

VALEUR ET FINANCE D'ENTREPRISE



Sommaire



1. Principes généraux
2. Méthode DCF
3. Méthode des multiples
4. Méthode patrimoniale
5. Synthèse
6. Focus: modèle Gordon Shapiro / Bates
7. Recommandations
8. Exemples: un cas DCF

5. Initiation à l'analyse financière

a. Evaluer une entreprise

- **Aperçu des différentes méthodes**

- « Méthode DCF »
 - Méthode d'actualisation des flux
 - Actualisation des dividendes et actualisation des flux de trésorerie disponibles

- **Méthode des comparables**
 - Approche analogique
 - Comparaison avec des actifs ou des entreprises de même nature

- **Méthode patrimoniale**
 - Evaluation de l'entreprise comme une somme d'actifs sous déduction de l'endettement net

| | Approche indirecte | Approche directe |
|--|---|---|
| Méthode intrinsèque (actualisation des flux de trésorerie) | Actualisation des flux de trésorerie disponibles au coût moyen pondéré du capital (k) – Valeur de l'endettement net | Actualisation des dividendes au taux de rentabilité exigé par l'actionnaire |
| Méthode comparative (multiple des sociétés comparables) | Multiple du Résultat d'exploitation x Résultat d'exploitation – Valeur de l'endettement net | Multiple du résultat net (PER) x Résultat net |

5. Initiation à l'analyse financière

a. Evaluer une entreprise

- **Méthode DCF**

- Calcul de la valeur actuelle

- Valeur de l'actif économique = montant des flux de trésorerie disponibles futurs de l'entreprise actualisés en fonction de son risque

- 4 étapes:
 - ▣ Estimation des flux de trésorerie disponibles
 - ▣ Choix du taux d'actualisation
 - ▣ Valeur de l'endettement bancaire et financier
 - ▣ Autres éléments de la valorisation: provisions, participations...

5. Initiation à l'analyse financière

a. Evaluer une entreprise

□ Méthode DCF: estimation des flux de trésorerie disponibles

| | Explications |
|---|---|
| Excédent brut d'exploitation | On raisonne au niveau de l'exploitation uniquement |
| - Impôt sur les sociétés théorique calculé sur le résultat d'exploitation | Égal au résultat d'exploitation multiplié par le taux moyen de l'impôt sur les sociétés |
| - Variation du besoin en fonds de roulement | Pour pouvoir passer d'agrégats comptables à un flux de trésorerie |
| - Investissements nets des désinvestissements | L'entreprise vit et se développe |
| = Flux de trésorerie disponible | |

- Calcul des flux de trésorerie disponibles actualisés sur l'horizon des prévisions explicites (visibilité de l'entreprise)
- Calcul de la valeur terminale actualisée à partir de l'estimation d'un taux de croissance à l'infini
 - ▣ Formule de Gordon-Shapiro
 - ▣ Valeur de l'entreprise en d'horizon explicite = Flux normatif / $(k - g)$
 - K: coût moyen pondéré du capital
 - G: taux de croissance à l'infini d'un flux normatif

5. Initiation à l'analyse financière

a. Évaluer une entreprise

□ **Méthode DCF: Choix du taux d'actualisation**

- Taux d'actualisation = coût moyen pondéré du capital
- Taux de rentabilité minimal exigé par les pourvoyeurs de fonds (actionnaires, créanciers) pour financer les projets d'une entreprise

□ **Méthode DCF: valeur de l'endettement**

- Théoriquement égale à la valeur actuelle des flux futurs à payer (les intérêts et la capital) actualisés au coût de marché de la dette
- Dans certains cas, la valeur de la dette peut s'écarter significativement de son montant comptable

5. Initiation à l'analyse financière

a. Evaluer une entreprise

- **Méthode DCF: les autres éléments de la valorisation**
- Les provisions
- Les participations non consolidées ou mises en équivalence
- Les reports fiscaux déficitaires
- Les intérêts minoritaires
- Les instruments pouvant entraîner une dilution du capital

5. Initiation à l'analyse financière

a. Evaluer une entreprise

- **Méthode DCF: intérêts et limites de l'approche par les flux**

- Intérêts:
 - Chiffrer des hypothèses
 - Dégager la réalité des performances économiques

- Limites:
 - Résultats très volatils
 - Dépend parfois trop de la valeur finale
 - L'information fait souvent défaut pour l'analyste externe

5. Initiation à l'analyse financière

a. Evaluer une entreprise

- **Méthode des multiples**

- 3 principes:
 - L'entreprise est évaluée globalement
 - L'entreprise est évaluée pour un multiple de sa capacité bénéficiaire
 - Les marchés sont à équilibre et de comparaison sont donc justifiées

- Approche globale

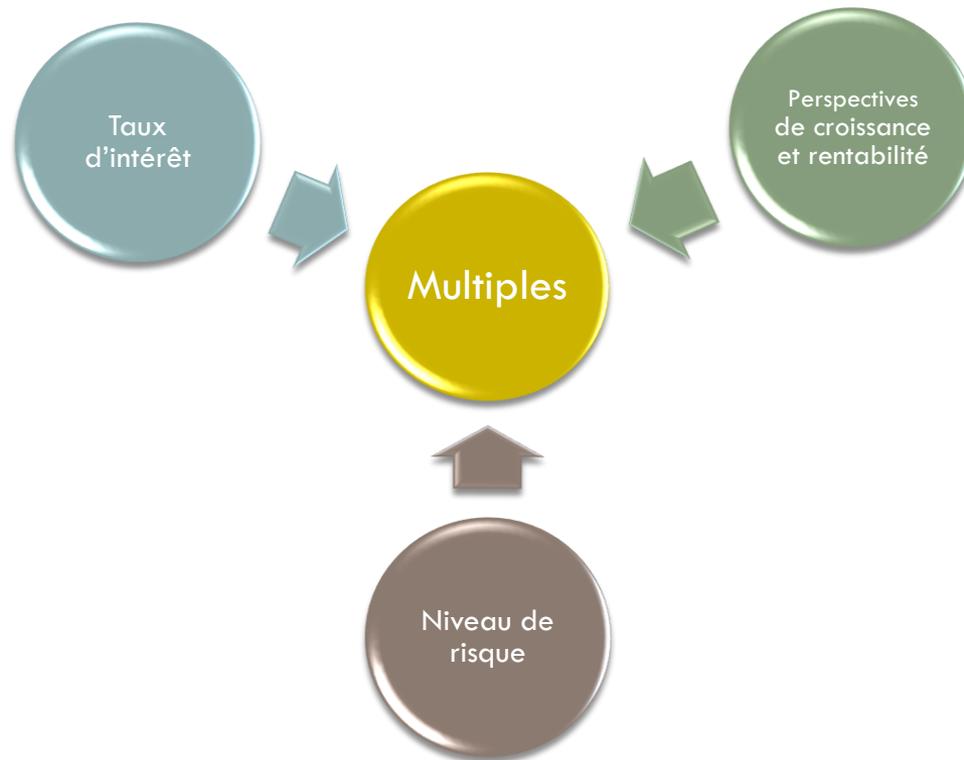
- Approche comparative

- Valeur = Multiple x Solde comptable

5. Initiation à l'analyse financière

a. Evaluer une entreprise

- **Méthode des multiples**
- Déterminants des multiples



5. Initiation à l'analyse financière

a. Evaluer une entreprise

- **Méthode des multiples: les différents multiples**

- Valeur de l'actif économique (avant frais financiers)
 - ▣ Multiple du résultat d'exploitation
 - ▣ Multiple de l'excédent brut d'exploitation
 - ▣ Autres multiples: CA, nombre d'abonnés

- Valeur des capitaux propres (après frais financiers)
 - ▣ Multiple des capitaux propres
 - ▣ Multiple de la capacité d'autofinancement ou PER
 - Le PER est une référence classique...
 - ...mais valorise une structure financière implicite
 - Il permet d'appréhender la contribution:
 - des sociétés mises en équivalence
 - des intérêts minoritaires
 - de la situation fiscale de la « cible »

5. Initiation à l'analyse financière

a. Évaluer une entreprise

- **Méthode des multiples: les multiples de transactions**

- Informations disponibles sur les transactions récentes constatées dans le même secteur et portant sur la cession du contrôle d'entreprise
- calculés à partir de transactions publiques et privées
- Intègre la prime de contrôle : valeurs dites de « de majoritaire »
- multiples de transaction pertinents:
 - ▣ Les sociétés de l'échantillon sont comparables à la cible en termes de croissance et de rentabilité
 - ▣ Les transactions sont récentes et bien documentées

- **Méthodes des multiples: médianes, moyennes et régressions**

- Expliquer les écarts plutôt que d'utiliser des moyennes
- Ne pas faire de moyenne sur plusieurs années
- Régressions linéaires
- Établir les critères les plus pertinents dans l'industrie considérée

5. Initiation à l'analyse financière

a. Evaluer une entreprise

- **Méthode patrimoniale**

- Étudier la valeur de chacun des actifs et des passifs inscrits au bilan d'une entreprise

- Plusieurs types de valeurs patrimoniales
 - ▣ Valeur de marché
 - ▣ Valeur liquidative
 - ▣ Valeur d'usage

- Les actifs corporels

- Les stocks
 - ▣ Attention s'ils comprennent des produits obsolètes / mauvais état (décote)
 - ▣ Attention si cycle de production long: peut entrainer une plus value

- Les actifs « incorporels »
 - ▣ Le droit au bail: somme actualisée des différences entre le loyer au prix du marché et le loyer effectivement payé

5. Initiation à l'analyse financière

a. Evaluer une entreprise

| | Avantages | Inconvénients |
|----------------------|---|--|
| DCF | <ul style="list-style-type: none">• Méthode « intrinsèque »• Réflexion sur les perspectives d'activité et de rentabilité | <ul style="list-style-type: none">• Sensibilité aux hypothèses retenues• Choix de la valeur finale et du taux d'actualisation• Circularité de la méthode |
| Multiples | <ul style="list-style-type: none">• Populaire et simple• Référence tangible dans un processus de négociation | <ul style="list-style-type: none">• Fiabilité de l'échantillon• Degré de signification du cours de bourse |
| Méthode patrimoniale | <ul style="list-style-type: none">• Rassurante dans sa mise en œuvre• Adaptée aux petites entreprises | <ul style="list-style-type: none">• Approche comptable• Calcul de la valeur d'usage• Champs d'application limité |

5. Initiation à l'analyse financière

a. Evaluer une entreprise

- La valorisation doit permettre d'évaluer financièrement la somme que devrait verser une personne physique ou morale pour acquérir 100% du capital de la société
- 2 principales approches:
 - Approche actuarielle: valoriser la société à partir de sa capacité à générer à moyen terme des flux de revenus (cash-flows, dividendes,...)
 - Taux d'actualisation: flux de trésorerie futurs actualisés
 - Méthode de Gordon-Shapiro
 - Modèle de Bates
 - Méthode d'actualisation des « free cash-flows »
 - Approche comparative: valoriser une société à partir de données sur des sociétés présentant un profil comparable (opérations comparables, indices de référence, données financières de concurrents,...)
 - Transactions comparables (valorisation et multiples des sociétés similaires lors de cessions)
 - Sociétés présentant un profil similaire en termes de taille, marchés, risques,...
 - Indices de références comme le CAC 40, Le Nouveau Marché, IT.CAC, que l'on utilisera si l'on considère que l'entreprise est représentative de cet indice
 - Un secteur d'activité si l'on considère que l'entreprise présente des caractéristiques représentatives d'un secteur

b. Approche Actuarielle: Le modèle Gordon Shapiro

- **Modèle d'actualisation des dividendes**
 - ▣ Le prix d'une action correspond à la somme des flux futurs de dividendes générés par l'entreprise, actualisés au taux de rentabilité exigé par les actionnaires
- **Hypothèses:**
 - ▣ Les dividendes augmentent à un taux constant g , année après année (hypothèse de croissance perpétuelle des bénéfices)
 - ▣ Le pay-out ratio (taux de distribution des bénéfices) est identique tous les ans
 - ▣ La période de distribution des dividendes est infinie
- $V = D / (r - g)$
 - V = valorisation, D = dividende de l'année retenue (généralement le dernier exercice), r = taux de rentabilité exigé par les actionnaires, g = taux de croissance des bénéfices
- **Réserves: hypothèse de croissance stable de l'entreprise sur une longue période**
 - ▣ Suppose que le taux de rentabilité exigée par les actionnaires soit supérieur au taux de croissance des dividendes
 - ▣ Le dividende par action varie régulièrement
 - ▣ Pay-out ratio rarement identique

b. Approche Actuarielle: Le modèle de Bates

- Valoriser une société en tenant compte des bénéfices futurs et du pay-out ratio

$$\text{PER société} = \frac{\text{PER}_n + [(\text{pay-out année en cours} / 0,1) B]}{A}$$

- A et B sont des paramètres de calcul (donnés immédiatement par la lecture de la table de Bates) fonction du taux de croissance des bénéfices sur la période considérée, du taux de rentabilité exigé par les actionnaires et de la durée n de la période.

- $V = \text{PER société} * \text{Bénéfice année en cours}$
- Hypothèses proches de la réalité
- Particulièrement utilisé dans lors de l'introduction en bourse de sociétés sur le second marché et le marché libre

5. Initiation à l'analyse financière

e. Recommandations en matière de valorisation

- **Le cédant peut-il vendre et transmettre ses titres?**
- **Détient-il réellement les titres ?**
 - ▣ Le cédant doit posséder effectivement les titres, être libre d'agir, et être non contraint par un pacte d'actionnaires qui pourrait bloquer ses décisions (pacte d'actionnaires et les clauses de protection, clauses de sortie,...)
- **Comment se fait la libération du capital ?**
 - ▣ Certaines formes juridiques de société, comme les SARL, permettent d'échelonner la libération du capital sur plusieurs années
- **Le cédant a-t-il contracté un emprunt obligataire ?**
 - ▣ Si dette obligataire, s'assurer qu'elle ne donne pas un droit d'accès au capital à des tiers (cas d'un emprunt contracté en utilisant des produits structurés comme des obligations convertibles, des obligations à bons de souscription d'actions,...)

e. Recommandations en matière de valorisation

- **Vérifier l'authenticité des actifs du bilan**

- **Locations immobilières / concessions :**
 - ▣ Vérifier et renouveler l'ensemble des baux commerciaux, si le cédant est locataire de biens immobiliers
 - ▣ Vérifier qu'il n'existe pas de clauses contraignantes comme les clauses de changement de contrôle

- **Terrains / immeubles / nantissements et hypothèques**
 - ▣ Vérifier que les terrains constructibles inscrits à l'actif du bilan, ont obtenus un permis de construire de la municipalité
 - ▣ Vérifier que tous les actes d'achats / ventes ont bien été transcrits au bureau des hypothèques
 - ▣ S'assurer qu'il n'existe pas de sûretés réelles ou garanties souscrites par le cédant sur les biens portés à l'actif

- **Brevets / dessins / marques**
 - ▣ vérifier que les brevets, dessins ou marques inscrits à l'actif du bilan ont bien été déposés auprès de L'Institut National de la Propriété Industrielle (INPI) par la société et qu'ils ont fait l'objet des publicités légales

- **Les actifs d'exploitation**
 - ▣ vérifier l'état des créances et la solvabilité des clients (risque d'explosion du Besoin en Fonds de Roulement)
 - ▣ vérifier l'état des stocks afin de s'assurer qu'ils ne sont pas invendables ce qui l'obligerait à les provisionner

e. **Recommandations en matière de valorisation**

- **Evaluation des risques et coûts sociaux**

- Evaluation des coûts de restructuration
 - ▣ Évaluer avec l'aide d'experts
 - ▣ Analyser les contrats passés afin de dégager les clauses signées

- Qualification du personnel / capital humain
 - ▣ S'assurer de la qualification réelle de certains salariés "clés",
 - ▣ Vérifier le respect de la réglementation en matière de compétence qui est exigée dans certains secteurs (pharmacie, analyses médicales, recherche,...)
 - ▣ Evaluer le risque de départ de salariés après l'acquisition, notamment dans les services présentant un fort caractère Intuitu Personae (marketing, stratégie,...)

e. **Recommandations en matière de valorisation**

- **Evaluation du risque et états des filiales**

- Organigramme juridique
 - ▣ Evaluer le risque juridique lié aux participations dans les filiales (structure complexe notamment, comme les organigrammes en cascade,....)
 - ▣ Vérifier le partage des pouvoirs dans les filiales
 - ▣ Demander les actes d'acquisition des titres des filiales et les actes des mouvements de titres

- Examiner les pactes d'actionnaires

5. Initiation à l'analyse financière

e. Recommandations en matière de valorisation

- **Les autres éléments importants**

- Les provisions pour risques et charges
 - ▣ Reflète des événements passés ou probables pour l'entreprise
 - ▣ Evaluer avec des spécialistes les procès en cours et les dommages et intérêts qui peuvent en découler

- Les normes réglementaires, qualitatives et environnementales
 - ▣ Dans le cadre d'une acquisition étrangère, vérifier le respect par sa cible des normes et règlements en vigueur dans les pays où la société exerce son activité

5. Initiation à l'analyse financière

f. Exemple: cas d'un DCF

□ Cas d'application

- On souhaite valoriser par DCF la société S pour laquelle on dispose des éléments de business plan suivants :

| En M€ | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| CA | 1 000 | 1 100 | 1 200 | 1 300 |
| (Dotations) | (200) | (220) | (230) | (250) |
| EBIT | 150 | 160 | 170 | 180 |
| (Investissements) | (220) | (230) | (240) | (260) |

- De plus, le BFR 2003 est estimé à 250 M€ et peut être considéré comme normatif.
- En outre, le bilan au 31/12/2002 faisait apparaître :
 - Une dette financière nette de 200 M€
 - Des actifs hors exploitation (immobilisations financières) pour 10 M€.
 - Un BFR de 220 M€
- Les hypothèses permettant de déterminer le taux d'actualisation sont les suivantes :
 - OAT : 4%
 - Prime de risque du marché : 3%
 - Beta sectoriel désendetté : 1,0
 - Coût de la dette avant IS : 5,5%
- Le taux de croissance à l'infini du dernier free cash flow est supposé égal à 3,0%

5. Initiation à l'analyse financière

f. Exemple: cas d'un DCF

- **Cas d'application: Solution**

- Hypothèses retenues pour prolonger le business plan jusqu'en 2009
 - Convergence linéaire du taux de croissance du chiffre d'affaires en 2006 (8,3%) vers le taux de croissance à l'infini retenu à partir de 2009 (3,0%)
 - Maintien des ratios suivants observés en 2006 :
 - Taux de marge d'EBIT (14%)
 - Dotations aux amortissements /CA (19%)
 - Investissements / CA (20%)

- En outre, le BFR 2003 est considéré comme normatif. Par conséquent le ratio BFR / CA observé en 2003 (25% soit $25\% \times 365 = 91$ jours de CA) est maintenu de 2004 à 2009. On en déduit, pour chaque année la variation du BFR qui vient en réduction des free cash flows

- Le coût du capital (CMPC) « boucle » sur la valeur recherchée des capitaux propres.

5. Initiation à l'analyse financière

f. Exemple: cas d'un DCF

□ Cas d'application: Solution

- Le calcul des free cash flows et la valeur par DCF sont détaillés dans le tableau ci-dessous :

NB : données saisies en bleu

NB : valorisation au 01/01/2003

| | | | | | | | |
|---------------------------------|-------------|-------------------------------|-------------|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Taux des OAT | 4,0% | Coût de la dette avant IS | 5,50% | Somme des FCF actualisés | 441 | | |
| Prime de risque | 3,0% | Coût de la dette après IS | 3,61% | Valeur terminale actualisée | 1 890 | | |
| Beta désendetté | 1,0 | Coût du capital (CMPC) | 6,9% | Autres actifs | 10 | | |
| Levier financier | 9% | | | VE | 2 341 | | |
| Beta endetté | 1,06 | | | (Dette nette) | (200) | | |
| Coût des capitaux propres | 7,2% | Taux de croissance à l'infini | 3% | Valeur des capitaux propres | 2 141 | | |
| <i>En M€</i> | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
| CA | 1 000 | 1 100 | 1 200 | 1 300 | 1 385 | 1 451 | 1 495 |
| Taux de croissance | | 10,0% | 9,1% | 8,3% | 6,6% | 4,8% | 3% |
| EBITDA | 350 | 380 | 400 | 430 | 458 | 480 | 494 |
| Taux de marge d'EBITDA | 35% | 35% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% |
| (Dotations) | (200) | (220) | (230) | (250) | (266) | (279) | (287) |
| En % du CA | -20% | -20% | -19% | -19% | -19% | -19% | -19% |
| EBIT | 150 | 160 | 170 | 180 | 192 | 201 | 207 |
| Taux de marge d'EBIT | 15% | 15% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% |
| IS | (52) | (55) | (59) | (62) | (66) | (69) | (71) |
| Taux d'IS | 34,43% | 34,43% | 34,43% | 34,43% | 34,43% | 34,43% | 34,43% |
| (Investissements) | (220) | (230) | (240) | (260) | (277) | (290) | (299) |
| En % du CA | -22% | -21% | -20% | -20% | -20% | -20% | -20% |
| (Variation du BFR) | (30) | (25) | (25) | (25) | (21) | (17) | (11) |
| Free Cash Flow | 48 | 70 | 76 | 83 | 94 | 104 | 113 |
| Free cash flow actualisé | 45 | 61 | 63 | 64 | 67 | 70 | 71 |
| BFR | 250 | 275 | 300 | 325 | 346 | 363 | 374 |
| En % du CA | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% |
| En jours de CA | 91 | 91 | 91 | 91 | 91 | 91 | 91 |