

Evaluation d'entreprises, A quelle méthode se fier ?

Les techniques d'évaluation d'entreprises visent à déterminer une approche rationnelle permettant d'apprécier des éléments qui sont souvent subjectifs tels que la qualité des clients, des services, l'incertitude du secteur, etc. Des éléments souvent difficiles à quantifier. Le choix de la « meilleure » méthode, ou plutôt la confrontation de plusieurs méthodes, est un enjeu décisif pour les décideurs économiques. Dans le premier article d'une série consacrée aux valorisations, Pascal Rakovsky et Philippe Piérard, responsables du département « Transaction Services » de PricewaterhouseCoopers, dressent un rapide panorama des méthodes traditionnelles d'évaluation des sociétés.

L'évaluation patrimoniale

Cette approche vise à dégager une valeur de marché pour le patrimoine de l'entreprise à partir de ses comptes annuels. L'évaluation patrimoniale, souvent admise dans le cadre de valorisations fiscales, a comme fondement le calcul de l'actif net réévalué. Les corrections apportées à l'actif net concernent essentiellement des réévaluations d'immeubles, revalorisations de stocks, prise en compte de plus-values latentes sur immobilisations financières, ainsi que l'élimination des « non-valeurs », par exemple les frais d'établissement. Certaines méthodes plus élaborées prennent en compte différents éléments incorporels que sont la marque, la clientèle ou encore les frais de recherche et de développement. Des éléments qui jouent un rôle de plus en plus important dans la valeur de l'entreprise. Deux des méthodes les plus élaborées sont la méthode des Praticiens et la méthode des Anglo-Saxons.

L'évaluation patrimoniale, quelle que soit la formule utilisée, a pour avantage sa grande simplicité. Sa principale faiblesse réside, par contre, dans le fait qu'elle repose sur des données comptables obsolètes et ne permet pas d'appréhender les changements qui interviennent parmi les éléments constituant la valeur de l'entreprise.

1. La méthode des Praticiens

Selon cette méthode, la valeur de l'entreprise est définie comme étant la moyenne arithmétique de son actif net réévalué et de sa valeur de rentabilité, à savoir le dernier bénéfice connu divisé par le taux sans risque.

Si cette approche est très simple, elle accuse cependant certaines faiblesses. On peut, en effet, regretter une pondération égale entre l'actif net et le dernier bénéfice connu qui résulte de l'arbitraire. Ensuite, l'utilisation d'un taux sans risque est incompatible avec la réalité des marchés financiers et l'exigence d'une prime de risque, corollaire d'un résultat par définition aléatoire.

2. La méthode des Anglo-Saxons

Dans le cas présent, la valeur de l'entreprise est constituée de la somme de son actif net réévalué et d'un Goodwill. Le Goodwill est défini comme étant la différence entre, d'une part, le bénéfice net de l'entreprise et, d'autre part, l'actif net réévalué multiplié par le taux de rémunération de l'actif. En d'autres termes, il s'agit de l'excédent du résultat sur la rémunération minimale de l'actif net réévalué.

Cette formule a pour avantage de dégager une valeur globale assez réaliste. L'apport de ce super profit, que traduit le Goodwill, introduit, en effet, la notion de retour sur capitaux utilisés. De plus, une forme développée du modèle tient compte de la notion de taux risqué.

Ces avantages ne doivent cependant pas occulter les obstacles liés à une détermination pertinente des différents paramètres nécessaires au calcul du Goodwill, notamment le taux de rémunération de l'actif.

L'évaluation financière

Si la prise en compte d'un taux d'actualisation risqué dans les formules les plus élaborées de l'évaluation patrimoniale reflète la rentabilité spécifique des actions, aucun critère de référence au prix du marché n'est cependant pris en considération.

A l'opposé, l'approche financière de la valeur d'une entreprise se réfère à des données de marché. Préoccupé essentiellement par le rendement de son placement et soucieux de limiter son exposition à une participation minoritaire, l'investisseur financier choisira cette approche plus familière aux opérateurs de marché.

L'évaluation financière englobe différentes méthodes de valorisation, notamment la référence à des valeurs transactionnelles portant sur des entreprises comparables. L'approche boursière est une des méthodes les plus fréquemment utilisées.

Celle-ci consiste à déterminer la valorisation d'une entreprise non cotée par référence à des multiples, dérivés à partir des données de marché d'entreprises comparables.

On se référera à une entreprise déjà cotée en bourse ou pour laquelle une évaluation récente a été rendue publique (introduction en bourse, offre publique d'échange,).

Le principe est simple, ce qui explique l'universalité et le succès de ce type de méthode qui a, en outre, l'avantage d'être prospective, c'est-à-dire tournée vers l'avenir.

Le principal obstacle réside dans le fait qu'il est très peu vraisemblable de trouver une entreprise strictement semblable à celle qui fait l'objet de la valorisation. Pour cette raison, il est fait référence à plusieurs critères de comparaison : multiple du bénéfice (Price Earning Ratio), multiple du chiffre d'affaires, etc.

Les multiples peuvent, le cas échéant, être ajustés pour prendre en compte les caractéristiques propres à l'entreprise à valoriser. Ainsi, des perspectives de synergie justifieront une révision à la hausse du multiple, tandis que le manque de liquidité d'une entreprise non cotée se traduira par une diminution du multiple. Voici deux des multiples les plus fréquemment utilisés : le rapport Cours/Bénéfice (Price Earning Ratio) et le rapport Cours/Bénéfice avant résultat financier, impôts et amortissements (Price/EBITDA Ratio)

1. Le rapport Cours/Bénéfice (Price Earning Ratio)

A nouveau, la mise en uvre de la méthode est très simple, le Price Earning Ratio étant une donnée en général très facilement accessible. En outre, il s'agit d'un indicateur pour le moins intéressant puisqu'il met en relation le prix et le bénéfice actuel, exprimant ainsi la cherté d'une entreprise, c'est-à-dire le nombre d'années de bénéfices qu'un investisseur est prêt à payer pour acquérir une entreprise. Malheureusement, la sélection de l'entreprise « comparable », tant en termes de risques associés aux activités de l'entreprise qu'en termes de potentiel de croissance attendue, est souvent subjective et peu rigoureuse. Prendre comme référence le Price Earning Ratio d'un groupe d'entreprises ne permettra pas d'éliminer ces inconvénients. Enfin, cette méthode s'avère inapplicable pour les entreprises présentant des résultats déficitaires ou encore pour celles dont l'activité est cyclique.

2. Le rapport Cours/Bénéfice avant résultat financier, impôts et amortissements (Price/EBITDA Ratio)

L'utilisation de ce multiple facilite la comparaison entre entreprises opérant dans le même secteur mais ayant une structure financière, une politique d'amortissement et une planification fiscale différentes. Pour le reste, les avantages et les inconvénients sont semblables à ceux relevés pour le Price Earning Ratio.

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie libre (Discounted Free Cash Flow Method)

Cette méthode de valorisation, basée sur la capacité d'une entreprise à générer des flux de trésorerie dans le futur, conduit à actualiser ces flux futurs à un taux qui reflète le coût d'opportunité du capital investi dans l'entreprise et le risque inhérent à l'entreprise. La somme de ces flux actualisés représente la valeur actuelle nette de l'entreprise (Net Present Value). L'estimation de ces flux de trésorerie libres se fait sur un horizon prévisionnel, variant généralement entre 5 et 10 années. Au-delà de cette période, il convient d'ajouter une valeur terminale ou une valeur résiduelle.

Les flux libres de trésorerie (Free Cash Flows)

Les flux de trésorerie utilisés dans cette méthode de valorisation sont les flux libres de trésorerie liés aux activités d'exploitation, c'est-à-dire excluant les flux liés à la structure financière de l'entreprise (paiement de dividendes, de charges financières,...). Les flux libres de trésorerie se décomposent de la manière suivante : bénéfice avant résultat financier et impôts + charges d'amortissements - dépenses d'investissement +/- variation du besoin en fonds de roulement - charge fiscale calculée indépendamment de la structure financière.

La prise en considération de flux libres de trésorerie dans la méthode de valorisation permet d'estimer la capacité de l'entreprise à générer de la trésorerie indépendamment de sa structure de financement. Cet élément, et le coût qui en découle, est appréhendé au niveau du taux d'actualisation.

Le taux d'actualisation

Le taux utilisé pour actualiser les flux libres de trésorerie est le coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital). Ce taux se définit comme la somme :

- du coût des capitaux propres, pondéré par l'importance de ces capitaux propres dans la structure de financement à long terme de l'entreprise (capitaux propres et dettes financières à long terme) ;
- du coût lié à l'endettement financier à long terme, pondéré par le poids de cet endettement dans la structure de financement à long terme de l'entreprise.

Le coût des capitaux propres se calcule par référence à la rentabilité exigée par les actionnaires d'entreprises comparables cotées en bourse.

La pondération entre l'endettement financier et les capitaux propres est déterminée par référence à une structure de financement optimale, c'est-à-dire générant un coût de financement minimum pour l'entreprise.

La valeur terminale

Cette valeur est déterminée sur base de la tendance observée au niveau des résultats enregistrés au cours des dernières années de l'horizon prévisionnel. Elle prend également en compte l'évolution attendue et la structure du marché (degré d'instabilité, importance des barrières à l'entrée/à la sortie, poids des économies d'échelle, effet de la courbe d'expérience,). L'estimation de la valeur terminale peut s'appréhender de deux manières. La première consiste à déterminer une rente perpétuelle à partir d'un flux de trésorerie "normalisé". Cette approche, ayant la faveur des investisseurs industriels soucieux d'envisager leur investissement dans la continuité de l'exploitation, permet de considérer la valeur de l'entreprise à très long terme.

Afin d'estimer la valeur terminale, l'investisseur financier optera plutôt pour l'application d'un multiple aux résultats prévus la dernière année de l'horizon prévisionnel (P/E, P/EBITDA,). Ce multiple, déterminé sur base des valorisations boursières d'entreprises comparables ou de transactions effectuées sur des entreprises comparables, est représentatif de la valeur à laquelle l'investisseur peut envisager, à terme, la cession de son investissement. Dans ce contexte, la valeur terminale de l'entreprise se calcule de la même manière que dans le cas de l'approche boursière.

Quelle que soit l'approche utilisée, l'appréhension de cette valeur terminale revêt une importance capitale lors de l'évaluation d'une entreprise. En effet, selon le marché sur lequel l'entreprise opère, par exemple le secteur de la haute technologie, cette valeur pourra être supérieure à 100% de la valeur totale de l'entreprise.

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie libre bénéficie d'un grand intérêt dans la mesure où elle tient particulièrement compte des spécificités propres à l'entreprise (risque lié à l'activité, perspectives de croissance, dépenses d'investissement,). La mise en uvre de cette méthode amène, en effet, l'évaluateur à se pencher sur l'avenir de l'entreprise, sur l'évolution de sa position concurrentielle et sur la tendance du marché dans lequel elle opère.

L'application de cette méthode présente, cependant, certaines difficultés pratiques liées à l'estimation de différents paramètres.

Ainsi, l'estimation du taux d'actualisation est délicate pour les raisons suivantes :

- le coût des fonds propres est déterminé sur base de données passées et non futures ;
- la pondération entre l'endettement financier et les capitaux propres n'est guère aisée vu la difficulté d'appréhender une structure de financement optimale pour l'entreprise.

Par ailleurs, l'estimation des flux libres de trésorerie représente un exercice subjectif dépendant de l'appréciation des perspectives de développement futur de l'entreprise. D'autre part, l'accès à l'information sur l'entreprise est souvent limité, en particulier pour l'analyste externe ou l'acquéreur potentiel. Dans ces conditions, il est difficile d'anticiper l'évolution de la stratégie de l'entreprise ou l'adéquation des moyens humains et techniques aux développements attendus.

Enfin, le calcul de la valeur terminale, composante souvent importante de la valeur totale de l'entreprise, est également délicat en raison des incertitudes qui surgissent au-delà de l'horizon prévisionnel.

Conclusion

Que conclure de l'ensemble des méthodes d'évaluation exposées ? Premièrement, il faut souligner qu'aucune méthode ne fournit une évaluation exacte et indiscutable. La modélisation théorique est certes nécessaire pour répondre aux besoins des parties impliquées dans la transaction ; néanmoins, elle a peu d'intérêt sans la nécessaire adaptation aux réalités du marché et de la négociation. En effet, les rapports de force entre cédants et cessionnaires interviennent dans la fixation du prix de la transaction et peuvent modifier considérablement la valeur de l'entreprise déterminée au préalable par les experts.

Il convient donc de ne pas dissocier l'évaluation de son contexte : la transaction. C'est dans cet esprit que l'on tiendra compte, lors du choix de la méthode d'évaluation, de paramètres tels que la nature de l'acquéreur potentiel ou du vendeur (financier, industriel,) et ses motivations (continuité des activités de l'entreprise, liquidation de l'entreprise, synergies éventuelles, introduction en bourse,...).

*Pascal Rakovsky, Associé et Philippe Piérard, Directeur, responsables du département
"Transactions Services"
Agefi, Janvier 2001*