite souvent un retraitement des agrégats afin, par exemple, de lisser les différences de normes comptables.

Lors de la mise en oeuvre de cette méthode, certaines considérations techniques ne peuvent être éludées, et l'évaluateur se doit de répondre, entre autres, aux interrogations suivantes : doit-on calculer la capitalisation boursière d'un comparable avec un cours d'action "spot" ou une moyenne sur x mois pour lisser la volatilité des marchés financiers ? Doit-on retenir un panel large ou seulement une ou deux sociétés très comparables ? Dans le cas de sociétés présentant des activités différentes, doit-on utiliser un multiple agrégé ou construire plusieurs panels spécifiques à chacun des métiers ?

Enfin, au-delà des calculs, l'évaluateur se doit d'effectuer une analyse critique des résultats issus de cette méthode, d'étudier la tendance qui se dégage du panel, comprendre et appréhender efficacement une hétérogénéité. Cette analyse nécessite une bonne compréhension du secteur, des entreprises retenues et des spécificités de la méthode ; en effet celle-ci ne doit pas être utilisée comme une boîte noire, chaque étape devant être parfaitement maîtrisée (en particulier, le passage de la capitalisation boursière à la valeur d'entreprise est une étape techniquement délicate).

La détermination de décotes/primes spécifiques

Même si la sélection des entreprises comparables a été rigoureuse, il subsiste toujours, dans le panel constitué, des éléments différenciateurs qui influent sur la valeur. L'ajustement par des primes/décotes permet en partie de corriger ces biais.

Les primes/décotes fréquemment utilisées sont la décote d'illiquidité et la prime de contrôle. La décote d'illiquidité appliquée aux sociétés non cotées permet de prendre en considération le fait qu'il existe en permanence une contrepartie à la demande ou offre d'actions pour les actionnaires de sociétés cotées. Des études statistiques sur longues périodes aboutissent à une décote d'illiquidité entre 20 % et 30 %. Cette décote ne doit pas être appliquée lors de l'approche par transactions comparables (marché de gré à gré). En sens inverse, les transactions minoritaires faites sur les marchés n'incluent pas de prime de contrôle, (survaleur qu'un acquéreur est prêt à payer pour contrôler la majorité du capital d'une société). Une étude statistique sur les OPA sur le marché américain (1993-1998) montre que cette prime atteint en moyenne 20 % (ces chiffres ne sont que des indications et sont sujets à de nombreux débats d'experts).

¹ NDLR : lire à ce sujet l'article de Laurent Batsch en p. XX.

Au delà de ces décotes classiques, l'expert pourra adapter les multiples afin de répondre aux spécificités de l'entreprise ; il est courant d'appliquer une décote de taille, afin de prendre en compte un différentiel de taille souvent valorisé par le marché (on appréhende souvent cet effet par une analyse statistique sur le panel). D'autres décotes ou primes liées à la dépendance à un client ou à un fournisseur peuvent venir amender la détermination des multiples.

Enfin, l'application de ces multiples aux années les plus représentatives de la société permet d'obtenir les conclusions les plus pertinentes. Il est néanmoins recommandé de réaliser une analyse critique *ex post* des résultats et de leurs hétérogénéités.

Cette méthode des comparables boursiers, souvent mise en œuvre en priorité, est incontournable lors d'une mission d'évaluation. Elle se heurte cependant à certaines limites telles que, principalement, son caractère statique : la date de valorisation est un élément déterminant, les capitalisations boursières évoluant en continu, et la prise en compte du futur est limitée, celui-ci n'étant reflété qu'à travers une vision court terme (un ou deux ans). Enfin, cette méthode présente un caractère autodéterminant, chaque société d'un secteur étant évaluée avec le même panel.

Compte tenu de la difficulté et des spécificités de mise en œuvre de cette méthode, le recours à des professionnels de l'évaluation permet de limiter les risques. En effet, au-delà de la maîtrise méthodologique que requiert cette approche, l'évaluateur doit faire des choix multiples, qui reposent avant tout sur son expérience. En tout état de cause, cette approche se doit d'être systématiquement complétée par d'autres méthodes telles que le Discounted Cash Flow et, éventuellement, l'approche patrimoniale.