

# 3 – L'évaluation d'entreprise



## Plan détaillé (3)

---

- 3- Evaluation d'entreprise
  - 3-1- Les approches actuarielles
  - 3-2- Les approches comparatives

# Introduction

---

- ❑ L'évaluation se pratique à de multiples occasions
- ❑ Évaluer une entreprise : c'est déterminer une fourchette de valeur, et pas forcément un prix.

# La valeur: plusieurs approches

---

- ❑ L'approche patrimoniale
- ❑ L'approche dynamique
- ❑ L'approche par comparaisons de marché

# Les différentes méthodes d'évaluation

---

- Les méthodes d'évaluation se regroupent en 3 familles principales:
  - **les approches actuarielles**
  - **les approches comparative**
  - **les approches patrimoniales**

## Que cherche-t-on à évaluer?

---

- Celui qui achète une entreprise devient propriétaire de ses actifs **et redevable de ses dettes.**
  - Le prix à payer correspond à la valeur de marché des capitaux propres ( $V_{cp}$ )

## 3-1- Les approches actuariales



# Les approches actuarielles: principe

---

- ❑ La valeur d'un actif est égale à la valeur actualisée des flux de trésorerie qu'il peut procurer dans le futur.
  
- ❑ Quel est le taux d'actualisation?
  - Le coût des capitaux propres pour les flux qui reviennent aux seuls actionnaires => **estimation de la valeur de marché des CP (Vcp)**
  - Le coût de la dette pour les flux qui reviennent aux seuls créanciers financiers => **estimation de la valeur de marché des dettes financières (Vdf)**
  - Le CMPC pour les flux qui reviennent à l'ensemble des apporteurs de fonds => **estimation de la valeur globale de l'entreprise (VGE)**



# Exemple 1

*In DSCG2, Burlaud, Thauvron, Guyvarc'h*

---

- Soit une société créée afin de réaliser un projet dont la durée de vie est limitée à 5 ans. Les différents flux de trésorerie qu'elle va dégager sont les suivants:

	1	2	3	4	5
Flux pour les apporteurs de fonds (FTD)	200	240	300	350	400
Flux pour les créanciers financiers (FTC)	80	75	70	65	60

- Le coût du capital est de 10%, le coût de la dette après impôts est de 6% et le coût des fonds propres est de 11,2%.
- Calculer la valeur des capitaux propres par la méthode directe puis par la méthode indirecte

# Principes généraux

---

- La valeur de marché peut s'estimer par l'actualisation de flux de trésorerie (FT) sur un horizon infini:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FT_t}{(1+R)^t}$$

- D'un point de vue opérationnel, impossibilité de faire des prévisions sur un tel horizon => 2 phases:
  - La première sur laquelle vont être réalisées des prévisions
  - Une seconde phase sur laquelle l'évolution des flux de trésorerie va être modélisée

# Principes généraux

---

$$\begin{aligned} &\text{Valeur} \\ &= \\ &\text{Valeur actualisée des FT pendant la période explicite de prévision} \\ &+ \\ &\text{Valeur actualisée des FT après la période explicite de prévision} \end{aligned}$$

## La valeur terminale

---

- La valeur terminale ( $VT_n$ ) représente la valeur actualisée des flux de trésorerie sur la seconde phase.
- Hypothèse d'évolution annuelle au taux constant ( $g$ ) des flux de trésorerie sur la seconde phase (rente perpétuelle en croissance géométrique)

$$VT_n = \frac{F T_{n+1}}{R - g}$$

## Formule finale

---

- La valeur terminale  $VT_n$  est obtenue à l'année  $n$ : nécessité de l'actualiser pour obtenir une valeur en date 0.

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FT_t}{(1+R)^t} + \frac{VT_n}{(1+R)^n}$$

## L'actualisation des flux de trésorerie disponibles, FTD

---

- L'approche la plus fréquemment utilisée consiste à évaluer la valeur de marché des capitaux propres **de façon indirecte**

$$V_{cp} = VGE - V_{df}$$

- La valeur globale de l'entreprise (VGE): obtenue par actualisation au CMPC des flux nets qui reviennent à l'ensemble des apporteurs de fonds (actionnaires et créanciers financiers).
- Ces flux de trésorerie disponible (**FTD**) vont être estimés pendant  $n$  années, puis seront modélisés au-delà.

$$VGE = \sum_{t=1}^n \frac{FTD_t}{(1 + CMPC)^t} + \frac{VT_n}{(1 + CMPC)^n}$$

# L'actualisation des flux de trésorerie disponibles, FTD

---

- La valeur de marché des capitaux propres est donc égale à:

$$V_{cp} = \sum_{t=1}^n \frac{FTD_t}{(1 + CMPC)^t} + \frac{VT_n}{(1 + CMPC)^n} - V_{df}$$

- Avec:

$$VT_n = \frac{FTD_{n+1}}{CMPC - g}$$

- Cette méthode est appelée méthode des cash-flows disponibles ou Discounted Cash-Flows (DCF)

## L'actualisation des flux de trésorerie revenant aux actionnaires, FTA

---

- Valeur de marché des capitaux propres estimée directement par actualisation des flux de trésorerie revenant aux actionnaires (FTA).
- Actualisation au taux de rentabilité exigé par les actionnaires (coût des fonds propres)

$$V_{cp} = \sum_{t=1}^n \frac{FTA_t}{(1+K_a)^t} + \frac{VT_n}{(1+K_a)^n} \quad \text{avec} \quad VT_n = \frac{FTA_{n+1}}{K_a - g}$$

$$V_{cp} = \sum_{t=1}^n \frac{FTA_t}{(1+K_a)^t} + \left[ \frac{FTA_{n+1}}{K_a - g} (1+K_a)^{-n} \right]$$



## L'actualisation des dividendes

---

□ Méthode:

- Relativement proche de l'actualisation des FTA
- Mais beaucoup plus simple à mettre en œuvre
- Permet une estimation directe de la valeur de marché des capitaux propres ( $V_{cp}$ )
- La valeur d'une action est égale à la valeur actualisée des dividendes futurs:

$$V_{action} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K_a)^t}$$

# L'actualisation des dividendes

## le modèle à taux de croissance unique

---

- Le modèle de Gordon et Shapiro suppose que les dividendes vont évoluer dans le futur à un taux de croissance unique  $g$ :

$$V_{action} = \frac{D_1}{K_a - g}$$

- Où  $D_1$  représente le dividende anticipé pour le prochain exercice.
- Le taux de croissance est ici le taux de croissance moyen des dividendes sur le long terme.
- Il ne peut donc être supérieur au taux de croissance à LT de l'économie (3-4%) et encore moins au coût des FP ( $K_a$ ).

*In DSCG2, Burlaud, Thauvron, Guyvarc'h*

## **L'actualisation des dividendes**

### **le modèle à 2 phases**

---

- ❑ Le modèle de Gordon et Shapiro est réducteur du fait de son hypothèse centrale de croissance constante et unique du dividende
- ❑ Son utilisation conduit notamment à sous valoriser les actions des entreprises en phase de croissance
- ❑ le modèle à deux phases décompose l'avenir de l'entreprise en une phase de croissance de  $n$  années sur laquelle vont être établies des prévisions de dividendes et une phase de maturité, à partir de laquelle la croissance des dividendes sera stable

# L'actualisation des dividendes

## le modèle à 2 phases

---

- Le modèle de valorisation de l'action devient alors:

$$V_{action} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + K_a)^t} + \left[ \frac{D_{n+1}}{K_a - g} (1 + K_a)^{-n} \right]$$

## 3-2- Les approches comparatives



# Les approches comparatives: présentation

---

- Les approches comparatives ou « **méthodes des multiples** »
  - Evaluer une entreprise par analogie, soit à des sociétés cotées, soit à des sociétés ayant fait l'objet d'une cession dans un passé relativement proche.
- Nécessité que les sociétés soient du même secteur d'activité.

# Les principes des approches comparatives

*In DSCG2, Burlaud, Thauvron, Guyvarc'h*

---

- ❑ Soit une société cotée du secteur de la pharmacie dont la capitalisation boursière est de 20 milliard d'euros et qui réalise un bénéfice net de 250 millions d'euros.
- ❑ Si l'on souhaite évaluer une entreprise du même secteur qui dégage un bénéfice net de 60 millions d'euros, il va être nécessaire de calculer un ratio (capitalisation/bénéfice) car leur différence de taille ne permet pas une comparaison directe. Ce ratio est ce que l'on appelle un multiple.

# Les principes des approches comparatives

---

- Un multiple est le rapport entre la valeur d'une entreprise et un inducteur de valeur.
  - La valeur peut être la VGE ou la  $V_{cp}$
  - L'inducteur de valeur peut être une donnée comptable ou réelle de l'entreprise:

$$Multiple = \frac{VGE \text{ ou } V_{cp}}{\text{inducteur de valeur}}$$

- Dans l'exemple précédent, l'inducteur de valeur est le bénéfice.



# Les principes des approches comparatives

*In DSCG2, Burlaud, Thauvron, Guyvarc'h*

---

- Une démarche d'évaluation en trois étapes:
  - Constitution de l'échantillon d'entreprises comparables
  - Calcul des multiples des sociétés comparables
  - Application des multiples moyens aux données de la société à évaluer
  
- La nature du numérateur (VGE ou  $V_{cp}$ ) dépend du type d'inducteur de valeur (dénominateur).

# Les principes des approches comparatives

*In DSCG2, Burlaud, Thauvron, Guyvarc'h*

---

- ❑ Dans le cas d'un inducteur comptable il faut distinguer selon qu'il est estimé avant ou après déduction des intérêts d'emprunts:
  - Inducteur estimé **avant** déduction des intérêts d'emprunts (REX par exemple): l'inducteur va donc servir à rémunérer l'ensemble des apporteurs de fonds (actionnaires et créanciers financiers). Le numérateur est alors égale à la somme de leur richesse respective ( $V_{cp}$  et  $V_{df}$ ), c'est-à-dire **VGE**
  - Inducteur estimé **après** déduction des intérêts d'emprunts (résultat net par exemple): l'inducteur va donc servir à rémunérer les seuls actionnaires. Le numérateur est alors égal à leur richesse ( **$V_{cp}$** )
- ❑ Lorsque l'inducteur est une donnée réelle (nombre d'abonnés, quantités produites,...), il est généralement représentatif d'un chiffre d'affaires potentiel. Le numérateur est donc la VGE.

# Les principes des approches comparatives

*In DSCG2, Burlaud, Thauvron, Guyvarc'h*

---

- L'application des multiples moyens de l'échantillon aux données de la société aboutit, selon la nature du multiple, à l'estimation de la VGE ou de la Vcp de la société à évaluer.
- S'il s'agit d'un multiple de la VGE, nécessité de déduire la valeur des dettes financières pour estimer la Vcp.

$$\begin{aligned} &\text{Valeur Société} = \\ &\text{Multiple VGE}_{\text{échantillon}} \times \text{Inducteur}_{\text{société}} - \text{dettes financières}_{\text{société}} \\ &\text{ou} \\ &\text{Multiple Vcp}_{\text{échantillon}} \times \text{Inducteur}_{\text{société}} \end{aligned}$$

# Les différents inducteurs de valeur

---

- Il existe un certain nombre d'inducteurs de valeur: CA, données réelles, EBE, FTD, REX, résultat net,...

VGE	Vcp
Chiffre d'affaires	Résultat courant
Données réelles (nombre d'abonnés, etc.)	Résultat net
Excédent brut d'exploitation (Ebitda)	
Flux de trésorerie disponible (FTD)	
Résultat d'exploitation (Ebit)	

*Ebitda : earnings before interest, tax, depreciation and amortization*  
*Ebit : earnings before interest and tax*

*In DSCG2, Burlaud, Thauvron, Guyvarc'h*

## **Les inducteurs de valeur les plus fréquemment utilisés par les analystes financiers (1/5)**

---

### □ 1- le PER (Price Earnings Ratio)

$$\text{PER} = \text{cours} / \text{BPA}$$

- Le cours à retenir est généralement le dernier cours ou le cours moyen sur les 30 derniers jours. Le BPA est rarement calculé sur la base du dernier exercice publié car l'information comptable passée a déjà été incorporée dans le cours du titre.
- Le BPA se calcule en rapportant le bénéfice anticipé pour l'exercice en cours ou un exercice ultérieur au nombre d'actions en circulation.
- La valeur de l'action est alors:

$$\text{Valeur de l'action} = \text{BPA société} \times \text{PER moyen échantillon}$$

## Les inducteurs de valeur les plus fréquemment utilisés par les analystes financiers (2/5)

---

### □ 2- le PER relatif

- Lorsque l'échantillon comprend des titres cotés sur des bourses différentes, le PER de chacune des sociétés est affecté par sa place de cotation. La méthode du PER relatif va consister à supprimer l'effet que peut avoir le marché de cotation en divisant le PER de chacune des sociétés par le PER moyen de son marché de cotation:

$$\text{PER relatif} = \text{PER société} / \text{PER marché}$$

- La valeur de l'action est alors:

$$\text{Valeur action} = \text{PER relatif échantillon} \times \text{PER marché} \times \text{BPA société}$$

## **Les inducteurs de valeur les plus fréquemment utilisés par les analystes financiers (3/5)**

---

- 3- le PEG (Price Earnings to Growth)
  - Rôle des anticipations de croissance sur le PER
    - ▣ Elles jouent un rôle important sur le niveau du PER d'un titre. Dans ces conditions, évaluer une action sur la base du PER d'un échantillon d'entreprises comparables, c'est faire l'hypothèse que la croissance anticipée est identique ou proche pour toutes les sociétés de l'échantillon.
  - Si au sein de l'échantillon les sociétés ont des perspectives de croissance différentes, l'utilisation du PER va fausser l'estimation de la valeur de l'action.

## Les inducteurs de valeur les plus fréquemment utilisés par les analystes financiers (4/5)

---

- le PEG supprime pour chaque société de l'échantillon l'impact de sa croissance anticipée au niveau de son PER:

$$PEG = \frac{PER}{g}$$

- La valeur de l'action est alors:

$$\text{Valeur de l'action} = PEG_{\text{échantillon}} \times BPA_{\text{société}} \times g_{\text{société}}$$



## Les inducteurs de valeur les plus fréquemment utilisés par les analystes financiers (5/5)

---

### □ 4- multiple de l'EBITDA

- L'EBITDA (Earnings before interest, tax, depreciation and amortization) correspond à l'EBE. Estimé avant DAP, il évite que des comparaisons entre sociétés soient biaisées par des pratiques comptables différentes. Il présente donc un intérêt particulier lorsque l'échantillon comprend des sociétés européennes et non européennes.

$$Multiple = \frac{VGE}{EBITDA}$$

- La valeur de l'action est alors:

$$V_{CP} = Multiple_{EBITDA} \times EBITDA_{société} - Dette_{société}$$

## La constitution de l'échantillon

---

- ❑ Plus l'échantillon d'entreprises comparables est homogène, meilleure est l'évaluation
  - même secteur d'activité.
  - l'identité de secteur est une condition nécessaire mais pas suffisante car d'autres facteurs vont affecter la valeur des actions.
  - Prenons le cas de 2 entreprises « croissance+ » et « maturité+ » qui sont du même secteur d'activité.
  - Elles ont toutes les deux le même BPA prévisionnel (10 euros) alors que leur cours boursier est très différent

## 3-3 Le calcul des Flux



## Les FTD

---

- ❑ Comment calcule-t-on les flux de trésorerie disponibles (FTD)?
  - flux dégagés par l'activité de l'entreprise après déduction de l'impôt et de la trésorerie nécessaire à la réalisation des investissements futurs

**Flux de trésorerie disponible (FTD) =**

Résultat d'exploitation ou opérationnel

- Impôt normatif
- + Dotations aux amortissements et provisions d'exploitation (DAP)
- Reprises sur amortissements et provisions d'exploitation (RAP)
- Variation du BFRE
- Investissements bruts de l'exercice.

# Calcul de FTD

*In DSCG2, Burlaud, Thauvron, Guyvarc'h*

---

## □ Exemple 2: Evaluation de TF1 mi-2007

Le Business Plan de TF1 établi mi-2007 est présenté ci-dessous:

en millions €	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Chiffre d'Affaires	1951	2058	2161	2258	2349	2431	2504	2579
Taux de croissance		5,50%	5,00%	4,50%	4,00%	3,50%	3,00%	3,00%
Taux de marge opérationnelle	19,00%	22,00%	21,00%	20,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
<b>Résultat opérationnel</b>	370,7	452,8	453,9	451,7	446,3	461,9	475,8	490,0
Impôts (33,33%)	-123,6	-150,9	-151,3	-150,5	-148,7	-153,9	-158,6	-163,3
DAP (2,8% du CA)	54,6	57,6	60,5	63,2	65,8	68,1	70,1	72,2
variation BRFE	-13	-16	-12	-10	-10	-10	-11	-11
Investissements (2,8% du CA)	-54,6	-57,6	-60,5	-63,2	-65,8	-68,1	-70,1	-72,2

# Calcul de FTD suite...

*In DSCG2, Burlaud, Thauvron, Guyvarc'h*

---

- ❑ Exemple: Evaluation de TF1 mi-2007 suite...
- ❑ Pour l'estimation de son coût du capital, il est retenu un coût des fonds propres de 9%, un coût de la dette avant impôts de 6,6% et une structure financière composée de 80% de capitaux propres et 20% de dettes.
- ❑ Nous supposons une croissance infinie de 3% des FTD à partir de 2015 et une valeur des dettes financières de 380.
- ❑ Quelle est la valeur des capitaux propres de cette entreprise?

## Les FTA

---

- ❑ Les flux considérés dans les formules est maintenant après rémunération des créanciers financiers.
- ❑ Ce FTA représente le dividende potentiel qu'il serait possible de distribuer aux actionnaires de la société, compte tenu des remboursements et souscriptions de dettes

### **Flux de trésorerie revenant aux actionnaires (FTA) =**

Résultat net

+ Dotations aux amortissements et provisions d'exploitation, financières et exceptionnelles

- Reprises aux amortissements et provisions d'exploitation, financières et exceptionnelles

- Variation du BFR

- Investissements de l'exercice

- Remboursement de dettes

+ Émissions de dettes.