

# SOMMAIRE

---

<b>Introduction.....</b>	<b>11</b>
--------------------------	-----------

---

## Chapitre 1

<b>Le cadre général de l'évaluation .....</b>	<b>13</b>
---	-----------

---

1.1. ÉVALUATION ET <i>CORPORATE FINANCE</i> .....	13
1. La finance d'entreprise: une logique de création de valeur.....	13
a. Rappels de <i>Corporate Finance</i> .....	13
b. Valeur vs prix.....	14
2. Les différents cas d'évaluation d'entreprise .....	15
a. Buts de l'évaluation.....	15
b. Type d'entreprise valorisée .....	16
c. Évaluation en <i>Investment Banking</i> .....	17
1.2. QUE CHERCHE-T-ON À MESURER? .....	17
1. La valeur des actions .....	17
2. Deux approches en évaluation .....	18
a. Approche directe.....	18
b. Approche indirecte .....	18
3. Une valorisation s'inscrivant dans le prisme financier .....	19
a. Grille de lecture financière: les <i>financial accounts</i> .....	19
b. Une information financière ajustée .....	21
1.3. LE CADRE CONCEPTUEL DE L'ÉVALUATION .....	22
1. La valeur d'un actif en économie financière .....	22
2. Lecture normative de la théorie financière.....	23
3. Lecture positive de la théorie financière.....	23
4. Logique financière de l'évaluation .....	24

1.4. UNE ACTION, LA VALEUR, TROIS POSSIBILITÉS .....	25
1. Les trois principales approches pratiques de l'évaluation.....	25
2. Une différence essentielle quant à la prise en compte du temps.....	27
1.5. LES CONTRAINTES DE L'ÉVALUATION .....	27
1. Contingences de toute démarche d'évaluation .....	27
2. La nécessaire analyse préalable de la société à valoriser.....	29
1.6. POSTULATS MÉTHODOLOGIQUES.....	29
1. Une variable décisive: la date d'effet de l'évaluation.....	30
2. Le concept de référence en évaluation: « <i>the valuation bridge</i> ».....	31
3. Un raisonnement par fourchette de valorisation .....	34

## Chapitre 2

<b>L'approche <i>Discounted Cash Flows</i> .....</b>	<b>37</b>
<hr/>	
2.1. UN PRINCIPE ANALYTIQUE INTRINSÈQUE .....	37
1. L'entreprise considérée comme un investissement .....	37
2. Une évaluation fondée sur le <i>business plan</i> .....	38
a. Rappels sur le calcul des <i>Free Cash Flows</i> .....	38
b. Caractéristiques du <i>business plan</i> .....	39
2.2. UNE LOGIQUE NORMATIVE, PARAMÉTRIQUE .....	40
2.3. LE TRAITEMENT DU TEMPS DANS LES DCF .....	41
1. Conceptuellement: la prise en compte des flux à l'infini .....	41
2. L'approche standard: l'évolution vers une maturité .....	42
a. Une lecture stratégique consensuelle .....	42
b. Traitement quantitatif .....	43
c. La valeur terminale au temps n.....	44
3. La méthode <i>Cash Flow Fade</i> .....	46
4. Le cas de pleine maturité .....	48
2.4. LE TRAITEMENT DU FLUX DANS LES DCF .....	49
1. Définition générique du flux à considérer .....	49
2. Contraintes de prévisions du <i>FCF Statement</i> .....	50
3. Le choix du flux à actualiser .....	50
a. Une règle rationnelle de choix entre les différents FCF .....	51

b. Conséquences du choix du flux .....	52
4. Remarques sur le flux traité .....	53
2.5. LE TRAITEMENT DU TAUX DANS LES DCF .....	54
1. Définition et rappels.....	54
2. Trois rappels conceptuels préalables.....	55
a. Rappels sur la mesure du risque systématique par le bêta.....	55
b. Les Provisions Spécifiques sont «tarifées» au kE.....	56
c. Le <i>gearing</i> (D/E) à retenir: la structure financière de la société.....	57
3. La détermination des paramètres du WACC.....	58
a. Des données exogènes.....	58
b. Des données endogènes primaires.....	59
c. La détermination du $\beta$ de la société.....	60
4. Synthèse et critique de l'élaboration du taux d'actualisation.....	62
2.6. VALORISATION PAR DCF: SYNTHÈSE.....	64
1. Rappels méthodologiques .....	64
2. La méthode DCF indirecte est la plus utilisée en pratique.....	65
3. Avantages et limites de la valorisation par DCF.....	67

### Chapitre 3

<b>La méthode des multiples .....</b>	<b>71</b>
3.1. UN PRINCIPE ANALOGIQUE.....	71
1. Une démarche empirique: <i>market based</i> .....	71
2. Une approche intuitive de la valorisation .....	72
3. La démarche: des comparables et un Fondamental .....	74
a. Deux types de <i>peers</i> , donc de multiples, très différents.....	74
b. Le Fondamental.....	75
3.2. LES DIFFÉRENTS MULTIPLES .....	76
1. Les multiples en analyse financière fondamentale.....	76
a. Les multiples directs.....	76
b. Les multiples indirects .....	78
2. Les multiples retenus en évaluation .....	79
3.3. LA MISE EN ŒUVRE DES MULTIPLES.....	80

1. Préalable méthodologique.....	80
2. La valorisation par <i>trading multiples</i> .....	82
a. Extraction des multiples de l'échantillon.....	82
b. Application à la cible.....	84
3. Valorisation par <i>transactions multiples</i> .....	85
a. Extraction des multiples de l'échantillon.....	86
b. Application à la cible.....	87
4. Remarques .....	88
3.4. SYNTHÈSE DE L'APPROCHE PAR MULTIPLES .....	88
1. Limite de la démarche adoptée .....	89
2. Une hypothèse temporelle sous-jacente .....	90
3. Multiples de transactions vs multiples de <i>trading</i> .....	92

## Chapitre 4

### **Les autres méthodes de valorisation** .....

4.1. LES MÉTHODES PATRIMONIALES .....	93
1. Un principe descriptif.....	93
2. Les différentes valorisations patrimoniales .....	94
a. Actif Net: <i>book value</i> brute ou <i>Net Asset Value</i> .....	94
b. Actif Net Révisé (Corrigé): <i>Adjusted Book Value</i> .....	95
c. Méthodes dérivées de l'ANR.....	96
3. La nécessaire intégration du <i>goodwill</i> .....	97
a. Mise en évidence et définition.....	97
b. La valorisation <i>ex ante</i> du <i>goodwill</i> .....	98
4. Remarques sur les méthodes patrimoniales.....	99
4.2. LES MÉTHODES FINANCIÈRES ALTERNATIVES.....	100
1. La valorisation par somme des parties .....	100
2. La valorisation de <i>start-up</i> .....	101
a. La valorisation par options réelles.....	102
b. La méthode du <i>Venture Capital</i> .....	102
3. La valorisation par «méthode LBO».....	103
4.3. LES MÉTHODES DE VALORISATION FISCALE.....	104

## Chapitre 5

<b>La mise en œuvre de l'évaluation .....</b>	<b>105</b>
<hr/>	
5.1. SÉQUENCE GÉNÉRIQUE DE L'ÉVALUATION.....	106
5.2. L'ANALYSE DES RÉSULTATS.....	108
1. Synthèse graphique.....	108
a. <i>Valuation scope</i> .....	108
b. <i>Soccer field</i> .....	108
2. Interprétation des résultats .....	109
a. L'amplitude.....	110
b. La hiérarchie.....	110
c. Les écarts entre les résultats.....	110
3. Commentaires sur les résultats de l'évaluation financière.....	111
5.3. LES AJUSTEMENTS DE VALORISATION PAR DÉCOTES.....	112
5.4. DE LA VALEUR AU PRIX .....	114
<b>Conclusion .....</b>	<b>117</b>
<hr/>	
<b>Fiches de synthèse.....</b>	<b>119</b>
<hr/>	
<b>Liste des illustrations.....</b>	<b>123</b>
<hr/>	
<b>Bibliographie.....</b>	<b>125</b>
<hr/>	

# INTRODUCTION

---

De très nombreuses situations conduisent à s'interroger sur la valeur des entreprises et de leurs actions. Dans tous ces cas, on cherche à répondre à une question simple : combien vaut l'entreprise ?

Pour répondre à cette interrogation, aussi basique que fondamentale, l'économie financière propose un cadre conceptuel et méthodologique précis, qui se décline en deux méthodes. La première est intrinsèque et recommande de mesurer la valeur en actualisant les *cash flows* générés à un taux exprimant le risque supporté. La seconde est relative et suggère de s'inspirer des valeurs observées pour des entreprises similaires. Dans la pratique, en raison des contextes particuliers sous-jacents à l'évaluation, deux types de méthodes complémentaires peuvent s'appliquer : certaines correspondent à une approche juridique, d'autres cherchent à traiter un biais constaté dans l'application des méthodes financières.

Alors que la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF) est, au plan théorique, la plus rigoureuse, en pratique, surtout du fait des banques d'investissement, la valorisation par multiples est la plus utilisée.

L'évaluation des entreprises et de leurs actions est le thème du présent ouvrage, qui se consacre donc uniquement aux entreprises industrielles et commerciales : les *Corporates*. Il ne traite pas de la valorisation d'entités spécifiques pour lesquelles des méthodes particulières sont construites dans le prolongement des méthodologies décrites ici. Il s'agit en particulier des valorisations « FIG » (*Financial Institution Group*) comme les banques, assurances, Fonds, etc.

## Le cadre général de l'évaluation

L'évaluation des entreprises constitue une des missions principales des analystes financiers, à qui revient la charge d'indiquer à différentes parties prenantes la valeur des actions d'une société. Ainsi, ils mettent en œuvre un arsenal technique parfois impressionnant, dont l'effet s'assimile à une réduction de l'asymétrie d'information subie par un ensemble d'agents.

### 1.1. ÉVALUATION ET CORPORATE FINANCE

Le but de la Finance est de maximiser la richesse des actionnaires. Ceci repose sur un objectif clair : maximiser la valeur des actions qu'ils détiennent. Dès lors, la question de la mesure de cette valeur s'avère essentielle.

#### 1. La finance d'entreprise : une logique de création de valeur

Le modèle *Corporate Finance*, centré sur la création de valeur, aborde les entreprises sous l'angle de l'investissement réalisé par les actionnaires.

##### a. Rappels de *Corporate Finance*

En Finance, une entreprise est abordée selon un prisme institutionnel, comme une entité dans laquelle des actionnaires ont investi des capitaux. Ils cherchent naturellement à en obtenir la rentabilité la plus élevée et, dans le même temps, à être rémunérés à un niveau minimum défini au regard du risque qu'ils supportent.

Une approche formelle conduit à postuler que l'objectif des actionnaires s'écrit ainsi :

$$\text{Max (TSR > Re)}$$

Avec :            TSR : rentabilité de l'action <sup>1</sup>  
                        $TSR = (ES + \Delta P) / P_0$   
                       Re : rentabilité minimum exigée fonction du risque  
                        $Re = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$

Le dégagement de rentabilité actionnariale correspond à la création de valeur pour l'actionnaire. Celle-ci repose principalement sur la maximisation de la valeur des actions, le versement de dividende n'ayant pas d'impact<sup>2</sup> ou un effet marginal. La mesure du TSR suppose de disposer d'une mesure fiable de la valeur des actions de la société. Si celle-ci est cotée en Bourse, on dispose du cours de l'action. Cependant, dans de nombreux cas, la pertinence et la signification du cours sont sujettes à critique. S'il s'agit d'une entreprise non cotée, il n'existe pas de prix de marché ; il est alors indispensable de procéder à une évaluation de ses actions.

En conséquence, la question de la valorisation, par le marché ou par un analyste, des actions d'une société est donc au cœur de la Finance, qui postule un objectif de maximisation.

## b. Valeur vs prix

Il importe de distinguer ces deux concepts, que le langage courant et la pratique des financiers tendent à assimiler.

La valeur d'un actif correspond à ce qu'il devrait théoriquement valoir sur un marché efficient, marqué par une information et une rationalité pure et parfaite. C'est une grandeur économique fondée sur la rareté et l'utilité.

Le prix d'un actif correspond à ce qu'un acheteur est disposé à payer pour l'acquérir sur le marché. Il est le fruit de la confrontation effective de l'offre et de la demande. La valeur est, en quelque sorte, un « prix théorique ». Les deux concepts diffèrent fortement car pour obtenir une rentabilité effective, un investisseur doit céder le titre qu'il détient. Il obtient alors un prix. Sur le marché, il n'y a pas de valeur mais que des prix, largement gouvernés par la demande. Selon l'état du marché, un titre, dont on estime qu'il devrait avoir une valeur élevée, peut avoir un prix faible, voire nul s'il n'y a pas de demande pour l'acheter.

Évaluer une entreprise vise à déterminer le prix le plus probable auquel la société pourrait être cédée aux conditions normales du marché présent.

---

1. *Total Shareholder's Return* (Rentabilité Globale pour l'Actionnaire).

2. Thèse de neutralité des dividendes.