



Thème 09

Évaluation I

Évaluation

- Introduction & Stratégie
- L'actif économique et la création de valeur
- Présentation des méthodes d'évaluations

Introduction

- L'évaluation d'entreprise
 - L'évaluation d'entreprise est un domaine fondamental de la finance
 - À plusieurs moments de la vie de l'entreprise, les intervenants des marchés ont besoin de la valeur de l'entreprise
 - Investisseurs initiaux : ouverture du capital
 - Venture capitaliste, financement, croissance
 - Créancier : réorganisation financière, reprise du contrôle
 - Marchés M&A : acquisition, vente
 - IPO : premier appel public
 - Mais aussi : litige entre actionnaire, planification successorale, partage du patrimoine familiale, assurance, faillite

Introduction

- L'évaluation d'entreprise
 - Préalables qualitatifs & quantitatifs obligatoires
 - Analyse économique
 - Analyse sectorielle
 - Analyse stratégique
 - Analyse comptable
 - Analyse financière
 - Analyse prévisionnelle

Stratégie- Position- Les 5 forces

1. Le pouvoir de négociation des fournisseurs

- Peuvent-ils imposer leurs conditions (en terme de prix, de qualité, de délais de paiement...)
- Ils auront plus de pouvoir si
 - Ils sont peu nombreux
 - Leurs clients sont très nombreux
 - Le coût de transfert est élevé
 - Menace d'intégration verticale

2. Pouvoir de négociation des clients

- Peuvent-ils imposer leurs conditions (délais de paiement, garanties, prix...)
- Ils auront plus de pouvoir si
 - Ils sont peu nombreux
 - Il existe des produits de substitution
 - Le coût de transfert est élevé
 - Menace d'intégration verticale

Stratégie- Position-Les 5 forces

3. Produits de substitution

- Alternative pour les clients
- Menace forte quand le couple valeur/prix est supérieur à celui de l'offre existante. Exemple: MP3 versus CD; appareils photos à pellicules versus appareils numériques
- Menace faible si le gain de valeur n'est pas supérieur au supplément de prix (énergies propres?)
- Réponses: baisse des prix, accroissement de la valeur des produits

4. Menace de nouveaux entrants

- Quelles sont les barrières à l'entrée (combien et combien de temps pour rentabiliser)? Exemples de barrières: brevets, normes, protectionnisme, image de marque....

Stratégie- Position-Les 5 forces

5. Concurrence intra-sectorielle

Lutte pour les parts de marché. Plus ou moins intense en fonction des perspectives de développement, du nombre et de la taille des acteurs, des barrières à l'entrée, des frais fixes, des économies d'échelle, de la valeur des produits...

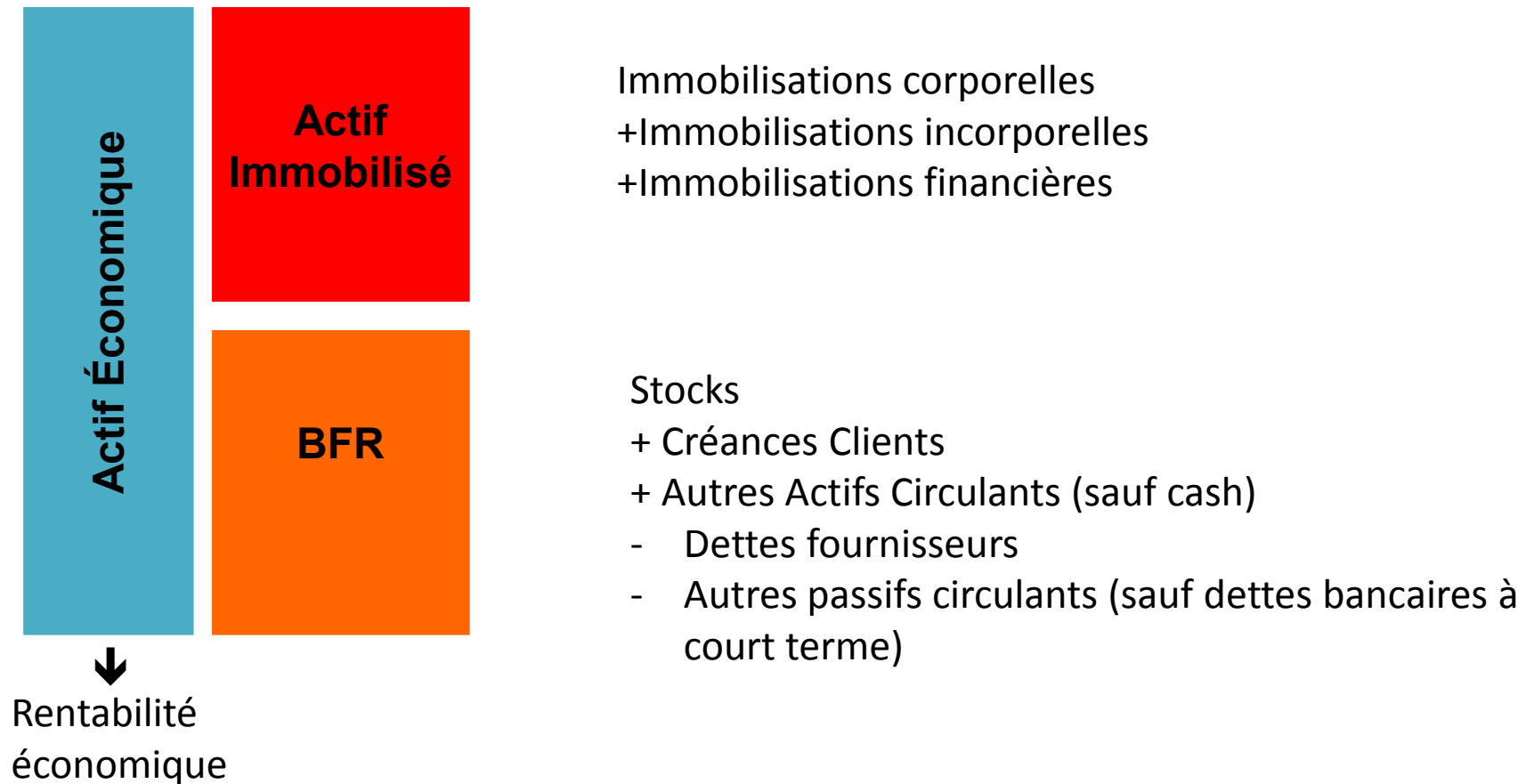
Stratégie- Ressources

- Il s'agit de s'interroger sur ce qu'une entreprise est capable de faire mieux que ses concurrents. Il peut s'agir aussi bien d'un avantage au niveau des produits vendus que de compétences.
- Ce qui ne constitue pas un avantage compétitif a vocation à être externalisé.
- Le cœur de compétence fournit l'accès à une grande variété de marchés, sa valeur perçue par le client est forte et il est difficile à imiter.
- Exemples: L'Oréal: gestion d'un portefeuille de marques; Apple (produits nouveaux avec un design novateur).
- Quelques questions à se poser: les compétences sont-elles valorisables, rares, non imitables, non substituables?

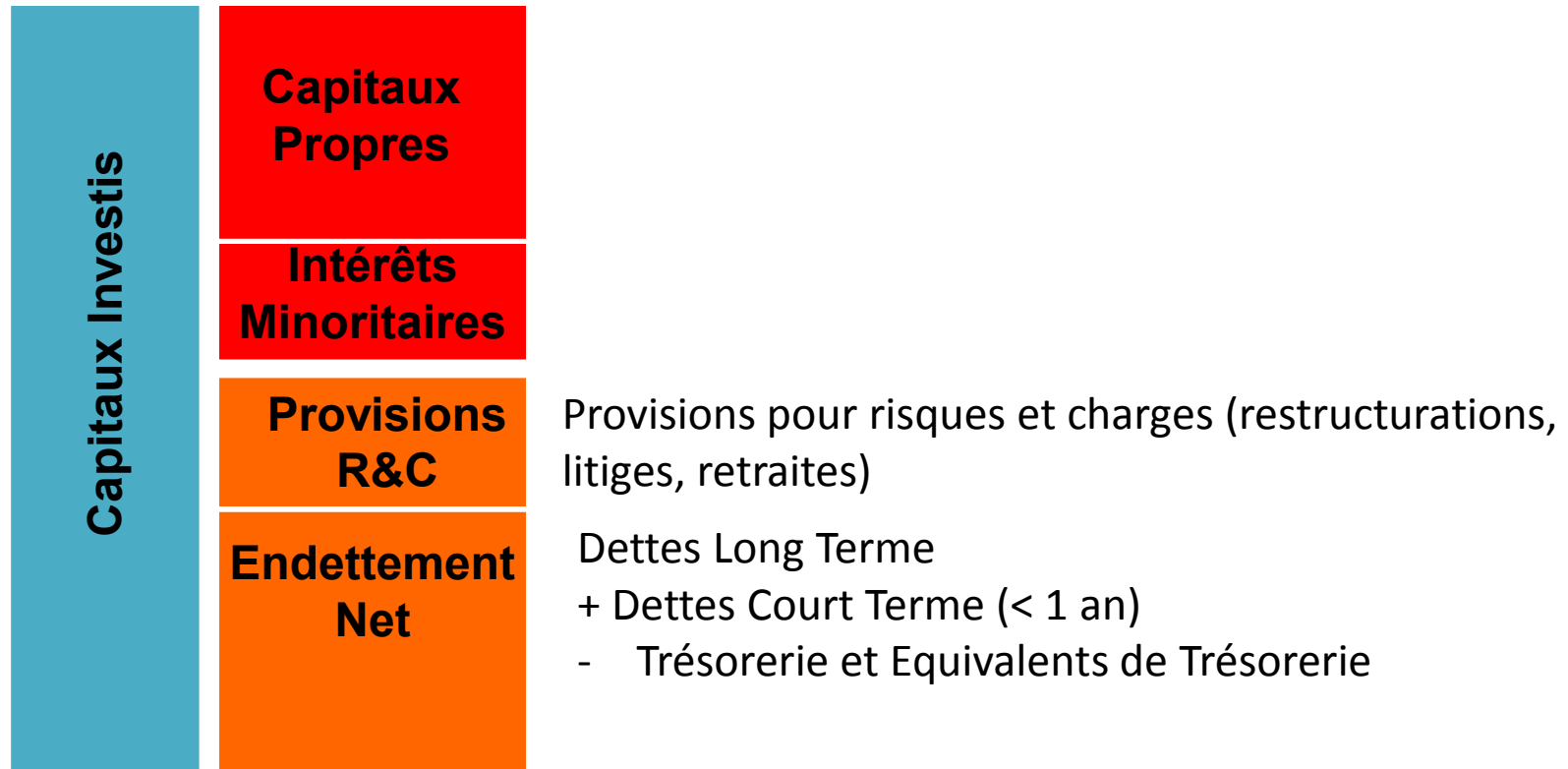
Stratégie- Les processus de décision

- Mintzberg utilise plusieurs variables qui permettent d'analyser l'organisation:
 - La structure et la coordination: division et répartition des tâches
 - L'environnement de l'organisation
 - Les buts
 - Les acteurs

Le bilan économique- Actif Economique et Capitaux Investis



Le bilan économique- Actif Economique et Capitaux Investis



Création de valeur

Actif Economique= Capitaux Investis

La rentabilité économique vient de l'utilisation des actifs d'exploitation

$$ROCE = \frac{EBIT (1 - T)}{AE}$$
$$ROCE = \frac{EBIT (1 - T)}{CA} * \frac{CA}{AE}$$

Le 1er terme est la marge d'exploitation (après impôt) et le 2eme est la rotation de l'actif économique.

Il y aura **création de valeur** si la rentabilité générée par l'actif économique dépasse le taux de rentabilité exigé par les apporteurs de capitaux (le CMPC).

(* ROCE: Return on Capital Employed)

Création de valeur

- Se souvenir qu'il convient de toujours distinguer la rentabilité de l'actif économique de la rentabilité comptable des actionnaires (ROE):

$$ROE = \frac{\text{Bénéfice Net}}{CP}$$

$$ROE = \frac{(EBIT - I) * (1 - T)}{AE} \frac{AE}{CP}$$

$$ROE = \frac{EBIT * (1 - T) - I(1 - T)}{AE} \left(1 + \frac{D}{CP}\right)$$

$$ROE = \left[\frac{EBIT * (1 - T)}{AE} - \frac{I(1 - T)}{AE} \right] \left(1 + \frac{D}{CP}\right)$$

$$ROE = ROCE + ROCE * \frac{D}{CP} - I(1 - T) * \frac{D}{CP}$$

$$ROE = ROCE + (ROCE - Kd) * \frac{D}{CP}$$

Où Kd représente le coût de la dette après impôt

L'effet de levier améliore la rentabilité des capitaux propres (si ROCE > Kd), mais n'impacte pas le ROCE.

De plus, les actionnaires supportent un risque plus élevé!

Création de valeur

- Important de distinguer la rentabilité comptable, tournée vers le passé et la rentabilité espérée tournée vers l'avenir!

Distinguer:

ROE vs k_e

ROCE, et ROCE espéré

- $VE = V_{cp} + V_d$
 - La valeur d'entreprise va dépendre de la rentabilité économique **espérée** (fonction de la croissance **anticipée**, et du risque opérationnel)
 - La valeur des capitaux propres va dépendre du taux de rentabilité exigé par les actionnaires (k_e)
 - La valeur de la dette (V_d) va dépendre du coût exigé par les créanciers (k_d)

Lorsque le ROCE **anticipé** est supérieur au CMPC, il y a création de valeur.
La valeur de l'actif économique est alors supérieure à sa valeur comptable.

Estimer la valeur

- **Les formules**

- **Valeur d'entreprise**

$$Valeur\ Entreprise = \frac{\sum_1^{\infty} FCFF_t}{(1 + CMPC)^t}$$

$$CMPC = \frac{E}{V} r_e + \frac{P}{V} r_p + \frac{D}{V} r_d (1 - T_c)$$

- Rappel: les pondérations sont calculées en valeur de marché

- **Valeur des fonds propres**

$$Valeur\ Fonds\ Propres = \frac{\sum_1^{\infty} FCFE_t}{(1 + r_e)^t}$$

- r_e est le taux de rentabilité exigé sur les fonds propres

- **On verra le détail du calcul des FCFE et FCFF dans les prochaines acétates**

$$Valeur\ Fonds\ Propres = \frac{\sum_1^{\infty} FCFF}{(1+CMPC)^t} - V(Dette) - V(Actions\ privilégiées)$$

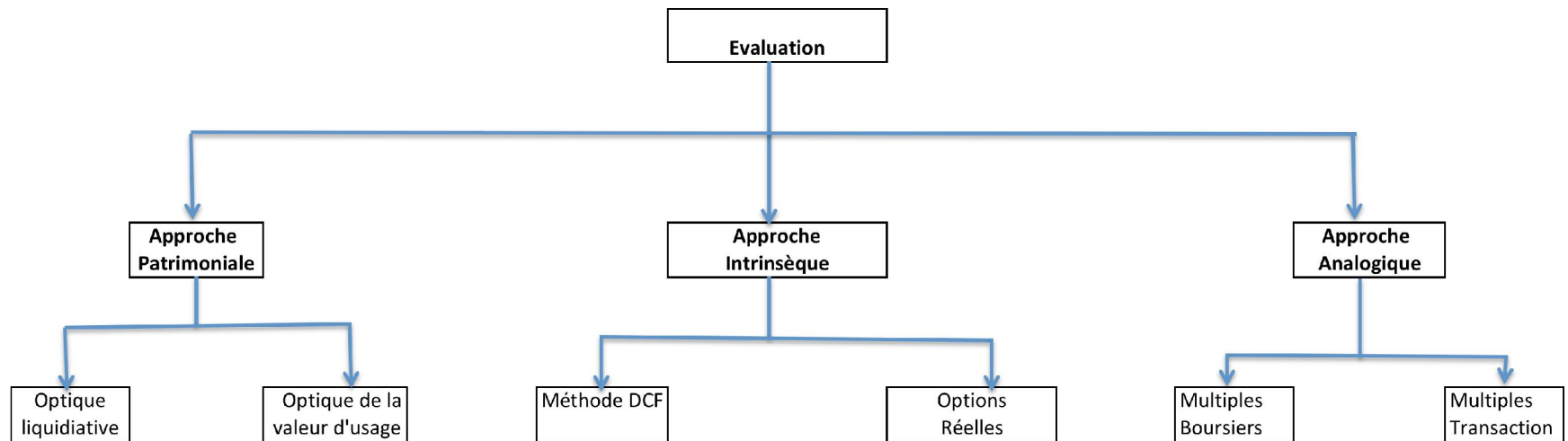
Estimer la valeur

- **Utilisation de la valeur d'entreprise ou de la valeur des capitaux propres estimées:**
 - Si $V_{cp} > \text{Cours de bourse}$ = titre sous-évalué → achat ou conservation
 - Si $V_{cp} < \text{Cours de bourse}$ = titre surévalué → vente
- $V_{cp} = VE - VD$

Démarche d'évaluation

- **Les types de méthodes**
- **Méthodes relatives (approche analogique)**
 - Basées sur **les comparables boursiers et les multiples de transaction**
 - Basées sur l'évaluation de la valeur marchande d'entreprises comparables récentes ayant servi à une transaction
- **Méthode DCF (« Discounted Cash-Flows »):**
 - Basées sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs
- **Méthodes basées sur éléments d'actif**
 - Optique liquidative: si la continuité d'exploitation est remise en doute
 - Optique de la valeur d'usage
 - Seules méthodes qui ne sont pas basées sur l'actualisation

Démarche d'évaluation



Valorisation par comparables

- Lorsqu'une méthode de valorisation relative est utilisée, la valeur d'un actif est comparée à la valorisation donnée par le marché à des actifs similaires. 90% des rapports d'analystes utilisent cette méthode, et plus de la moitié des opérations de M&A.
- Le principe sera donc:
 - Identifier des actifs comparables et obtenir leur valeur de marché
 - Standardiser les résultats obtenus => calculer les multiples
 - Identifier les multiples les plus adaptés à la cible. Les caractéristiques de l'industrie peuvent justifier le choix ou l'exclusion de tel ou tel type de multiple
 - Comparer les multiples de l'actif à valoriser avec les multiples obtenus auprès des comparables. Attention, la valeur des multiples pourra être affectée par des différences entre les entreprises. Après la prise en compte de ces différences, on pourra estimer si une entreprise est sous-évaluée ou sur-évaluée.

Valorisation par comparables

- Méthode intuitive, qui sera toujours l'objet d'une écoute attentive de la part de vos interlocuteurs.
- Le problème de la méthode peut venir des abus, et non pas de son utilisation en tant que telle.

Principes de base des multiples

$$\text{Multiple} = \frac{\text{Ce que vous payez pour l'actif}}{\text{Ce que vous obtenez en échange}}$$

- Au numérateur:
 - Valeur de marché des capitaux propres (e.g. P/E)
 - Valeur d'entreprise (VE)= valeur de marché des capitaux propres+ valeur de marché de la dette – Trésorerie et Equivalents de trésorerie
 - Dénominateur:
 - Revenus (chiffre d'affaires, nombre de consommateurs, d'unités vendues...)
 - Profits: profits revenant aux actionnaires (bénéfice net comptable brut ou ajusté), profits revenant à l'ensemble des apporteurs de capitaux (EBIT, EBITDA)
 - Flux de trésorerie (FCFE, FCFF)
 - Valeur comptable des capitaux propres....
- => Il existe deux grands types de multiples: des multiples **de capitaux propres** (PER)et des multiples de **valeur d'entreprise** (EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/CA...).

Exemples

$$PER = \frac{\text{Prix par action}}{BPA}$$

- Il y a de nombreuses variantes utilisées pour définir ce ratio.
- Au numérateur, le prix peut être le prix spot, ou une moyenne (pondérée) de cours passés (sur 6 mois, 1 an...)
- Quel BPA utilisé ? :
 - Le BPA des 12 derniers mois (trailing P/E)
 - Le BPA de la prochaine année (Forward P/E), ou bien le BPA des 4 prochains trimestres : lorsqu'on est en fin d'année
 - Le BPA au cours d'une année future
 - Le BPA brut ou dilué?
 - Calcule-t-on le BPA avant ou après les éléments extraordinaires?

Exemples

- **Exemple :**
 - BellaVista inc. a un bénéfice net de 300 \$
 - Son taux d'imposition est de 30 %.
 - Des charges de mauvaises créances exceptionnelles ont été comptabilisées pour 35 \$
 - Des stocks désuets ont été radiés pour 15 \$
 - Le PDG prend un salaire inférieur à celui du marché de 20 \$.
 - Par ailleurs, l'entreprise a comptabilisé des frais légaux inhabituels en raison d'un grief avec la municipalité pour 60 \$.
- **Calculer le bénéfice caractéristique**

Exemples

- **Exemple :**

Bénéfice net	300
Retraitements	
Mauvaises créances	35
Stocks radiés	15
Salaire sous évalué	-20
Grief	60
<u>Total retraitements</u>	<u>90</u>
Retraitements après impôt	63
 Bénéfice caractéristique	 363

Exemples

$$EV/EBITDA = [MV_{CP} + (MV_D - \text{cash})] / EBITDA$$

Où MV_{CP} est la valeur de marché des capitaux propres

MV_D valeur de marché de la dette de long terme

Le cash est exclu car les intérêts perçus ne sont pas comptabilisés dans l'EBITDA, et il s'agit d'un actif non opérationnel dont la valeur est implicitement déjà incorporée dans le calcul de la valeur de marché des capitaux propres.

- Que faire si une entreprise a des intérêts minoritaires dans son bilan? Si l'entreprise possède des participations dans d'autres entreprises?

Méthode comparables et multiples

- **Exemple :**
- L'entreprise Exemple inc. a un bénéfice caractéristique de 75 K \$.
- On identifie les comparables suivants

Comparable	Capitalisation boursière	Bénéfice
Class 2 inc.	495 000\$	50 000\$
Pareilcom inc.	1 700 000\$	110 000\$
Identica inc.	3 500 000\$	375 000\$

Méthode comparables et multiples

- **Exemple :**

- Pour déterminer le multiplicateur, on calcule pour chaque entreprise le ratio du prix sur le bénéfice, puis on dégage la valeur moyenne.

Comparable	Prix / Bénéfice
Class 2 inc.	9,9
Pareilcom inc.	15,5
Identica inc.	9,3
Moyenne	11,6

- La valeur de Exemple inc. peut, sur cette base, être estimée en multipliant le bénéfice caractéristique par 11,6 soit : $75 \times 11,6 = 867 \text{ K\$}$.

Principes de base des multiples

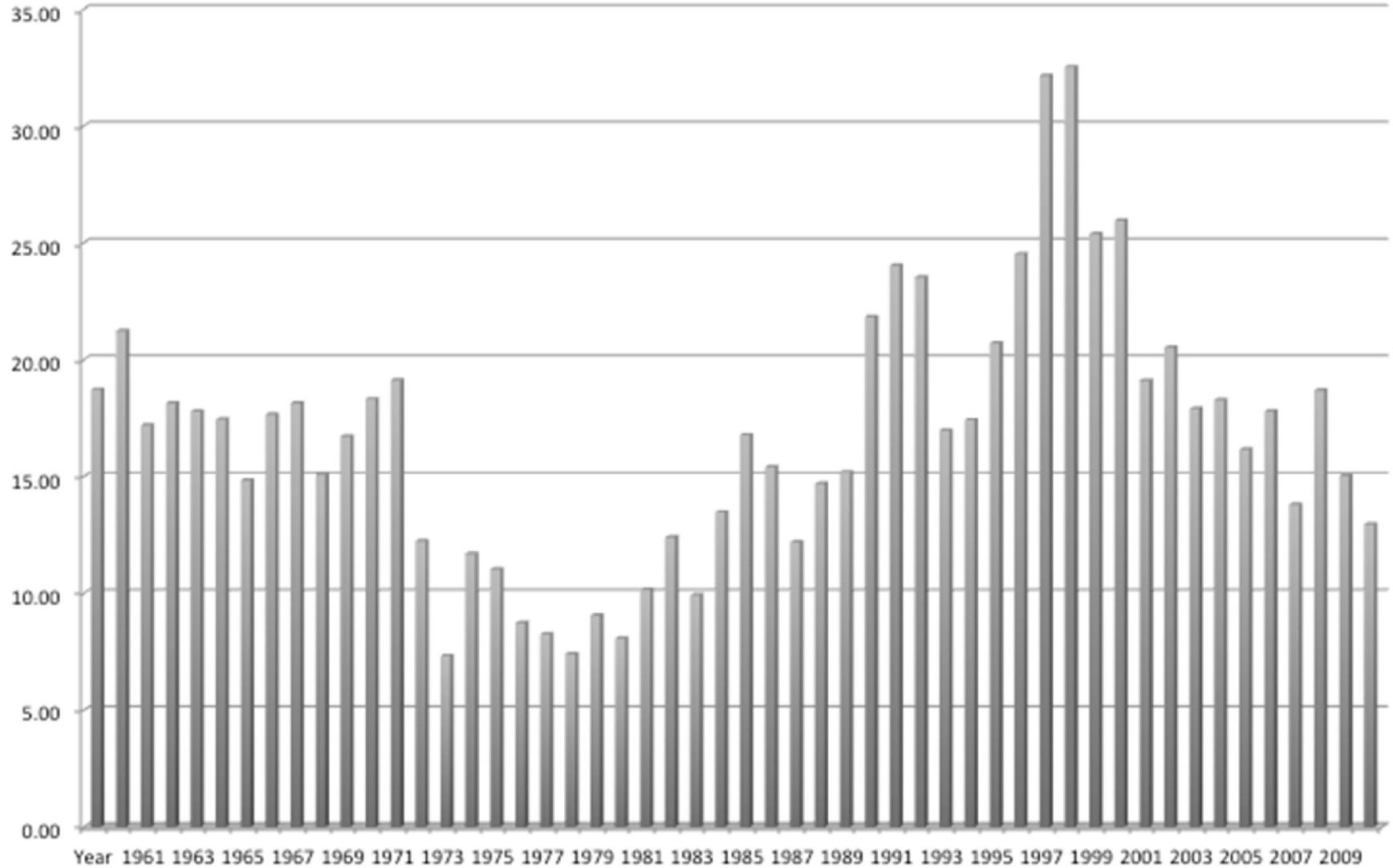
En pratique, on suit les étapes suivantes:

- Définir le multiple: attention, dans le monde réel, différents utilisateurs définissent les multiples de façon différente. Si vous utilisez et comparez des multiples préparés par quelqu'un d'autre, toujours comprendre comment les multiples ont été estimés.
- Avoir une idée de la distribution du multiple afin de pouvoir juger si un multiple est trop élevé ou faible.
- Comprendre comment tel ou tel multiple est affecté par les fondamentaux de l'entreprise.
- Appliquer le multiple à l'univers comparable.

Principe de base des multiples

- Un spécialiste vous explique que les actions sont bons marché parce que le PER aujourd'hui est faible comparé au PE historique. Etes-vous d'accord? Si non, quels facteurs peuvent expliquer un plus faible niveau de P/E aujourd'hui

PE ratio for S&P 500 over time: 1960 to 2011



Source: Damadoran

Principes de base des multiples – Analyse du ratio

- Quels sont les fondamentaux qui déterminent le niveau d'un multiple?
croissance, risque, rentabilité...
- Pour identifier ces déterminants, on peut s'appuyer sur un modèle DCF de base (ou aussi sur un modèle à plusieurs étapes).

Exemple: avec le PER:

Le DDM

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g}$$

$$\frac{P_0}{E_0} = \frac{D_0 * (1 + g)}{E_0(r - g)}$$

Et donc,

$$\frac{P_0}{E_0} = \frac{\text{Payout Ratio} * (1 + g)}{(r - g)}$$

Et on sait que $g = (1 - \text{Payout ratio}) * \text{ROE}$

Conclusions. Toutes choses égales par ailleurs:

- Une entreprise avec une croissance plus forte aura un P/E plus élevé
- Une entreprise plus risquée (risque opérationnel et financier) aura un P/E plus faible
- Une entreprise qui a moins besoin de réinvestir en interne aura un P/E plus élevé (mais on voit aussi que le taux de distribution est élevé, et moins la croissance est élevée....)

Principes de base des multiples – Analyse du ratio

- Exemple:

Calculer le P/E ratio d'une entreprise avec les caractéristiques suivantes:

Taux de croissance des bénéfices= 10%

Taux de distribution= 30%

Beta=1

Taux sans risque=3%

Prime de risque du marché=5.5%

Principes de base des multiples – Analyse du ratio

- Portrait robot d'une entreprise sous-évaluée sur la base du PER:
 - Faible P/E ratio
 - Fort taux de croissance espéré des bénéfices
 - Faible risque (et faible coût des capitaux propres)
 - Forte rentabilité (ROE)
- Dans le monde réel, quand on rencontre une entreprise qui présente un faible ratio P/E, on peut se poser les questions suivantes, afin de voir si cela est justifié:
 - Quelle est la croissance espérée des bénéfices?
 - Quel est le risque de l'entreprise? (risque opérationnel et financier)
 - L'entreprise est-elle efficace?

=> Par conséquent, quand on observe qu'une société est valorisée à des multiples moindres, il s'agit de comprendre pourquoi, avant de conclure qu'elle est sous-valorisée.

Principes de base des multiples - Application

- Comment identifier les entreprises comparables et interpréter les différences de multiples?
 - Comparaison directe: si les entreprises sont vraiment semblables (les fondamentaux qui expliquent le multiple sont très proches pour les entreprises considérées), alors la cible est chère (bon marché) si son multiple de valorisation est plus élevé (plus faible).
 - Rationalisation: si les entreprises diffèrent de façon importante le long d'une dimension clé, vous pouvez essayer de justifier la différence de multiple par cette différence.

Ex: ABC se traite sur la base d'un P/E de 18, tandis que les autres entreprises du secteur ont un P/E de 16. Cela peut se justifier sur la base d'une croissance plus élevée. Peut-être même que l'entreprise est bon marché si vous pensez que le marché sous-estime sa croissance future...

- Techniques statistiques: Si les différences concernent plusieurs dimensions, vous pouvez utiliser une régression multiple pour essayer d'avoir une estimation du multiple de la firme sur la base de ses concurrents.

Principes de base des multiples - Application

- Exemple:

Entreprise	P/E	Croissance espérée	Ecart-type du cours
Molson	42	15%	20.40%
Anheuser-Busch	22	9.89%	23.04%
Boston Beer	11	16.96%	46%
Mondavi	17	13.67%	48%

- Un analyste vous explique que Boston Beer est sous-évalué par le marché. Qu'en pensez-vous?

Méthode comparables et multiples

- **Exemple :**

- L'entreprise Retica inc. a un bénéfice caractéristique de 150 K\$, et des actifs excédentaires de 200 K\$.
- Des entreprises cotées ressemblant, en termes d'activité, à Retica présentent actuellement les conditions suivantes :

	Cours	Bénéfice par actions
Coraltor inc.	15\$	1,1\$
Visation inc.	12\$	0,7\$
Dememo inc.	7\$	0,4\$

Méthode comparables et multiples

- **Exemple :**

Comparable	PER
Coraltor inc.	13,64
Visation inc.	17,14
Dememo inc.	17,5
Moyenne	16,09

- La valeur de Retica inc. peut, sur cette base, être estimée à :

$$\begin{aligned} & \text{Bénéfice caractéristique} \times 16,09 + \text{actifs excédentaires} : \\ & = 150 \times 16,09 + 200 = 2\,614 \$ \end{aligned}$$

Utilisation des multiples de capitaux propres

- Le P/E est **le plus simple** et **le plus dangereux**. Parce qu'il normalise la structure financière de la cible sur la structure financière moyenne de la cible, il peut conduire à sous-évaluer ou sur-évaluer la valeur des capitaux propres de la cible. Autre solution: utiliser l'approche par régression.
- Il a l'avantage d'intégrer la situation fiscale de la société cible à l'analyse.
- Des études montrent que les bénéfices et les Cash-Flows sont fortement corrélés avec les rentabilités boursières à horizon 5 ans. Pour des horizons plus court, les bénéfices seraient plus fortement corrélés avec les rentabilités boursières que les cash-flows.

Multiples de valeur d'entreprise

- Les utiliser quand les structures financières diffèrent, et/ou quand les comparables font des pertes
- Multiples d'EBITDA, d'EBIT, de CF opérationnel...
- Les multiples d'EBIT: indépendants de la structure financière et reflètent l'intensité capitalistique de l'entreprise (intègrent les amortissements). Mais peuvent être significativement affectés par les méthodes d'amortissement. Peut-être biaisée si les investissements génèrent une rentabilité anormalement basse.
- L'EBITDA est rarement négatif, contrairement au bénéfice net, et non affecté par les méthodes d'amortissement. Mais ignore l'impact des nouveaux investissements sur les futurs cash-flows (problème pour une société en croissance).
- Dans les LBO, le ratio EV/EBITDA est très populaire. L'EBITDA est une mesure de CF venant des opérations avant les dépenses discrétionnaires, et qui peut être comparée aux paiements de la dette que l'on prévoit de faire.

Méthode comparables et multiples

- **Résultats d'après certains praticiens:**
 - Presque 85% des rapports d'évaluations de fonds propres sont basés sur les multiples et comparables
 - Au moins 50% des acquisitions sont basées sur les multiples
 - Au départ une règle du pouce, aujourd'hui jugement final

Multiples appliqués dans le futur

- **Intuition derrière la méthode**
 - **Faiblesses des comparables et multiples actuels pour l'évaluation de l'entreprise fermée**
 - Croissance différente
 - Entreprise fermée versus publique
 - Est-ce vraiment comparable?
 - **L'entreprise dans 5 ans sera un peu plus comparable aux entreprises publiques actuelles**
 - **C'est-à-dire que son rythme de croissance sera parvenu à un rythme de croisière**

Multiples appliqués dans le futur

- **La méthode**

- Estimer le moment où l'entreprise sera parvenue à un « rythme de croisière »
 - Exemple : dans 5 ans
- Appliquer la méthode des comparables
 - Valeurs choisies
 - Entreprises choisies
 - Recherche de données
 - Calcul de la valeur de sortie
- Actualiser cette valeur
 - Nécessite d'estimer le taux de rendement requis pour les 5 ans à venir en considérant le stade de développement de l'entreprise

Multiples appliqués dans le futur

- **Avantages**

- Comparaisons plus plausibles : entrée en Bourse possible
- Données disponibles : IPO prospectus
- La valeur correspond à la valeur de sortie possible pour un investisseur actuel

- **Inconvénients**

- Ne tient pas compte des flux intermédiaires
 - Cash flow et financement
- Ne fonctionne pas pour les entreprises traditionnelles ne cherchant pas l'IPO
- Méthode très dépendante du taux d'actualisation

Multiples appliqués dans le futur

- **Exemple : Futur Tech.**

- une petite entreprise en démarrage, qui négocie avec un investisseur en capital de risque
- Après analyse, l'investisseur est prêt à investir 400k\$ dans l'entreprise
- Il s'agit de négocier la part des actions qui correspond à cette mise de fonds de 400k\$
- Si l'entreprise est évaluée à 800 K\$, l'investisseur détiendra 50% des votes; si la valeur est de 1600K\$, la part sera de 25%.

Multiplés appliqués dans le futur

- **Exemple : Futur Tech.**

- Horizon d'évaluation:

- L'investisseur s'attend à sortir dans 5 à 7 ans
 - Retenir une durée de cet ordre pour établir les prévisions

- Établir des prévisions réalistes de ventes :

- Analyser le marché
 - Analyser le secteur

- Choisir l'année de sortie

- Dans les faits, cela doit faire l'objet d'une entente écrite entre les parties

- Estimer le coût des fonds propres

- Entreprise en démarrage, première ouverture de capital :
 - $r_e = 50\%$

Multiples appliqués dans le futur

- **Exemple : Futur Tech.**

	2009	2010	2012	2013	2014
Vente M\$	14	15	17	18	20
Multiple					1.3
					26 M\$

Coût des fonds propres : 50% $\rightarrow 26 \times (1.50)^{-5}$

Valeur
actuelle

3.42 M\$

Droit de
vote

11.7%

Multiples appliqués dans le futur

- **Conclusion sur le choix des méthodes**
- De façon générale, la méthode des multiples convient :
 - Aux entreprises sorties de la phase de développement (croissance stable)
 - Pour les autres : fermées, toujours en croissance
 - Méthode appliquée dans le futur ou autres méthodes que celle des multiples
 - Plus particulièrement, les multiples :
 - Bénéfices, valeur aux livres et ventes sont utilisées

Multiples de transaction

- On estime les multiples de valorisation (P/E, multiple de CA, EBITDA...) de transactions récentes concernant des entreprises comparables.
- On multiplie ensuite les CF correspondants de la cible par ces multiples pour obtenir une valeur de marché de la cible.
- Cette valorisation incorpore une **prime de contrôle**, contrairement à la valorisation par multiples.
- Difficulté: trouver des transactions récentes d'entreprises vraiment comparables.
- Parfois, on cherchera des transactions dans d'autres industries qui présentent des similitudes en terme de croissance, risque et rentabilité.

Bibliographie

Finance d'entreprise, Vernimmen, Quiry P., Le Fur Y., 2018, Dalloz

Fusions Acquisitions, Ceddahah F., 2017, Economica

Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities, 8th edition, 2015
DePamphilis D., Academic Press

Applied Corporate Finance: a user's manual, Fourth edition, 2014, Damadoran
A., Wiley