

CHAPITRE III

Les autres méthodes comparatives

1. LES AUTRES RATIOS BOURSIERS

La démarche empirique des méthodes comparatives que nous avons développé avec le PER, c'est-à-dire avec un multiplicateur de Bénéfice par Action (ou de Résultat Net Retraité) est étendue à d'autres ratios. On peut citer parmi les plus utilisés :

- le multiple de C.A.F. (Capacité d'Autofinancement),
- le multiple d'E.B.E. (Excédent Brut d'Exploitation),
- le multiple de R.E. (Résultat d'Exploitation ou EBIT)* ,

et plus marginalement :

- le multiple de C.A. (Chiffre d'affaires),
- le multiple de F.P. (Fonds Propres) ou d'Actif net Retraité.

Cette « créativité » dans la fabrication de ratios peut être encore très étendue et conduire à douter de l'objectif poursuivi. Il n'en est rien.

En fait, il s'agit toujours de la même démarche, trouver des espaces de similitudes, trouver des ratios qui permettent de constater une cohérence, la plus forte possible, dans les valorisations des sociétés et en déduire des règles.

En méthode comparative, il n'y a pas de règles, le but du jeu étant justement d'en trouver une.

Sur le marché boursier, au côté du PER, le multiple de CAF est très utilisé.

En revanche, pour les petites sociétés commerciales ou artisanales, on rencontre très fréquemment un multiple de Chiffre d'Affaires.

* Il n'y a pas équivalence parfaite entre les soldes intermédiaires de gestion français et américain.

2. LES DROITES DE RÉGRESSION

La détermination d'un ratio boursier conduit à exprimer la valeur de l'entreprise (V) comme le multiple d'un critère de comparaison (X) qui peut être par exemple, le résultat net retraité, le cash flow, l'EBE, l'EBIT, etc.

Cette relation entre la valeur et le critère s'écrit :

$$V = aX$$

avec :

| | | |
|-----|---|----------------------------|
| V | = | valeur de l'entreprise |
| a | = | coefficient multiplicateur |
| X | = | critère de comparaison |

Lorsque le critère de comparaison est, par exemple, le résultat net retraité (B), le coefficient multiplicateur est le PER. L'on a ainsi :

$$V = \text{PER} \times B$$

Remarquons que :

- si B est nul alors, *a priori*, la valeur est nulle ;
- si B est négatif (cas d'une perte), la valeur est négative.

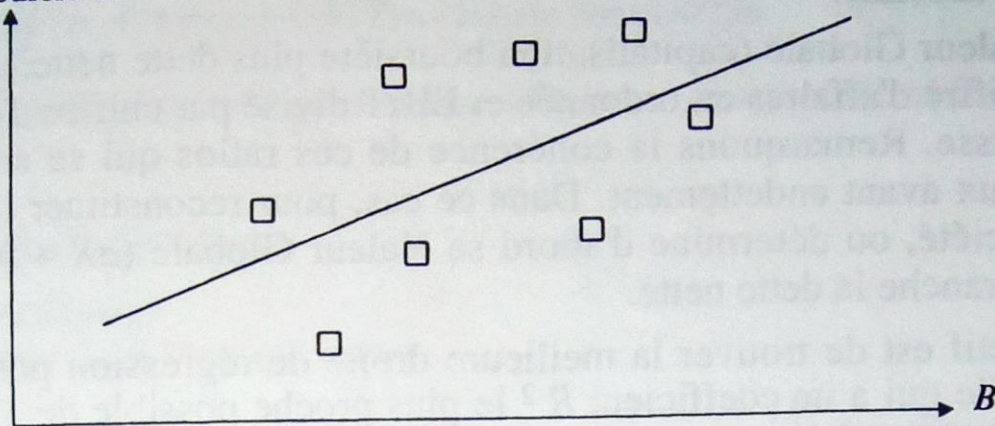
Bien sûr le marché nous montre en permanence qu'il n'en est rien et que des entreprises dans cette situation peuvent conserver une valeur. Ceci s'applique au Résultat net retraité, comme aux autres critères. L'objet des droites de régression est de corriger, entre autre, ce travers et d'exprimer la valeur de l'entreprise sous une forme, d'une part, plus élaborée et, d'autre part, optimisée.

$$V = aX + b$$

où V = Valeur de l'entreprise
 X = Critère de comparaison
 a et b sont des coefficients constants pour le critère concerné.

La mise en œuvre consiste à placer chaque entreprise cotée comparable à celle que l'on évalue, sur un plan avec en ordonnée la capitalisation boursière et en abscisse le critère. Cela conduit à l'obtention d'un nuage de points comme dans l'exemple ci-dessous où le critère retenu est le résultat net retraité.

Capitalisation
boursière



On recherche alors, par régression linéaire, la droite de laquelle les points sont le moins éloignés.

La proximité est mesurée par le carré du coefficient de corrélation R^2 . Ce dernier est toujours inférieur ou égal à 1 et la corrélation est d'autant plus forte qu'il est proche de 1.

On considère dans la pratique que le coefficient R^2 doit se situer au-dessus de 0,75 à 0,80 pour reconnaître à la droite une réelle fiabilité.

La valeur de l'entreprise à évaluer se définit dans l'exemple ci-dessus à partir de son résultat net par :

$$V = ax + b$$

où x est le résultat net

et a et b sont les coefficients fournis par la régression

Dans la réalité, les valeurs brutes des capitalisations boursières, ou bien des critères appliqués ne sont pas retenues. En effet, ils conduiraient à une échelle du graphique beaucoup trop large et ne permettraient pas d'obtenir une bonne visibilité.

Aussi, les droites de régression sont déterminées à l'aide de ratios relatifs, le plus souvent par rapport au chiffre d'affaires, bien que d'autres possibilités soient envisageables. Ainsi, dans l'exemple précédent, l'on retiendrait en ordonnée le ratio CB/CA (capitalisation boursière divisée par chiffre d'affaires) et en abscisse le ratio B/CA (résultat net divisé par chiffre d'affaires).

L'évaluateur recherche des variables (une en abscisse et une en ordonnée) les plus cohérentes possibles entre elles, et en tire des droites de régression

- CB/CA en ordonnée et B/CA (Résultat Net divisé par chiffre d'affaires) en abscisse.
- Valeur Globale (capitalisation boursière plus dette nette*) divisée par le chiffre d'affaires en ordonnée et EBIT divisé par chiffre d'affaires en abscisse. Remarquons la cohérence de ces ratios qui se situent tous les deux avant endettement. Dans ce cas, pour reconstituer la valeur de la société, on détermine d'abord sa Valeur Globale ($aX + b$) CA puis on retranche la dette nette.

L'objectif est de trouver la meilleure droite de régression possible, c'est-à-dire celle qui a un coefficient R^2 le plus proche possible de 1, entre des variables aussi cohérentes, que possible, entre elles.

Cette démarche empirique qui vise à généraliser, et à optimiser les méthodes comparatives dans leur ensemble, est de plus en plus utilisée depuis un à deux ans par les évaluateurs.

3. LA PARITÉ

Le processus de détermination d'une parité ne constitue pas une évaluation. Au contraire, il est usuel, sans que cela ne soit une véritable règle, d'utiliser une parité pour ne pas afficher de valeur.

Son utilisation est très fréquente lorsqu'il s'agit d'opérations sur titres n'entraînant pas d'échange d'actions contre du "cash" : les fusions, les apports partiels d'actifs par exemple.

Le principe de la parité consiste à comparer les poids respectifs de deux objets, par exemple deux sociétés, l'un par rapport à l'autre. Pour y parvenir, sont comparés un nombre important de paramètres tant objectifs que subjectifs pouvant être étendus à l'infini.

Notre but, dans une telle situation n'est donc pas d'être exhaustif mais de citer les principaux critères de comparaison. Nous les répartissons en trois catégories :

➤ Les paramètres économiques :

- | | |
|------------------------|---|
| ◆ Effectifs | ◆ Couverture nationale, internationale |
| ◆ Parts de marché | ◆ Qualification pertinente et âge des équipes |
| ◆ Image et notoriété | ◆ Fidélité de la clientèle et dépendance |
| ◆ Qualité des produits | vis-à-vis d'elle |

➤ Les paramètres financiers :

* On entend par dette nette, les dettes financières court, moyen et long terme moins la trésorerie positive.

- Les paramètres financiers :
 - ◆ Taille (chiffre d'affaires) ◆ Position sur les marchés
 - ◆ Perspectives
 - ◆ Soldes intermédiaires de gestion dont bien évidemment le Résultat net Re-traité
- Les paramètres de valeur :
 - ◆ Actif Net Corrigé
 - ◆ Discounted Cash Flow (cf. *infra*)

Ainsi, en recherchant une zone de cohérence dans les poids des divers paramètres, l'on tente de se forger une opinion sur le poids de la valeur de l'une par rapport à la valeur de l'autre.

L'approche qui vient d'être succinctement décrite peut se faire, également, en ce qui concerne les éléments financiers et les valorisations, au niveau de l'action elle-même afin de définir le poids relatif de l'action d'une société par rapport à l'action de l'autre société. Dans ce cas, les paramètres retenus sont ramenés à l'action. On compare, par exemple, le BPA de l'une par rapport au BPA de l'autre.

Très rarement, lors d'une étude de parité, les poids des paramètres sont totalement cohérents entre eux. L'évaluateur est donc amené à effectuer des choix, à privilégier les uns par rapport aux autres, et donc à prendre des positions qui doivent être motivées, justifiées et expliquées.

L'approche, à l'image des autres méthodes comparatives, est approximative et par conséquent source d'une subjectivité qui doit être réduite autant que faire se peut.

Les méthodes comparatives sont, de ce fait, les plus dangereuses pour les néophytes car l'essentiel peut se trouver dans le non-dit.

La liberté que peut se donner l'évaluateur sur une matière sans véritables ancrages lui offre la possibilité de démontrer plus ou moins ce qu'il veut.

L'édifice de ces méthodes ne repose, en fait, que sur la réelle comparabilité des entreprises et des éléments qui les constituent, et c'est sans doute ce qu'il y a de plus difficile à cerner.