

L'évaluation d'entreprise

EXPERT | CONSTANT

EXPERT | CONSTANT

- Les pratiques de l'évaluation des actifs, des parts sociales ou des entreprises ont pu conduire à des analyses incohérentes retenant des moyennes pondérées sans logique.

EXPERT | CONSTANT

- La valorisation initiale
- Les tests de valeurs: les UGT, l'écart d'acquisition, la valeur d'utilité, la valeur de marché.

- **Pratique de l'évaluation fondée sur les DCF**
 - Construction des flux nets de trésorerie
 - Analyse de la sensibilité
 - Calcul de la valeur terminale
 - Détermination du taux d'actualisation et prise en compte du risque
 - Détermination de la valeur d'entreprise
 - Répartition de la valeur entre actionnaires et prêteurs
 - Limites de la méthode des cash flow

EXPERT | CONSTANT

- **Introduction**

- La valeur à ne pas confondre avec le prix :

- il peut y avoir plusieurs valeurs
- Elle est variable, subjective, arbitraire et librement déterminée.

- Le prix résulte d'un échange.

- Soit déterminé par le marché,
- Soit reconstitué sur la base d'une offre et d'une demande d'agents économiques rationnels (« juste valeur » en IFRS 3).
- En normes françaises : la valeur actuelle par comparaison entre la valeur vénale et la valeur d'usage.
 - Valeur vénale : obtenue par la vente à des conditions normales
 - Valeur d'usage : flux nets de trésorerie futurs.
- Valeur d'utilité = valeur actuelle des flux futurs de trésorerie
- Difficulté : quand il n'existe pas de marché , mise en œuvre d'un modèle de calcul par les comparables.
- Evaluation par les revenus futurs.

EXPERT | CONSTANT

– Valeur versus prix : ne pas confondre

- La valeur est relative
 - Elle est juste à un instant « t »
 - Pour le vendeur la valeur se calque sur le passé (il extrapole le futur) et pour l'acheteur il y a un effet synergies.
 - Le prix d'éloigne ainsi parfois de la valeur objective.
- L'évaluateur doit être objectif.

EXPERT | CONSTANT

– La démarche de l'évaluateur :

- L'évaluateur peut le faire en tant qu'expert-comptable mais avant cela veille auprès de sa compagnie d'assurance à être bien assuré (plusieurs millions d'euros...).
- L'évaluateur peut le faire en tant qu'expert en évaluation (près d'une cour d'appel), qu'il soit expert-comptable ou pas. Ces missions sont couvertes pas une assurance de plusieurs millions d'euros, à adapter au cas d'espèce à évaluer.
- Compréhension du contexte de l'évaluation
 - Acquisition, cession, litige, procédure au tribunal
 - Évaluation partielle ou totale de l'entité?
 - Facteurs exogènes de l'entité
 - Facteur endogènes de l'entité.
- Préambule à l'évaluation : prise de connaissance économique, juridique, opérationnelle, comptable (comptes certifiés ou pas), engagements hors bilan, fiabilité des informations financières ou pas.

– Le diagnostic stratégique: étape fondamentale

- Positionnement de l'entité dans son marché;
- Forces, faiblesses, opportunités, menaces
- Synthèse des risques.
- Lire PORTER et autres spécialistes de l'analyse stratégique.
- L'évaluateur n'audite pas les comptes et données remises mais en vérifie la cohérence.

– L'évaluateur établit un rapport d'évaluation

- Démarche,
- Compréhension,
- Sources documentaires
- Valeurs obtenues
- Conclusion.

- **Les circonstances de l'évaluation**

- 1.1 les tests de dépréciation des actifs issus de l'IAS 36 : « impairment test »

- Rappel : IAS 36 s'applique à un actif ou un groupe d'actifs.
 - Définition : « un actif ou un groupe d'actifs fait l'objet d'une dépréciation quand sa valeur comptable excède sa valeur recouvrable ».
 - La valeur recouvrable est la plus élevée des deux valeurs :
 - Valeur d'utilité
 - Valeur de marché diminuée des coûts de vente.

EXPERT | CONSTANT

- Valeur recouvrable = valeur de marché – coût revente.
- Juste valeur d'une marque = méthode des redevances (PPA : purchase price allocation).

- **IAS 36**

- Les normes comptables françaises convergent vers les IAS.
- Donc les sociétés non cotées doivent respecter l'IAS 36, entre autres.
- 1^{er} cas : les actifs à durée de vie déterminée testés si indice de perte de valeur
- 2^{ième} cas : les actifs à durée de vie indéterminée (EA, FDC, marques) testés une fois par an .
- Estimation de la valeur recouvrable : pour chaque actif; sinon les actifs sont regroupés dans une UGT.

- **Définition UGT :**

- «une unité génératrice de trésorerie est le plus petit groupe identifiable d'actifs qui génère des flux de trésorerie indépendants de ceux générés par les autres actifs ou groupes d'actifs.»
- L'affectation des actifs aux UGT soit directement soit avec clé de répartition, hors actifs et passifs financiers, hors BFR,

- **Valeur de marché diminuée des coûts des ventes**
 - Le prix d'une offre publique ajusté des coûts de cession = meilleur indicateur; sinon le prix de marché; sinon transaction récentes; sinon montant qui pourrait être négocié entre parties indépendantes.
 - Déterminée à partir des DCF (i.e. flux de trésorerie actualisés) ? Oui car prévu dans les commentaires de l'IAS 36.
 - Condition : le plan d'affaire (BP) doit correspondre à un plan d'affaire reconnu par le marché.

- **Plans d'affaires : il y en a 2**
 - Un plan d'affaire pour la valeur d'utilité (hors restructurations et investissements);
 - Un plan d'affaire pour la valeur de marché (y compris les investissements de croissances et les restructurations à venir).
 - Limites : en cas de crise c'est risqué d'appliquer les DCF car incertitudes sur l'évolution de l'économie.
 - Décotes d'illiquidité pour calculer la valeur de marché nette des coûts des ventes: car un investisseur rationnel paie un prix plus élevé pour un actif liquide, et vice versa. La décote est incluse dans le calcul de la prime de risque elle même dans le taux d'actualisation.

EXPERT | CONSTANT

- **Les circonstances de l'évaluation**
 - 1.2 : l'évaluation des titres de participations
 - Ils sont évalués à chaque clôture de la société qui détient les titres.
 - Si VNC des titres supérieure à leur valeur d'utilité alors envisager une dépréciation.
 - Valeur d'utilité : fonction du cours de bourse, fonction de ses perspectives d'avenir, fonction de transactions comparables, fonction de flux de trésorerie actualisés, fonction de dividendes versés; fonction d'éléments incorporels,...

- **Rappels sur l'évaluation des actifs**
 - 2.1 La valorisation initiale
 - 2.2 Les tests de valeurs: les UGT, l'écart d'acquisition, la valeur d'utilité, la valeur de marché.

EXPERT | CONSTANT

- **Contexte de l'évaluation**

- Exemple LBO : évaluation limitée à la capacité de remboursements, savoir 7 ans de flux de trésorerie pour pouvoir rembourser l'emprunt.
- visions court terme / vision long terme :
 - Si court terme fonction des valeurs de marché;
 - Si long terme on intègre l'effet des synergies.
- Si règlement en titres alors évaluation de la cible et de l'acquéreur.
- Si évaluation de droits de succession alors évaluation selon les critères de l'AF.

- 3 grandes familles de méthodes d'évaluation:
 - Fonction des données issues de l'entreprise;
 - Méthodes des comparables : boursiers, multiples du REX, de l'EBITDA,...
 - Autres contextes donc autres méthodes:
 - Fonction des barèmes professionnels;
 - Fonction de la capacité de remboursement de l'emprunt;
 - Méthode des options réelles (théorie des jeux, options avec probabilité de réalisation des options).

EXPERT | CONSTANT

– 3.1 Les flux nets de trésorerie

- Définition de la méthode des DCF (discounted cash flow):
 - On détermine les flux de trésorerie futurs revenant aux actionnaires et aux banquiers (i.e. les apporteurs de fonds) et on actualise ces flux de trésorerie en fonction de la rémunérations exigées par ces apporteurs de fonds.
- Pertinence de la méthode:
 - Tient compte de la stratégie de l'entreprise,
 - De ses perspectives de développement,
 - Du rendement attendu par les apporteurs de fonds.
- On obtient :
 - La valeur de l'entreprise, pour déterminer la valeur des parts sociales il convient de retraiter des dettes financières nettes.

– Valorisation par les DCF

- On ne doit pas oublier que la valeur d'entreprise se partage entre les actionnaires et les banquiers:

valeur entreprise	valeur des fonds propres
	valeur de la dette financière

- VE versus CP :

$$VE = CP - \text{dettes fin} + \text{trésorerie} + \text{prov R\&C} + \text{IM} - \text{actifs HE}$$

EXPERT | CONSTANT

– Valorisation par les DCF

- VE versus CP

- $VE = CP - \text{dettes fin} + \text{trésorerie} + \text{prov R\&C} + \text{IM} - \text{actifs HE}$
- Les actifs hors exploitation sont réévalués en juste valeur nette d'IS

EXPERT | CONSTANT

– Flux de trésorerie actualisés

- Il faut obtenir un prévisionnel des flux de trésorerie (« ce qui reste dans le tiroir caisse ...») qui soit réaliste et normatif;
- Pour cela l'entreprise doit construire un compte de résultat prévisionnel REALISTE sur ce que l'on appelle la « période de projection explicite »;
- Il faut déterminer une valeur terminale (qui peut être source d'incohérences donc à manier avec prudence), il s'agit d'une extrapolation à l'infini des prévisions ce qui induit un montant qui est souvent très significatif.
- Il faut donc déterminer un taux d'actualisation qui est le mix entre la rémunération attendue par les actionnaires et la rémunération demandée par les banquiers.
 - La rémunération attendue par les actionnaires est d'un niveau bien supérieur à celle attendue par les banquiers.
 - Le taux d'actualisation est appelé le « coût moyen pondéré du capital » car c'est la moyenne pondérée entre la rémunération attendue des actionnaires et celle des banquiers en fonction de leur part relative dans le financement de l'entreprise.
- C'est important de comprendre ce que l'on fait en évaluation et de se poser la question de la cohérence des résultats obtenus, au risque sinon de conclure n'importe quoi et d'aboutir à des valorisations incohérentes ou en tant que CAA/CAF de ne pas détecter les majorations frauduleuses des apports ou ne pas détecter l'incohérence d'un rapport d'échange.

EXPERT | CONSTANT

– Contexte de la méthode des flux de trésorerie actualisés

- Toujours applicable
- Par exemple pour la valeur d'utilité d'une UGT en IFRS (pas tous les jours).
- Elle a du mal à être appliquée dans le cas de PME ce qui est regrettable car c'est un bon moyen de challenger d'autres méthodes.
- L'administration fiscale commence (éventuellement... peut-être) à considérer la méthode des DCF comme une « approche de cohérence ».
- La DGI n'applique pas cette méthode mais en expertise judiciaire on arrive à lui faire comprendre que cette méthode est une source pour challenger les valorisations obtenues.
- Mais le guide de l'AF précise que la méthode n'est pas applicable directement par la DGI dans la mesure où elle « ne peut mettre en œuvre directement une méthode fondée sur l'actualisation des flux futurs dès lors qu'elle ne peut elle-même établir des prévisions de croissance ». C'est donc compliqué...

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie induisent la valorisation de l'entreprise dans son ensemble et pas seulement des capitaux propres.
 - On calcule les flux de trésorerie avant remboursement des dettes bancaires,
 - On obtient la VE = valeur d'entreprise
 - On ajoute ensuite les actifs hors exploitation (par exemple de l'immobilier). Les actifs hors exploitation sont valorisé selon leur nature mais pas par les DCF.
 - Puis on déduit à la VE (fondée sur les DCF) à laquelle on a ajouté les actifs hors exploitation, les dettes nettes (nettes de la trésorerie active) et s'il n'y a pas de dettes on ajoute la trésorerie positive à la VE obtenue avant. Les dettes nettes sont évaluées à leur valeur de marché et pas à leur VNC (mais généralement identiques).
 - La dette nette est déterminée à la date de l'évaluation.

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie induisent la valorisation de l'entreprise dans son ensemble et pas seulement des capitaux propres.
 - Pour évaluer l'entreprise, on ajoute aux DCF ce qui n'est pas compris dedans:
 - Les engagements hors bilan non pris dans les flux de trésorerie;
 - La valeur réelle des titres de participation;
 - Les instruments financiers non déjà pris dans l'endettement net;
 - Les IDA, IDP si pas de taux d'impôt effectif dans les flux de trésorerie.

EXPERT | CONSTANT

– L'évaluation par les flux de trésorerie : traitement des minoritaires

- On déduit les minoritaires des capitaux propres;
- À leur juste valeur
- La juste valeur des minoritaires =
 $\% \times (\text{VE} - \text{endettement net} + \text{actifs hors exploitation} + \text{autres actifs financiers})$.

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : primes de contrôle, décotes de minorité
 - On évalue 100 % de l'entreprise à partir des flux de trésorerie.
 - Décote de minorité:
 - La valeur à 100 % de l'entreprise est décotée ensuite entre 10 et 35 %.
 - Selon le principe que le fait de subir induit des désavantages.
 - Elle est acceptée par l'administration fiscale.
 - Prime de contrôle
 - C'est le prix supplémentaire payé pour détenir le contrôle du capital de l'entreprise = espérance de gain.
 - La prime de contrôle peut être négative.

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : primes de contrôle, décotes de minorité
 - SFEV : ne pas confondre
 - « une valeur de majoritaire est supérieure à une valeur de minoritaire » ; toujours vrai.
 - « une valeur de minoritaire génère, dans l'absolu, une décote »; pas toujours vrai.
 - En fait, si prime de contrôle alors décote de minorité (car égalité des actionnaires rompue).
 - Si actions de préférences;
 - Si avantages occultes.
 - La décote de minorité n'est en fait pas justifiée.

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : primes de contrôle, décotes de minorité
 - Prime de minorité (à l'opposé de la décote de minorité).
 - Dans le cas des actions qui permettent à l'acheteur de franchir un seuil de contrôle et d'exercer un supplément de pouvoir.
 - » En réduisant les minoritaires à moins de 5 % du capital;
 - La décote d'illiquidité
 - On détermine une valeur sur la base d'une multiple de comparables mais comme l'entreprise évaluée n'est pas cotée, on lui applique une décote.
 - Difficulté : évaluer cette décote.
 - La décote de holding
 - Car opacité
 - Car illiquidité du fait d'échelon intermédiaires dans le groupe.
 - La décote peut être dans le taux d'actualisation.

EXPERT | CONSTANT

– Décotes admises par l'administration fiscale

- Décotes de holding
- Décotes pour absence de liquidité :
 - ssi évaluation basée sur ANCC ou comparables boursiers.
- Décotes de minorité
 - Car la valeur d'un bloc majoritaire est supérieure à celle d'un bloc minoritaire.

EXPERT | CONSTANT

– L'évaluation par les flux de trésorerie : le plan d'affaire

- Le plan d'affaire (idem business plan, compte de résultat prévisionnel + informations sur les variations du BFR, les investissements/désinvestissements,...) doit être arrêté par l'organe compétent.
- Le plan d'affaire selon les « impairment test » IAS 36:
 - Les cash flow (flux de trésorerie) futurs ne doivent pas inclure les flux induits par des restructurations non engagées;
 - Flux sans IS (et taux d'actualisation sans IS).

- L'évaluation par les flux de trésorerie : durée du plan d'affaire
 - Flux estimés sur un horizon explicite
 - IAS 36 : max 5 ans
 - Horizon peut être plus long sur certaines activités
 - » concessions,...
 - » Activités émergentes
 - » Fonction des cycles d'investissements
 - Valeur terminale correspondant à l'actualisation à l'infini des flux de trésorerie.
 - Le plan d'affaire selon les « impairment test » IAS 36:
 - Les cash flow (flux de trésorerie) futurs ne doivent pas inclure les flux induits par des restructurations non engagées;
 - Flux sans IS (et taux d'actualisation sans IS).

EXPERT | CONSTANT

– L'évaluation par les flux de trésorerie : construction du plan d'affaire

- Processus d'élaboration du plan d'affaire rigoureux;
- Validé par la direction;
- Calculs justes;
- Prévisions en phase avec la stratégie;
- Prévisions cohérentes, justifiées ?
- Cohérence des prévisions de chiffre d'affaires (effets volumes, effets prix) , raisonnables?
- Cohérence des marges et de la rentabilité attendue (historique, concurrence) ?

EXPERT | CONSTANT

– L'évaluation par les flux de trésorerie : construction du plan d'affaire , impact des DAA

- Impact important car les dotations aux amortissements doivent se neutraliser avec les investissements à long terme.
- Les provisions pour risques et charges doivent soit diminuer les flux de trésorerie soit être déduits de la valeur de l'entreprise pour déterminer la valeur des capitaux propres (exemple indemnités de fin de carrière, les provisions importantes,...).
- Les provision pour dépréciations sur actifs circulants sont exclues des flux d'exploitation mais on retient une provision « normative ».
- En fait le plan d'affaire doit être **NORMATIF**.

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : construction du plan d'affaire , impact de l'IS
 - On détermine le taux effectif d'IS (ou normatif) et on l'applique au résultat d'exploitation.
 - Les impôts différés sont pris en compte dans les flux (IDA en plus et IDP en moins).

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : construction du plan d'affaire , variation du BFR
 - Le DCF est égal au résultat d'exploitation retraité des dotations aux amortissements , net de la variation du BFR d'une période sur l'autre.
 - 2 solutions:
 - On détermine la variation du BFR d'exploitation selon les bilans observés (et donc prévisionnels);
 - On calcule le ratio BFR/CA.
 - On retraite de la saisonnalité
 - On retraite les EENE (doivent remonter en créances clients au lieu de cash).
 - On retraite les crédits baux (à remonter en immobilisations, emprunt, DAA,...).

EXPERT | CONSTANT

– L'évaluation par les flux de trésorerie : actualisation des flux en cas de saisonnalité et calcul d'un BFR moyen

- Vraie difficulté : actualiser le flux à sa date moyenne d'encaissement.
 - Actualisation du flux en milieu de période
= $[0,5 \times \text{flux} / (1+i)^{0,5}]$
 - C'est un calcul de puriste.
- BFR moyen
 - Le BFR normatif est déterminé en fonction de la saisonnalité.

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : hypothèse de synergies attendues en cas de rapprochement d'entreprises en cours d'évaluation.
 - A priori non;
 - Mais IFRS 3 possibilité d'intégrer les synergies « market participant » , i.e. les synergies possibles pour tous.

EXPERT | CONSTANT

– L'évaluation par les flux de trésorerie :
l'importance de la valeur terminale.

- À manier avec précaution car peut conduire à survaloriser une entreprise.
- Issue de la formule de Gordon Shapiro.
- $VT = [(\text{flux trésorerie } N+5) \times (1+g)/(i^6)]/(1+i)^6$
- En fait c'est le flux de trésorerie normatif de « n » (ou année 5) divisé par « i » (et pas par 1+i) à la puissance 1+n (donc 1+5=6) ; ensuite actualisé en le divisant par $(1+i)^6$.

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : l'importance de la valeur terminale.
 - Dans la pratique on calcule la valeur terminale sur la base du dernier flux en faisant l'hypothèse que le dernier flux attendu soit un flux normatif.
 - Attention : la variation du BFR est déterminée sur la base d'un taux de croissance à l'infini du CA; l'investissement est égal à la dotations aux amortissements.
 - Le taux de croissance à l'infini « g » est le taux de croissance des flux de trésorerie, pas le taux de croissance du CA.
 - Le taux de croissance « g » est challengé avec le taux de croissance observé sur les 10 ans passés, avec les perspectives du secteur, avec les perspectives de croissance de l'économie à LT; en fonction de la productivité attendue de l'entreprise.
 - Le taux de croissance habituellement appliqué est compris entre 1 % et 3 %. En fait ce n'est pas le taux de croissance qui impacte le plus la valeur terminale, c'est le taux d'actualisation « i » car il divise le montant du flux normatif ce qui induit une valeur extrêmement importante de la VT.

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : l'importance de la valeur terminale.
 - Dans la pratique on calcule la valeur terminale sur la base du dernier flux en faisant l'hypothèse que le dernier flux attendu soit un flux normatif.
 - Attention : la variation du BFR est déterminée sur la base d'un taux de croissance à l'infini du CA; l'investissement est égal à la dotations aux amortissements.
 - Le taux de croissance à l'infini « g » est le taux de croissance des flux de trésorerie, pas le taux de croissance du CA.
 - Le taux de croissance « g » est challengé avec le taux de croissance observé sur les 10 ans passés, avec les perspectives du secteur, avec les perspectives de croissance de l'économie à LT; en fonction de la productivité attendue de l'entreprise.
 - Le taux de croissance habituellement appliqué est compris entre 1 % et 3 %. En fait ce n'est pas le taux de croissance qui impacte le plus la valeur terminale, c'est le taux d'actualisation « i » car il divise le montant du flux normatif ce qui induit une valeur extrêmement importante de la VT.

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : le taux d'actualisation de la valeur terminale.
 - Dans la pratique on retient le taux d'actualisation « i » des flux de trésorerie (5 ans) pour actualiser la valeur terminale obtenue (en divisant le flux normatif par le taux d'actualisation « i » retenu pour les flux).
 - Il est recommandé de retenir un autre taux d'actualisation pour la VT.
 - Le flux normatif à l'infini (qui sert à calculer la VT) doit traduire le risque.

- L'évaluation par les flux de trésorerie : cohérence ou pas de la valeur terminale.
 - On doit challenger la valeur terminal obtenue avec le modèle de Gordon Shapiro.
 - Pour cela on recalcule une valeur terminale en utilisant d'autres méthodes comme un pourcentage de l'EBE, de l'EBITDA).
 - Pour mémoire l'EBITDA correspond au résultat d'exploitation avant les impôts, les intérêts, les provisions pour dépréciations et les dotations aux amortissements.
 - Le poids relatifs de la VT est plus important si la durée de l'horizon explicite est faible.

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : le taux d'actualisation « k »
 - le taux d'actualisation est égal à la moyenne pondérée entre la rémunération attendue des actionnaires et la rémunération attendue des banquiers de l'entreprise.

Coût du capital (k) :

$$k = k_{CP} \times \frac{V_{CP}}{V_D + V_{CP}} + k_D \times (1 - IS) \times \frac{V_D}{V_D + V_{CP}}$$

EXPERT | CONSTANT

– L'évaluation par les flux de trésorerie : le taux d'actualisation « k »

- Le taux d'actualisation « k » est appelé « coût du capital » ou « wacc » (plus tendance !).
- La rémunération des actionnaires est le « k_{cp} » avec « cp » comme capitaux propres et la rémunération des banquiers est le « k_D » avec D comme dette.
- k_D est le taux auquel la société peut s'endetter à la date de l'éval.

Coût du capital (k) :

$$k = k_{CP} \times \frac{V_{CP}}{V_D + V_{CP}} + k_D \times (1 - IS) \times \frac{V_D}{V_D + V_{CP}}$$

– L'évaluation par les flux de trésorerie : le taux d'actualisation « k »

- Le taux de rémunération attendu par les actionnaires, savoir « k_{CP} » est retenu en proportion de la part relative des capitaux propres divisés par le total CP + dettes bancaires.
- Le taux de rémunération attendu par les banquiers, savoir « k_D » est retenu en proportion de la part relative des dettes bancaires divisées par le total CP + dettes bancaires.

Coût du capital (k) :

$$k = k_{CP} \times \frac{V_{CP}}{V_D + V_{CP}} + k_D \times (1 - IS) \times \frac{V_D}{V_D + V_{CP}}$$

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : le taux d'actualisation « k » ; attention à CP/(D+CP)
 - En fait on doit retenir la valeur réelle des capitaux propres (après évaluation de l'entreprise) ainsi que la valeur réelle des dettes bancaires alors qu'en fait on n'a pas encore évalué l'entreprise.
 - Les puristes calculent ainsi par itérations successives la valeur des capitaux propres en fonction des différentes valeurs du wacc.

Coût du capital (k) :

$$k = k_{CP} \times \frac{V_{CP}}{V_D + V_{CP}} + k_D \times (1 - IS) \times \frac{V_D}{V_D + V_{CP}}$$

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : le taux d'actualisation « k » ; impact de la structure d'endettement.
 - Enfin on doit tenir compte de l'impact de l'IS qui vient diminuer le coût du financement de la dette bancaire.
 - Les puristes indiquent également que le taux « k » est indépendant de la structure d'endettement.
 - Or la pratique impose de retenir la structure réelle de financement de l'entreprise que l'on évalue.

Coût du capital (k) :

$$k = k_{CP} \times \frac{V_{CP}}{V_D + V_{CP}} + k_D \times (1 - IS) \times \frac{V_D}{V_D + V_{CP}}$$

- L'évaluation par les flux de trésorerie : le taux d'actualisation « k » ; impact du risque de non continuité de l'entreprise
 - La crise financière et bancaire de 2008 a montré le risque induit par un surendettement de l'entreprise.
 - Maintenant on ne considère plus qu'une entreprise endetté à fond, avec un effet de levier (1-IS) important a plus de valeur qu'une entreprise avec peu ou pas de dettes.

Coût du capital (k) :

$$k = k_{CP} \times \frac{V_{CP}}{V_D + V_{CP}} + k_D \times (1 - IS) \times \frac{V_D}{V_D + V_{CP}}$$

– L'évaluation par les flux de trésorerie : comment déterminer kCP

- La rémunération des actionnaires (kCP) est égale à un taux sans risque auquel est ajouté une prime de risque avec un coefficient β .
- Le coefficient β est un coefficient qui mesure la réactivité d'une entreprise d'un secteur particulier dans le marché global. Dans l'idéal, un secteur qui se comporte comme le marché à un coefficient égal à 1.

Coût du capital (k) :

$$k = k_{CP} \times \frac{V_{CP}}{V_D + V_{CP}} + k_D \times (1 - IS) \times \frac{V_D}{V_D + V_{CP}}$$

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : comment déterminer β
 - Par comparaison, le coefficient β c'est un peu comme la pente de la tangente dans une régression linéaire. C'est la faculté des points de se comporter comme le reste du nuage de points.
 - La qualité de la régression est mesurée par le R^2 , c'est la dispersion des points autour de la droite.
 - Plus le R^2 tend vers 1, plus la régression est de qualité, ce qui signifie que les points du nuage sont proches de la droite.
 - Plus le R^2 tend vers 0, moins la régression est de qualité et donc moins la courbe de tendance n'a de sens.

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : comment déterminer β
 - Pour déterminer le β d'un secteur d'activité, on recherche les observations qui ont été faites sur une longue période antérieure, du comportement du secteur recherché par rapporté aux autres secteur de l'économie.
 - Pour simplifier on peut trouver le niveau du β dans des bases de données comme celles de DAMODARAN (universitaire et chercheur américain qui est la référence dans le domaine de l'évaluation).
 - Les puristes calculent eux-mêmes le β du secteur analysé en comparant la valeur sur le marché du titre analysé par comparaison avec le fonctionnement du marché lui-même.
 - C'est un calcul de covariances rapportées à des variances. Le calcul est long et fastidieux.
 - On peut également trouver l'indication du β de la société que l'on cherche à évaluer par recherche du β d'une société cotée , du même secteur d'activité, dans les informations produites par les analystes financiers.

- L'évaluation par les flux de trésorerie : comment déterminer le taux sans risque et la prime de risque
 - On retient comme taux sans risque le taux des OAT sur 10 ans. Ce taux est aujourd'hui très faible, inférieur à 2 % en 2015.
 - On retient comme prime de risque celle produite par les analystes financiers. La prime de risque est en fait l'écart entre la rémunération attendue des actionnaires comparée à la rémunération des obligations. L'écart entre les deux est autour de 2 ou 3 % en 2015.
 - On peut (et on doit) déterminer la prime de risque par analyse du risque encouru par l'entreprise que l'on évalue. Une méthode simple est la méthode dite CCEF qui quantifie et décompose chaque composante de la prime de risque (ce qui a le mérite de démontrer le bien fondé des taux que l'on a retenus).

– L'évaluation par les flux de trésorerie : comment déterminer le rapport $CP/(D+CP)$

- Dans l'idéal on calcule par itérations successives l'effet d'un wacc de départ sur la valeur de l'entreprise, puis la valeur de l'entreprise sur le wacc.
- La solution pragmatique est de déterminer le taux d'endettement pas référence aux structures financières de sociétés comparables :
 - = (dettes / capitalisation boursière)
 - = (dettes / nombre d'actions x cotation d'une action).

En effet la capitalisation boursière correspond au montant de la valeur des CP que l'on recherche.

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : effet du niveau d'endettement sur le wacc
 - L'idée du wacc plus faible quand « D » est plus élevé en proportion par rapport à CP est illusoire car un niveau de risque important induit par un niveau d'endettement bancaire élevé induit de la part des actionnaires une demande de rémunération plus forte du risque.
 - De plus on doit calculer un β endetté qui est plus fort qu'un β sans dette. Dans ce contexte quand β augmente, le taux « k » demandé par les actionnaires augmente. Donc l'effet de levier $(1-IS)$ est annulé par l'augmentation du β inclus dans le kCP .

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : 1 ou plusieurs taux d'actualisation
 - 1 seul taux d'actualisation
 - Mais en fait un taux d'actualisation par flux car la répartition dette bancaire / capitaux propres évolue avec le temps.

EXPERT | CONSTANT

– L'évaluation par les flux de trésorerie : le taux sans risque

- C'est la rentabilité minimale exigée, savoir la rentabilité du placement non risqué;
- En France le taux sans risque = taux des OAT à 10 ans (obligations assimilables du trésor);
- On calcule un taux moyen (sur une période) pour pallier à sa volatilité.

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : la prime de risque
 - C'est l'écart entre le taux sans risque et le taux risqué;
 - C'est donc l'écart entre la rentabilité des actions et la rémunération des obligations (ie placements sans risque);
 - On la trouve sur les sites des analystes financiers.

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie :
détermination du β
 - Le bêta est le calcul de la sensibilité d'un secteur par rapport à l'évolution du marché;
 - Le plus simple est de se référer au β du secteur indiqué sur le tableau de synthèse de DAMODARAN.
 - Le β est dépendant du niveau d'endettement de la société concernée.
 - On recherche donc ce que l'on appelle le « β désendetté » puis on lui applique l'effet de la structure financière dettes/CP de la firme analysée en retenant une structure normative.

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : analyse de la sensibilité nécessaire?
 - Cela signifie que l'on observe l'effet produit par la variation dans un sens ou dans l'autre de toutes les composantes de l'évaluation;
 - Il faut faire varier les hypothèses de façon cohérente : une baisse de CA impacte les coûts, le BFR, ...
 - On observe l'effet induit d'une variation de ½ point à la hausse ou à la baisse du taux d'actualisation «k », du taux de croissance « g »

EXPERT | CONSTANT

- L'évaluation par les flux de trésorerie : effet sur le prévisionnel et effet sur le wacc
 - L'un ne compense pas l'autre.
 - Le plan d'affaire doit être déterminé indépendamment du taux d'actualisation. En effet le taux d'actualisation ne doit pas compenser l'incertitude sur le plan d'affaire.

EXPERT | CONSTANT

– 3.2 Les méthodes analogiques

- Le recours à d'autres méthodes est important pour vérifier la cohérence de l'évaluation obtenue, surtout en période de crise financière.
 - Avec des contraintes :
 - » Taille de l'échantillon;
 - » Titres de sociétés liquides;
 - » Transaction récentes.
 - Inconvénient:
 - » Ces contraintes sont difficiles à observer
 - Avantages:
 - » Reconnue par les évaluateurs
 - » Facile à comprendre.

– Les méthodes analogiques

- On cherche à déterminer un multiple en se reportant à une entreprise cotée, par exemple, et on observe le rapport entre sa valorisation (le cours de bourse) et des ratios qui la concernent (EBE, EBITDA, ...).
- Ensuite on retient ce ratio pour l'appliquer aux mêmes critères de l'entreprise que l'on cherche à évaluer.
- Le ratio peut-être déterminé par comparaison avec le CA, l'EBITDA, le REX, le résultat net,...
- Exemples :
 - Le PER = (cotation x nombre titres)/résultat net
 - Ratio = (cotation x nombre de titres)/fonds propres.

– Les méthodes analogiques : comparables boursiers ou transactions comparables ?

- Comparables boursiers :
 - On observe les sociétés cotées,
 - En fonction d'un critère (secteur, géographie).
- Transactions comparables :
 - Transactions récentes;
 - Dans un échantillon.

EXPERT | CONSTANT

- Les méthodes analogiques : données ?
 - Issues des comptes
 - Données prévisionnelles
 - Transactions récentes;
 - Dans un échantillon.
- Les méthodes analogiques : source information?
 - Données boursières : boursorama, bloomberg,...
 - Autre documentation : DAMODARAN, ZEPHYR,...
- Les méthodes analogiques : conditions
 - Marchés financiers cohérents;
 - Société comparable aux sociétés de l'échantillon
 - Le marché doit être actif et liquide, transparent et sain.
- Les méthodes analogiques : préalables
 - Comparabilité entre références et sociétés à évaluer, prise de participation significative dans la référence, attention aux effets de synergie propres à certaines références, attention aux situations particulières, attention aux risques de volatilité des cours,...

– Les méthodes analogiques : choix des multiples, 2 cas

- Indépendants de la structure financière
 - CA, EBITDA, EBIT,
- Dépendants de la structure financière:
 - Le résultat net,
 - Les capitaux propres

– Les méthodes analogiques : risques d’erreurs

- Contexte des transactions,
- Croissance attendue (particulière aux transactions)
- Structure de l’actionnariat (pactes d’actionnaires, sociétés cotées).
- Circonstances particulières
- En synthèse : privilégier l’approche par les prix.

– Les méthodes analogiques : retraitements

- Du résultat net
 - Retraiter le résultat exceptionnel,
 - retraiter les IDA/IDP
 - Retraiter les incorporels.
- De l'EBIT
 - Il doit être normatif
 - On retraite le crédit bail, la PSFE,...

– 3.3 Les méthodes patrimoniales

- On évalue chacun des actifs et des passifs y compris les actifs et passifs latents (« hors bilan »).
- ANCC = actif net des passifs + fonds de commerce (positif ou négatif).