

Les deux philosophies d'approche de l'évaluation

Entrons donc dans le vif du sujet et pour cela tentons modestement de suivre les traces des théoriciens qui ont inventé, construit, voire modélisé les méthodes d'évaluation.

L'entreprise est une entité juridique spécifique, une personne morale qui :

- possède des biens et des créances,
- est redevable de dettes,
- déploie une activité dans le but de générer des profits,
- distribue à ses actionnaires ou conserve en son sein tout ou partie des profits réalisés.

Ainsi, l'entreprise affiche deux caractères dominants :

- elle est propriétaire d'un patrimoine sur lequel elle a des dettes à rembourser,
- elle assure des activités qui génèrent des flux, économiques pour elle-même, et financiers pour ses créanciers et ses actionnaires.

Sur la base de ce constat, les deux philosophies dominantes transparaissent déjà.

La première s'attache à privilégier la notion de propriété, la seconde celle de génération de flux.

1. L'APPROCHE PATRIMONIALE

L'entreprise est une entité qui possède un patrimoine et qui est redevable de dettes.

Selon cette approche, la valeur des actions de l'entreprise est égale à celle de son patrimoine net, c'est-à-dire la valeur de ses biens moins celle de ses dettes. La problématique de la valeur devient une équation dans laquelle il s'agit d'estimer à leur valeur économique ou vénale (ci-après réelle) chacun des actifs de la société et chacune de ses dettes.

Ainsi :

$$\begin{aligned} & \text{Valeur des Actions} = \text{Valeur de l'entreprise} \\ & = \text{Valeur réelle des Actifs de l'entreprise} - \text{Valeur réelle des Dettes de l'entreprise} \end{aligned}$$

Le travail de l'évaluateur consistera donc à passer en revue chacun des actifs de la société et chacune de ses dettes pour corriger la valeur nette comptable et l'ajuster à la valeur réelle.

Cette approche de la valeur de l'entreprise a conduit à de nombreuses méthodes dites « patrimoniales ». Nous nous pencherons principalement sur :

- la méthode de l'Actif Net Corrigé,
- les méthodes du Goodwill et plus spécifiquement celle de « la rente abrégée ».

Notons dès maintenant, en liaison avec les remarques du chapitre précédent que ce type d'approche « gomme » la structure juridique de l'entreprise et assimile la valeur du patrimoine de la société à la valeur des actions de la société.

Remarquons également que son principe consiste essentiellement à valoriser les richesses accumulées par l'entreprise dans le passé au détriment de ses perspectives d'évolution et de sa rentabilité existante ou future.

2. L'APPROCHE PAR LES FLUX

Par un raisonnement totalement différent et divergent de la structure de pensée que l'on vient d'évoquer, l'entreprise est une sorte de « coquille » ou de « machine » à générer des flux financiers à destination de ses apporteurs de capitaux (ou bailleurs de fonds). La valeur du patrimoine de ces bailleurs de fonds est fonction des flux financiers futurs que l'entreprise pourra leur verser (ou engranger en leur faveur) dans l'avenir.

On distingue principalement deux types de flux :

- les flux de Résultat Net ou de Dividende : nous verrons les méthodes de Fisher, de Gordon Shapiro, de Bates, du délai de recouvrement et évoquerons certains modèles pouvant en découler.
- les flux de trésorerie ou flux de « cash » secrétés par l'activité : nous verrons la méthode des Discounted Cash Flow (DCF).

La problématique de la valeur se résout dans ce cas en :

- estimant les flux économiques et financiers futurs que l'entreprise sera susceptible de générer et pour cela en comprenant et en cernant la nature et la récurrence des flux économiques et financiers passés.
- mesurant le risque représenté par l'investissement dans l'entreprise et en situant ce risque par rapport à ceux qu'induirait d'autres investissements alternatifs.

3. LE POINT COMMUN DES DEUX PHILOSOPHIES

Le principal point commun de ces deux philosophies d'approche de la valeur d'une entreprise réside dans le fait qu'elles s'appuient toutes les deux sur les données comptables et refusent de s'en contenter.

L'approche patrimoniale s'attache aux valeurs réelles des éléments composants le bilan de l'entreprise et non à leur valeur comptable.

L'approche par les flux se fixe comme objectif de déterminer au plus près les flux économiques et financiers futurs de l'entreprise ; cela induit :

- de réaliser un diagnostic sérieux et approfondi de l'entreprise, de son potentiel, de son devenir ;
- de reconstituer avec la plus grande précision et la plus grande finesse possible les flux économiques et financiers passés qui, nous l'avons compris, ne seront pas nécessairement les flux comptables ;
- de projeter ces flux économiques en tenant compte des modifications structurelles et conjoncturelles visibles ou prévisibles.

Ainsi, l'évaluation de l'entreprise est précédée d'une étude approfondie de la société, d'une compréhension claire de son passé, d'une estimation aussi fine et motivée que possible de son avenir.

Cette étude préliminaire comprend plusieurs étapes :

- L'établissement d'un diagnostic culturel, humain, économique, financier et stratégique aussi large qu'ouvert et étoffé de l'entreprise. A ce stade, nous invitons vivement le lecteur à se reporter aux nombreux ouvrages réalisés sur ce sujet dont en particulier celui de M. Manchon qui sert de support au cours d'Analyse Financière enseignée en première et en deuxième année d'ITB (Institut Technique de Banque).

Le diagnostic est à plusieurs égards une phase primordiale de l'évaluation. Bien sûr, il constitue les fondations des étapes suivantes décrites ci-après, mais surtout il permet à l'évaluateur de se forger une opinion sérieuse sur la pérennité de l'entreprise, son positionnement, son devenir, ses points forts et ses points faibles, les aléas qui pèsent sur elle, les choix stratégiques auxquels elle est confrontée, les enjeux et les défis qu'elle devra surmonter. L'évaluateur se bâtit une conviction sur le niveau de risque relatif que représente l'entreprise par rapport à d'autres sociétés, sur le niveau de risque relatif que comporte un investissement au capital de la société par rapport à un investissement alternatif, au capital d'une autre société, en emprunt obligataire, en emprunt d'Etat, etc.

- L'analyse détaillée voire pointilleuse de la valeur réelle de chacun des actifs et de chacune des dettes de l'entreprise afin de rechercher les corrections qu'il convient d'apporter aux valeurs nettes comptables. Ce travail minutieux, le Retraitement des Comptes de Bilan, est le support indispensable à la mise en œuvre des méthodes patrimoniales.
- La détermination des flux économiques et financiers passés susceptibles de se reproduire dans l'avenir, en un mot des flux récurrents. Ce travail sera dénommé Retraitement des Comptes de Résultat.
- L'élaboration détaillée et motivée des prévisions de l'entreprise qui est édifiée sur la base des flux récurrents du passé et qui intègre les changements structurels et conjoncturels susceptibles de se produire dans l'avenir. Cet exercice doit permettre à l'évaluateur d'estimer avec pertinence les flux économiques et financiers que l'entreprise sera susceptible de générer dans le futur.

Dans les toutes prochaines pages, nous allons donc successivement détailler le diagnostic, les retraitements de bilan et de comptes de résultat et nous interroger sur la construction des prévisions et des flux futurs.

4. L'APPROCHE COMPARATIVE

Sans qu'elle soit réellement une démarche conceptuelle à proprement parler, l'approche comparative constitue en elle-même un troisième type de méthodes d'évaluation.

Pour la mettre en œuvre, l'évaluateur recherche sur les marchés boursiers français et étrangers un échantillon de sociétés comparables à celle qu'il se propose d'évaluer.

La particularité des sociétés cotées est bien entendu que leur cours de Bourse constitue, pour elles, une référence de prix. L'évaluateur cherche à déterminer les critères communs de valorisation qui se dégagent de l'échantillon. Il les applique ensuite à la société, objet de son étude, pour définir sa valeur ou sa fourchette de valeur.

Nous examinerons parmi ces méthodes :

- le PER,
- les autres ratios boursiers,
- les droites de régression.

Nous évoquerons également l'établissement d'une parité qui, bien que ne faisant pas partie, de façon évidente, de cette famille, s'inspire fortement de cette démarche.

LES CLÉS DU BANQUIER

Une évaluation, aussi professionnelle soit-elle, reste toujours subjective car elle dépend de nombreux paramètres :

- diagnostic,
- retraitements effectués,
- prévisions retenues,
- méthodes utilisées,

Ainsi, lorsque nous sommes confrontés à une évaluation par exemple dans le cadre du financement d'une acquisition, il faut avant toutes choses se poser les questions suivantes :

- quelle est la motivation de l'évaluateur, que cherche-t-il à démontrer et par conséquent quels choix et hypothèses a-t-il retenus dans son évaluation ? quelle en est la pertinence ?
- quelle crédibilité accordons-nous au diagnostic établi et surtout en quoi diverge-t-il, le cas échéant, de notre propre diagnostic ?
- quelle est la validité des retraitements effectués, tant en terme de patrimoine que de flux ?
- quelle est la fiabilité des prévisions établies ?
- quelle est l'influence sur la valeur, des méthodes utilisées et par conséquent vers quel niveau de valeur nous aurait conduit l'utilisation d'autres méthodes d'autres hypothèses, d'autres paramètres ?