Chauveau Pauline – Gaillard Thibault – Zeller Ghislain

Master 1 de Mathématiques Appliquées

Université Paris-Dauphine

**DEVOIR MAISON DE COMPTABILITE**

1. **Présentation de l’entreprise, de son activité et de son contexte**

Levi Strauss & Co est une entreprise américaine de vêtements de marques fondée en 1853 par M. Levi Strauss à San Francisco. Elle doit sa notoriété à la commercialisation de ses célèbres *blue-jeans*, notamment le *Levi’s 501*, pantalon en tissu résistant qui était particulièrement recherché par les chercheurs d’or durant la période de Ruée vers l’or aux Etats-Unis. Aujourd’hui, la compagnie se positionne comme leader mondial du *jeanswears* et comme l’une des plus grandes marques de prêt-à-porter au monde.

Au départ, Levi Strauss & Co était un grossiste de produits non périssables. Constatant le besoin d’un pantalon de travail résistant conçus pour durer, Levi Strauss crée avec Jacob Davis en 1873, le premier jean. Dès le début, il souhaite placer sa marque dans le secteur haut de gamme. A partir de 1980, avec le lancement du jean, l’entreprise change radicalement. Depuis 1886, une étiquette en cuir est systématiquement présente à l'arrière du pantalon. On y voit deux chevaux tirant, chacun dans la direction opposée, un jean, afin d’illustrer la robustesse du jean.

En 1971, la société entre en bourse. A l’époque, c'est l'une des plus importantes cotations de l'histoire. Mais en 1984, les descendants de Levi Strauss privatisent l'entreprise en rachetant toutes les parts. Elle n'a été réintroduite en bourse qu’en mars 2019, sous le nom " LEVI ". La marque a alors bénéficié d’un regain d'intérêt par les consommateurs, avec des ventes en hausse. De plus, lors de son premier jour de cotation, le prix de l’action *LEVI* a augmenté de 32%, augmentant donc la valeur boursière de l’entreprise de près de 2 milliards d’euros.

1. **Analyse des principaux SIG de l’entreprise et de leur évolution récente**

Nous avons voulu décomposer notre analyse à travers les soldes intermédiaires de gestion, qui présentent les principaux indicateurs de performance :

-le chiffre d’affaires (CA), c’est à dire la somme des ventes et des produits de l’entreprise :

-la valeur ajoutée (VA) : , est la marge globale réalisée par l’entreprise.

-l’EBITDA (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) ou EBE en français : . On note SG&A (*sales, general and administration*) les frais généraux et administratifs. Concrètement, il représente la partie nette de l’exploitation.

-l’EBIT correspondant au résultat d’exploitation, prenant en compte les provisions et amortissements.

-l’EBIAT/REAI correspondant au résultat d’exploitation après impôt :

-le Besoin en Fond de roulement (NWC ou BFR) :

-le rendement des capitaux propres :

Tous ces SIG convergent vers un constat flagrant : l’année 2020 a été une année “noire” pour Levi, puisque tous ces indicateurs sont au plus bas sur la période 2017-2021. Cela pourrait s’interpréter facilement du fait des retombées de la crise Covid.

1. **Proposition d’une valorisation pour l’entité sur la base des différentes méthodes vue en cours**
2. *Méthode de valorisation DCF (Discount Cash Flow)*

La méthode consiste à valoriser l’entreprise par la valeur des flux de trésoreries actualisés futurs de l’entreprise. La valeur est déterminée de la façon suivante :

Avec :

les flux de trésorerie disponibles l’année N+i

le coût moyen pondéré du capital que nous supposons égal à 8,20% (valeur obtenue sur *valueinvesting.io*)

la valeur terminale

n=5 l’horizon de projection

Nous calculons d’abords les flux de trésoreries disponibles avec la formule suivante :

Pour calculer le résultat d’exploitation après impôts, nous devons faire des hypothèses sur l’évolution du chiffre d’affaires.

D’après le site *zonebourse.com* le chiffre d’affaires de Levis devrait avoir une très forte croissance en 2022 (qui s’est d’ailleurs confirmée pour le premier trimestre) puis un ralentissement de la croissance les années suivantes.

Pour les autres variables, nous les calculons en fonction de leur part dans le chiffre d’affaires. Pour chaque variables, le pourcentage du chiffre d’affaires pour les prochaines années est calculé en faisant la moyenne des % du CA des années 2017 à 2021.

Une fois tous ces calculs fait nous pouvons calculer le REAI :

Nous déterminons les taxes en utilisant le taux d’imposition donné dans le *Quarter Results* 2022 de Levis&Co.

Nous avons donc toutes les variables nécessaires pour calculer les flux de trésoreries disponibles, sauf la variation du BFR.

Nous commençons par calculer les trois ratios du BFR pour les années 2017 à 2021 :

* Le délai de rotation des stocks :

Il a explosé en 2020, en augmentant de 20 jours. Cela s’explique par la forte baisse (environs -25%) du coût des marchandises cette année là. En 2021, ce ratio a largement diminué et nous supposons donc qu’il va retrouver les mêmes valeurs qu’avant 2020 et rester stable pour les prochaines années. Nous le fixons donc à 130 jours pour notre période de projection.

* Le délai moyen de paiement clients :

Il a très fortement augmenté en 2019 (faisant suite à l’entrée en bourse de Levis), puis légèrement diminué en 2020 et est rester stable en 2021. Nous pouvons donc supposer qu’il sera aussi constant sur notre période de projection.

* Le délai moyen fournisseur :

Il a fortement augmenté en 2020. Conséquence de la crise du Covid-19, l’entreprise mettait plus de temps à être payé par ses clients et vendait moins, donc il est logique qu’elle ait négocié des délais plus longs avec ses fournisseurs. Cependant, il semble que cela ne soit pas la seule explication, car sinon il aurait dû diminuer en 2021. Nous faisons donc l’hypothèse qu’il sera constant et égal à 83 jours, comme en 2021, jusqu’en 2026.

A l’aide de ces ratios, nous pouvons calculer les montants des actifs et passifs circulants futurs. Et donc le besoin de fonds de roulement pour chaque année, ainsi que sa variation.

Nous avons donc toutes les valeurs nécessaires pour calculer les flux de trésoreries disponibles, il reste donc à calculer la valeur terminale.

Elle est définie par la formule suivante :

où g est le taux de croissance à l’infini que nous supposons égal à 3,5%

Nous pouvons donc finalement calculer la valeur de l’entreprise par la méthode DCF. Cette méthode présente toutefois certaines limites.

Premièrement, la méthode se base sur des hypothèses de projection dont il est difficile d’évaluer la pertinence. D’autant plus que nos hypothèses se basent sur les cinq dernières années, qui ont été marqués par des changements pour notre entreprise, comme son retour en bourse ou la crise du Covid-19. D’autre part, nous avons fait des hypothèses sur le taux d’actualisation (CMPC) et le taux de croissance à l’infini, mais un léger changement sur ces valeurs aura un très grand impact sur notre valorisation, passer de 8,2% à 10,2% pour le taux d’actualisation nous fait passer de 10 à 7 milliards par exemple.

1. *Méthode de valorisation par la performance*

La méthode consiste à déterminer la valeur financière d'une entreprise à travers une projection du résultat net de l'entreprise sur plusieurs années. On suppose que le résultat net de l’entreprise va avoir une croissance constante sur la période de projection. La valeur est obtenue par la formule suivante :

Avec r le taux de croissance constant, n=10 l’horizon de projection et VT la valeur terminale.

Sur une période de projection assez grande la valeur terminale est négligeable, donc on ne l’inclut pas dans nos calculs.

Pour le taux d’intérêt, nous ne pouvons pas nous baser sur les données historiques car il est très instable, notamment à la suite du retour en bourse de Levis en 2019 et la crise du Covid en 2020. Nous prenons donc le taux d’intérêt proposé par le site *zonebourse.com*.

La principale limite de cette méthode est que le taux de croissance du résultat net est supposé constant alors que dans la réalité, c’est rarement le cas.

1. *Méthode de valorisation patrimoniale*

Cette méthode permet de valoriser l’entreprise en sommant la valeur réelle des actifs et en soustrayant les dettes. Cette méthode a l’avantage d’être simple et objective, puisqu’elle se base sur le bilan de l’entreprise. Son inconvénient est qu’elle ne laisse peu de place au potentiel de valeur et à la création de richesses futures.

Pour déterminer la valeur de l’entreprise, on calcule d’abord l’Actif Net Comptable : Or travaillant sur des comptes en norme IFRS, il n’y a pas d’écart de conversion à l’actif ni au passif donc l’écart de conversion n’est pas pris en compte.

Ensuite, puisque dans l’ANC les biens sont évalués à leur coût d’acquisition et non à leur valeur réelle, il convient de calculer l’Actif Net Comptable Corrigé : Or, le rapport annuel de Lévi’s ne faisant pas mention des actifs fictifs, nous pouvons les considérer nuls, tout comme la fiscalité différée.

Enfin, la valeur de l’entreprise se calcule ainsi :

Or le Goodwill, qui représente la différence entre la valeur de marché et l’actif net d’une entreprise, est initialement déjà inscris à l’actif. La valorisation finale de l’entreprise correspond ainsi à l’ANCC.

1. *Méthode comparative*

Le principe de la méthode comparative est de comparer l’entreprise cible à différentes entreprises, dont les résultats sont comparables.

Il existe différentes méthodes pour comparer les entreprises, faisant appel à des indicateurs différents

1. **Principe de la méthode du PER**

On définit le PER comme étant le “Price Earning Ratio”. Il s’agit d’un indicateur qui exprime le nombre d’années de bénéfices que l’investisseur est prêt à payer lorsqu’il achète une action. Il se calcule de la manière suivante :

Une fois le PER de l’entreprise calculé, la valeur des Capitaux Propres (à savoir la valeur de l’entreprise) d’une société est égale à un multiple M de son Résultat Net.

Le multiple M est déterminé par référence aux PER calculés sur des sociétés cotées comparables à l’entreprise *Levi’s.*

Après des recherches et comparaison des résultats de différentes entreprises, celles retenues pour cette méthode seront *American Eagle Outiffers, GAP* et *Ralph Lauren.*

**Méthodologie utilisée pour le calcul de M :**

Une fois l’échantillon de *N* entreprises fixé, on calcule pour chaque entreprise *i* son propre PER noté *PER(i)*. Nous avons remplacé les PER négatifs, et donc incohérents par un PER nul.

A noter que les disparités existantes entre les différents marchés de capitaux (Bourse des USA, EUR, Londres, etc) doivent être corrigées. Les capitalisations récupérées dans notre cas sont toutes issues de la même bourse, ne problème ne se pose alors pas.

Ensuite, il s’agit de faire la moyenne des PER trouvés :

Il est aussi envisageable de faire une moyenne pondérée par le chiffre d'affaires ou encore par la capitalisation boursière. Dans le cas de *Levi’s* et des entreprises comparables choisies, résultats étant grossièrement similaires, nous avons opté pour une moyenne arithmétique.

1. **Autre méthode : multiple de CA, EBITDA et EBIT :**

Dans cette méthode, nous allons déterminer la valeur d’entreprise Levi’s à partir de la valeur d’entreprise des comparables.

On définit la valeur d’entreprise comme :

La valeur de l’entreprise cible :

**Méthodologie utilisée pour le calcul de M :**

Comme pour le PER, on se base sur une formule :

Une fois ce multiple calculé pour toutes les entreprises, on peut en calculer une moyenne, pondérée ou non selon la situation. Dans notre cas, on utilisera une la moyenne arithmétique.

**Remarque :** Il est parfois possible de trouver un PER négatif, notamment lors des années de décroissance de l’entreprise. L’intérêt du PER perd alors son sens. C’est une des limites de cette méthode. Il en est de même pour la méthode via CA, EBIDTA ou EBIT.

1. **Conclusion**

Après avoir appliqué ces différentes méthodes, nous résumons les valorisations (en Millions USD) pour l’année 2021 dans le tableau suivant :

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Méthode utilisée | Patrimoniale | DCF | Performances | Comparative |
| Valorisation | 3344 | 10 244,78 | 7 508,1 | Via PER : 4749,4  Via Sales : 6867,1  Via EBITDA : 3601,0 |

Pour conclure, les différentes valorisations commencent à 3,3 milliards de dollars, et montent jusque 10,2 milliards. L’écart de valorisation est moins de trois fois plus grand, ce qui atteste de la viabilité de nos résultats.

Comme nous l’avons vu, chacune de ces méthodes a des limites. Utiliser plusieurs méthodes de valorisation permet donc d’estimer plus efficacement la valeur d’une entreprise.