

CHAPITRE I

Principe des méthodes comparatives

Les méthodes comparatives reposent sur un concept simple :

Des sociétés comparables se valorisent sur la base de critères proches voire identiques,

et sur une démarche empirique :

Pour déterminer la valorisation d'une entreprise, on lui applique des règles, usages, critères ou ratios extraits de références de valorisation connues d'un échantillon d'entreprises comparables.

Avant d'aborder les moyens et le processus d'évaluation, il est important d'explicitier des notions qui ont du interpeller le lecteur attentif.

- qu'entend-on par sociétés comparables ?
- que sont ces références de valorisation connues ? Où les trouve-t-on ?

1. LES ENTREPRISES COMPARABLES

Une entreprise n'est pas un bien de grande consommation, et il est impossible d'imaginer pouvoir trouver deux entreprises identiques, comme ce serait le cas de voitures, de stylos ou de boissons.

Nous l'avons déjà dit, quelle que soit son activité, l'entreprise est constituée de femmes et d'hommes que l'on ne peut retrouver nulle part ailleurs.

La démarche de l'évaluateur est donc de rechercher des entreprises dont la valeur est connue, présentant des similitudes avec celle qu'il étudie, et de hiérarchiser l'importance de ces similitudes.

Sans qu'il n'y ait de règles précises en la matière, cette hiérarchisation relève de quelques principes fondamentaux.

L'échantillon de sociétés comparables ne peut être constitué que d'entreprises d'un même secteur exerçant des métiers similaires et vendant à une clientèle du même type. Elles doivent être confrontées à des cycles, des enjeux et un environnement proches, à défaut d'être identiques. Ce serait un non sens que de comparer une compagnie d'assurances à une entreprise de grande distribution, et bien peu fiable de comparer un constructeur automobile à un avionneur.

L'enjeu économique, le secteur, le métier, les produits, le type de clientèle constituent des paramètres essentiels de similitude.

Lorsque ces paramètres fondamentaux sont réunis, l'échantillon est, si possible, réduit en utilisant la structure de débouchés tant en terme sectoriel que géographique, des éléments financiers comparables, tels la taille, la structure bilantielle ou les ratios de productivité.

Dans la pratique, il est très difficile d'aller beaucoup plus loin. Retenons toutefois qu'il est toujours préférable d'avoir peu d'entreprises comparables, mais qui le soient vraiment, qu'un échantillon vaste qui le soit peu.

2. LES RÉFÉRENCES DE VALORISATION

L'esprit des méthodes comparatives consiste à s'adosser sur des entreprises comparables dont les valeurs sont connues pour définir et estimer la valeur de l'entreprise que l'on cherche à évaluer.

Ces valeurs de sociétés comparables constituent les références de valorisation connues.

L'évaluateur cherche à constater *a posteriori* des règles de valorisations pour ces entreprises et, en les appliquant à l'entreprise qu'il étudie, il en déduit sa valeur.

La première source de références de valorisation d'entreprises est bien sûr le marché des fusions-acquisitions.

C'est là que l'on trouve, lorsqu'ils sont publics, les prix des transactions de sociétés comparables.

Les références de valorisation que l'on peut en extraire, et les informations qui en découlent présentent des avantages certains :

- elles sont concrètes et collent bien à la réalité du marché des entreprises, donc de leur valeur,
- elles correspondent, ou du moins pour une large partie d'entre elles, à des opérations industrielles,
- elles sont la résultante de négociations multipartites et correspondent, en principe, à l'optimum que le vendeur a obtenu des consultations, en général nombreuses, effectuées.

Malgré tout, elles ne reflètent qu'une partie de la transaction. Pour comprendre, interpréter, juger et valider un prix réel de transaction, il faudrait disposer de l'ensemble du contenu de l'accord passé entre les parties. Il faudrait avoir connaissance des modalités et conditions éventuelles du prix, des conditions de paiement, du contenu de la garantie de passif concédée à l'acheteur, des avantages ou protections accordés au vendeur. Cet environnement d'une transaction est largement développé dans la troisième sous-partie du présent ouvrage.

La seconde source de références de valorisation, qui est aussi la plus sollicitée, est le marché boursier, ou pour être plus précis, les marchés boursiers.

En effet, le cours d'une action constitue le prix que les investisseurs du marché boursier lui accorde.

La valeur de la société cotée appelée également Capitalisation Boursière devient alors :

Capitalisation Boursière = Cours de Bourse \times nombre d'actions de la société

Trois remarques importantes s'imposent à ce stade :

- le cours de Bourse est une grandeur fluctuante qui varie au gré des achats et des ventes des investisseurs. Sa valeur change à chaque instant, et avec elle, celle de l'entreprise. Ainsi, pour réduire, à défaut d'annuler, ce caractère volatil, on recherche des cours moyens pondérés par les volumes sur différentes périodes.

Ce peut être le cours moyen du dernier mois, des trois, six ou douze derniers mois.

- le cours d'une action n'est véritablement représentatif de son prix que si l'action fait l'objet d'un large marché. Il ne faut retenir dans les échantillons que des sociétés pour lesquelles des volumes importants d'actions sont journallement échangés.
- le marché boursier est un marché d'investisseurs minoritaires et le cours d'une action se trouve fortement stimulé en cas d'OPA. La hausse moyenne dans ce cas est de l'ordre de 25 %. Cet écart constitue le prix du pouvoir.

Par ailleurs, le marché boursier est un marché liquide. Un actionnaire peut y céder ou y acheter des actions à tout moment. De la même manière que le pouvoir a son prix, la liquidité a le sien. Il est estimé en comparant les prix des transactions sur des sociétés cotées et non cotées à un niveau équivalent. Il faut donc veiller à retenir des cours significatifs (volume des transactions sur le titre) et cohérents (vis-à-vis des moyennes de cours) avec l'objectif poursuivi.

Une majorité non liquide est comparable à une autre majorité non liquide ou à une minorité liquide. Une majorité liquide est comparable à une autre majorité liquide. Une minorité non liquide fait l'objet d'une décote par rapport à une majorité non liquide ou par rapport à une minorité liquide. Elle subit une double décote par rapport à une majorité liquide.

Ainsi, le marché boursier donne en temps réel les valeurs des sociétés qui y sont cotées et qui servent alors de références de valorisation.

La difficulté pour l'évaluateur est de trouver des sociétés comparables telles que nous les avons définies et très souvent la recherche est étendue à d'autres marchés boursiers. C'est ainsi qu'il est très fréquent de rechercher des sociétés cotées comparables sur le marché britannique, allemand et surtout américain. C'est en ce sens que nous parlons de marchés boursiers au pluriel.

Nous attirons l'attention du lecteur, sur un point qui sera développé par la suite, dans la méthode du PER. Lorsque l'on retient dans un échantillon des entreprises cotées sur d'autres marchés boursiers, on intègre des distorsions liées aux différences :

- de comportement de ces marchés,
- de cycles des économies domestiques souvent prépondérantes dans l'activité des entreprises locales,
- de niveau des taux d'intérêts,

- d'attitudes et d'habitudes des acteurs et de l'environnement économique,
- de règles fiscales,
- de constitution des agrégats comptables.

Ces différenciations doivent être, dans la mesure du possible, neutralisées pour bien conserver, ce qui est l'objectif premier, des bases réellement comparables.