

Lettre trimestrielle n°7 – 2ème trimestre 2011

Sommaire :

- Edito du Président  
*Page 1*
- Incorporels et valeur terminale : le grand écart  
*Page 2*
- Expliquer l'écart entre valeur de marché et valeur comptable  
*Page 8*
- Méthode patrimoniale et méthode financière : les raisons d'une divergence et comment les réconcilier  
*Page 13*
- Ecart entre valorisation et capitalisation : comment les expliquer ?  
*Page 19*
- Ecart de valeur dans les approches multicritères mises en œuvre dans le cadre des attestations d'experts indépendant rendues dans le cadre d'opérations de marché  
*Page 22*

Edito du Président,

*L'association A3E souhaite apporter sa contribution à la réflexion, afin de rappeler les fondamentaux de la démarche d'évaluation, de développer et d'homogénéiser les bonnes pratiques, et de diffuser les résultats des différentes études et enquêtes qu'elle réalise depuis de nombreuses années.*

*L'objectif des lettres trimestrielles est de partager certaines réflexions autour d'un thème qui servira de fil conducteur pour chaque numéro.*

Dans un contexte de crise majeure et durable, marqué par une forte volatilité et sensibilité des marchés aux nouvelles, voire aux rumeurs, les causes d'écarts et les montants des écarts entre les méthodes utilisées dans une évaluation ont fortement augmenté, notamment pour les sociétés cotées.

La mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères, combinée aux tests de sensibilité qui se généralisent, ont souvent tendance à accentuer les écarts apparents, contrairement à ce qu'on aurait pu prévoir.

Les écarts peuvent être liés à des erreurs ou incohérences dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation, aux modalités de valorisation des actifs incorporels. Ils peuvent également être liés à des distorsions de plus en plus fortes, pour les sociétés cotées, entre le prix et la valeur. Ainsi, la valeur retenue s'apprécie de plus en plus au regard d'un « nuage de points » large, qui peut apparaître souvent comme un « brouillard ».

Différents membres de l'A3E, experts, évaluateurs et universitaires, vous livrent leurs réflexions sur le thème des écarts, en analysant le sujet sous différents angles : écarts liés aux méthodes retenues, écarts liés à la valorisation des incorporels, écarts entre valeur de marché et valeur comptable, écarts entre capitalisation et valorisation, en introduisant pour terminer une réflexion sur un thème intéressant, que l'association se propose d'engager en 2012 : jusqu'à quel niveau de convergence une valeur déterminée selon une approche multicritères reste pertinente, et dans le cas contraire, quelle incidence cela devrait avoir sur la présentation de la synthèse de l'évaluateur.

*Christophe VELUT – Président A3E Lyon*

---

Comité de Rédaction :

Eddy BLOY, Edouard CHASTENET, Bertrand MANET, Alain MARION, Christophe VELUT.

*La lettre présente les réflexions des membres de l'association sur des thèmes liés à l'évaluation. Les articles insérés dans cette lettre sont le fruit de l'étude d'un groupe de travail ou de leur(s) auteur(s) intervenant à titre personnel. Elles ne sauraient engager l'association A3E ni les sociétés mentionnées dans cette lettre, en aucune manière.*

## Incorporels et Valeur Terminale : le grand écart<sup>1</sup> !

Rémy Paliard –Professeur de Finance à EM Lyon Business School – gérant ValoConsult

« Les processus de croissance des entreprises impactent différemment leurs multiples : la croissance interne ne donne pas l'occasion de mettre en lumière l'immatériel et la croissance externe extériorise ces éléments, au travers des prix successifs payés pour les acquisitions».

« La question du poids des incorporels ne se pose pas seulement pour l'utilisation de certains multiples : elle a aussi un impact sur le calcul de la valeur terminale dans la valorisation par les cash-flows actualisés lorsque l'on utilise l'approche du "cash flow fade" ».

« Le point essentiel est que si l'on retient les mêmes hypothèses pour l'entreprise qui a externalisé la valeur de l'immatériel par des acquisitions, on obtient un chiffre sensiblement différent pour la valeur terminale, et donc une valorisation supérieure pour l'entreprise par rapport à l'entreprise qui s'est développée en interne ».

« Ce n'est pas le chemin choisi pour la croissance qui importe, si l'accès aux ressources se fait dans un environnement concurrentiel, les taux de marge opérationnelle devraient tendre à s'établir à un niveau similaire. »

« Il convient de fixer au terme du cash flow fade un objectif de taux de marge opérationnelle basé sur l'obtention d'une RCE au moins égale au Cmpr pour les entreprises qui ont externalisé l'immatériel ».

« La mise en œuvre de la dernière approche suppose que l'on dispose d'un échantillon de pairs ayant "externalisé" l'immatériel lors d'acquisitions. Cela permet de réduire sensiblement les écarts de valorisation résultant d'une absence de prise en compte de l'immatériel. »

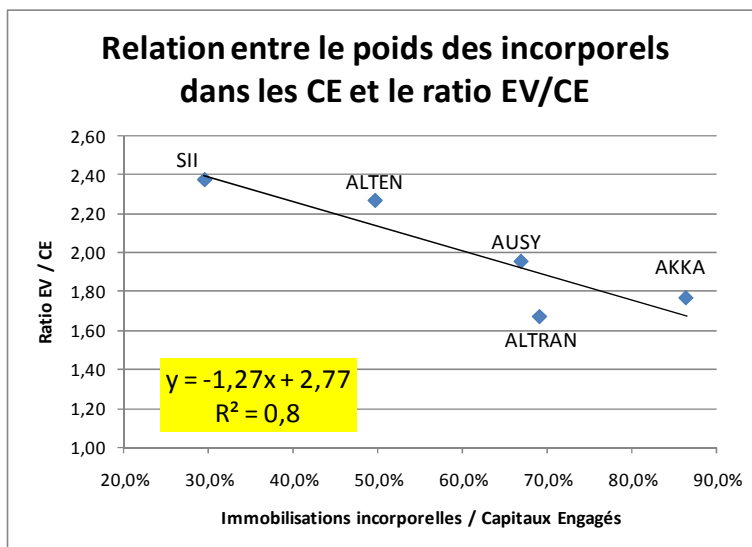
*Le lexique des abréviations utilisées est présenté à la fin de l'article.*

A l'occasion de l'évaluation récente d'une société d'ingénierie, j'ai été amené à me pencher de plus près sur **l'impact du processus de croissance des entreprises de ce secteur sur leurs multiples :**

- **Croissance interne, qui ne donne pas l'occasion de mettre en lumière l'immatériel**, et notamment le capital humain et la marque, ce qui se traduit par des capitaux engagés très modestes, une rotation des capitaux (CA/CE) très élevée, et une RCE « stratosphérique »...
- **Croissance externe, qui « extériorise » ces éléments, au travers des prix successifs payés pour les acquisitions**, qui conduisent à une rotation des capitaux et à une rentabilité des capitaux engagés beaucoup plus raisonnables.

<sup>1</sup> Merci à Edouard Chastenet, d'Ernst & Young, qui a le premier attiré mon attention sur les limites du cash flow fade, lorsque les éléments immatériels sont significatifs.

Le graphique ci-dessous illustre la relation entre l'externalisation des incorporels et la valorisation des capitaux engagés, pour cinq entreprises de ce secteur :



Appliquer un multiple EV/CE médian des pairs, sans s'assurer que l'entreprise évaluée a bien le même poids des incorporels dans son bilan conduirait donc à une estimation du prix potentiellement erronée. Et à tout le moins l'utilisation de la régression s'impose : une entreprise n'ayant aucune immobilisation incorporelle se verrait créditée d'un ratio de 2,77, ce qui conduit à une valorisation supérieure de 38% à celle obtenue avec le ratio médian EV/CE de 2,0...

**Mais cette question du poids des incorporels ne se pose pas seulement pour l'utilisation de certains multiples : elle a aussi un impact sur le calcul de la valeur terminale dans la valorisation par les cash flows actualisés, lorsque l'on utilise l'approche du « cash flow fade ».**

Cette approche, qui repose sur l'hypothèse – somme toute raisonnable, en environnement concurrentiel – que les avantages compétitifs ne durent pas toujours, consiste à parier sur la disparition à terme des avantages compétitifs, et à ramener progressivement la RCE de l'entreprise, au-delà de la période des prévisions détaillées, jusqu'au niveau du  $Cmpr^2$ .

Mais ramener la RCE au niveau du  $Cmpr$  n'est acceptable que si les capitaux engagés sont « complets ». Autrement, en appliquant une RCE égale au  $Cmpr$  à des capitaux « incomplets » on réduit le NOPAT à un niveau très faible, correspondant à une marge opérationnelle très inférieure à celle des pairs. Et on sous-évalue la valeur terminale, et donc l'entreprise.

<sup>2</sup> Voir mon article dans le 2<sup>ème</sup> numéro de cette lettre : « le dilemme de la Valeur Terminale ».

L'exemple ci-dessous illustre le propos, en montrant la valorisation obtenue par la mise en œuvre du cash flow fade à deux entreprises, qui ont les mêmes perspectives de développement, mais dont l'une n'a connu que de la croissance interne jusque là, et l'autre à acquis sa taille actuelle largement par croissance externe, ce qui a « externalisé » l'immatériel<sup>3</sup>.

**Etape 1 : Calcul de la Valeur de l'Entreprise avec Valeur Terminale obtenue par Gordon Shapiro :**

On trouve ci-dessous la valorisation de l'entreprise « sans immatériel » au bilan :

Période de prévisions détaillées :		1	2	3	4	5	normé
Croissance		<b>10,0%</b>	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	<b>3,0%</b>
Chiffre d'affaires	<b>1 000</b>	1 100	1 210	1 331	1 464	1 611	1 659
Taux de marge opérationnelle	<b>12,0%</b>	12%	12%	12%	12%	12%	
EBIT	<b>120</b>	132	145	160	176	193	
avec IS à	<b>33,3%</b>						
NOPAT	<b>80</b>	88	97	106	117	129	133
Taux de marge opérationnelle	<b>0</b>	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Immobilisations corporelles	<b>50</b>	55	61	67	73	81	83
Immobilisations incorporelles	<b>0</b>	0	0	0	0	0	0
Total immos nettes	<b>50</b>	55	61	67	73	81	83
BFR	<b>250</b>	275	303	333	366	403	415
Capitaux employés	<b>300</b>	330	363	399	439	483	498
Taux de NOPAT	<b>0</b>	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Rotation des capitaux		3,67	3,33	3,33	3,33	3,33	3,33
RCE "financière"		29,3%	29,3%	29,3%	29,3%	29,3%	27,5%
FCF		58	64	70	77	85	<b>118</b>
VT avec GS et Cmpr à :	<b>8,0%</b>					<b>2 364</b>	
Coefficient d'actualisation	<b>1</b>	0,926	0,857	0,794	0,735	0,681	
DCF		54	55	56	57	58	
Somme des DCF	<b>279</b>						VT/CE
VAN de VT	<b>1 609</b>			<b>VT retenue</b>	<b>2 364</b>	<b>4,89</b>	
<b>VE</b>	<b>1 888</b>	=> EV/CE	6,29	écart avec GS	0	VT/EBIT	
		EV/EBIT	15,7			12,2	

On obtient une valorisation très élevée, comme le montre le ratio EV/CE de 6,3 !

A noter que l'entreprise ayant externalisé son capital immatériel au travers des acquisitions serait valorisée exactement de la même façon, si l'on n'utilise pas le cash flow fade, puisque la valeur terminale serait fondée sur le même flux normatif.

Mais dans un cas comme dans l'autre, la valorisation serait erronée, car basée sur un flux normatif beaucoup trop optimiste : voyez la RCE « financière »<sup>4</sup>, de 27,5%, dont il semble bien osé de penser qu'elle se maintiendra indéfiniment à ce niveau...

<sup>3</sup> Nous avons construit cet exemple fictif sur la base du business model des entreprises d'ingénierie.

<sup>4</sup> (i.e. après impôt, et sur capitaux engagés en début d'année)

**ETAPE 2 : Mise en œuvre du Cash Flow Fade « traditionnel » conduisant à une RCE égale au Cmpr.**

Le tableau ci-dessous donne le détail du calcul de la Valeur Terminale en N+5, sur la base d'un cash flow fade sur 5 ans, pour l'entreprise n'ayant connu que la croissance interne :

<b>Cash Flow Fade avec RCE cible = Cmpr</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>normé</b>	
Croissance décroissante	0	8,8%	7,7%	6,5%	5,3%	4,2%	3,0%
Capitaux engagés hors immatériel	483	526	566	603	635	662	681
Immobilisations incorporelles	0	0	0	0	0	0	0
Capitaux engagés totaux	483	526	566	603	635	662	681
RCE décroissante	0	25,8%	22,2%	18,7%	15,1%	11,6%	8,0%
NOPAT		125	117	106	91	73	53
RCE résultant		25,8%	22,2%	18,7%	15,1%	11,6%	8,0%
variation des CE		43	40	37	32	26	20
FCF		82	77	69	59	47	33
VT avec GS						662	
Coefficients d'actualisation		0,926	0,857	0,794	0,735	0,681	
DCF		76	66	55	43	32	
<b>VE en N+5 = Val. Terminale</b>	<b>722</b>						

On constate que la Valeur Terminale est ramenée 2 364 à 722, soit une division par plus de quatre ! On peut bien sûr remettre en cause l'hypothèse d'une disparition des avantages compétitifs en seulement cinq ans<sup>5</sup>, mais là n'est pas la question ici.

**Le point essentiel est que si l'on retient les mêmes hypothèses pour l'entreprise qui a « externalisé » la valeur de l'immatériel par des acquisitions, on obtient un chiffre sensiblement différent pour la valeur terminale, et donc une valorisation différente pour l'entreprise :**

<b>Cash Flow Fade avec RCE cible = Cmpr</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>normé</b>	
Croissance décroissante	0	8,8%	7,7%	6,5%	5,3%	4,2%	3,0%
Capitaux engagés hors immatériel	483	526	566	603	635	662	681
Immobilisations incorporelles	250	250	250	250	250	250	250
Capitaux engagés totaux	733	776	816	853	885	912	931
RCE décroissante	0	16,9%	15,1%	13,3%	11,6%	9,8%	8,0%
NOPAT		124	117	109	99	87	73
RCE résultant		25,7%	22,3%	19,2%	16,4%	13,6%	11,0%
variation des CE		43	40	37	32	26	20
FCF		81	77	72	66	60	53
VT avec GS						1 062	
Coefficients d'actualisation		0,926	0,857	0,794	0,735	0,681	
DCF		75	66	57	49	41	
<b>VE en N+5 = Val. Terminale</b>	<b>1 011</b>						

<sup>5</sup> Notre dernière analyse de la durée implicite des avantages compétitifs des entreprises du CAC40, à partir du consensus et des prix de marché, conduisait à une durée moyenne implicite des avantages compétitifs de 25 ans.

On touche là du doigt la limite des approches fondées sur un indicateur comptable (ici la RCE), lorsque la comptabilité échoue à rendre compte de la valeur (capitaux engagés « incomplets »). Mais cela ne doit pas conduire, pour autant, à mon avis, à rejeter l'approche du cash flow fade, qui est la seule qui permette de réconcilier le raisonnement stratégique et la valorisation financière.

### Etape 3 : Cash Flow Fade sur la base d'une normalisation de la marge opérationnelle.

Ma proposition repose sur la nature des enjeux concurrentiels : ce n'est pas le chemin choisi pour la croissance qui importe pour la matérialisation de la concurrence, et donc l'ampleur des capitaux engagés dont la comptabilité rend compte. **La concurrence s'exerce auprès de la clientèle par les prix et la qualité des produits ou services proposés. Si l'accès aux ressources se fait lui-même dans un environnement concurrentiel, les taux de marge opérationnelle devraient tendre à s'établir à un niveau similaire.**

Je propose donc de fixer au terme du cash flow fade non pas un objectif de RCE égale au Cmpr, mais un objectif de taux de marge opérationnelle basé sur l'obtention d'une RCE au moins égale au Cmpr pour les entreprises qui ont « externalisé » l'immatériel. En effet celles-ci ne pourront pas accepter durablement une RCE inférieure à leur Cmpr :

<b>Taux de marge opérationnelle = NOPAT / CA = RCE / Rotation des CE = Cmpr / Rotation des CE</b>
---

Cela donne, pour les entreprises ci-dessus :

Cash Flow Fade révisé, avec Mop cible	6	7	8	9	10	normé	
Croissance décroissante	0	8,8%	7,7%	6,5%	5,3%	4,2%	3,0%
Capitaux engagé hors marque	483	526	566	603	635	662	681
Immobilisations incorporelles	0	0	0	0	0	0	0
Chiffre d'affaires	1 611	1 753	1 887	2 010	2 117	2 205	2 271
Taux de NOPAT décroissant	0	7,3%	6,5%	5,8%	5,1%	4,4%	3,6%
NOPAT		127	124	117	108	96	83
RCE résultant		26,4%	23,5%	20,7%	17,9%	15,2%	12,5%
variation des CE		43	40	37	32	26	20
FCF		85	83	80	76	70	63
VT avec GS						1 257	
Coefficients d'actualisation		0,926	0,857	0,794	0,735	0,681	
DCF		79	71	64	56	48	
<b>VE en N+5</b>	<b>1 172</b>						

On remarquera que la RCE implicite résultant de cette approche est de 12,5%. L'écart avec le Cmpr de 8% vient du fait qu'il n'y a pas d'immatériel à rémunérer, pour l'entreprise qui n'a fait que de la croissance interne.

Avec cette approche basée sur une marge normée au plus bas de ce que nécessite la satisfaction du Cmpr pour les entreprises qui ont « externalisé » l’immatériel, la valorisation est la même pour les deux entreprises, car la notion de capitaux engagés ne sert plus pour le calcul du free cash flow. Le tableau ci-dessous synthétise les différentes valeurs d’entreprise et les ratios EV/CE obtenus :

Approche retenue	Croissance interne		Croissance externe	
	Valeur	EV / CE	Valeur	EV / CE
Gordon Shapiro sur flux normatif	1 888	6,29	1,888	3,43
Cash Flow Fade avec RCE = Cmpr	770	2,57	967	1,76
Cash Flow Fade avec Marge Op. normée	1 076	3,59	1 076	1,96

Bien évidemment, la mise en œuvre de la dernière approche suppose que l’on dispose d’un échantillon de pairs ayant “externalisé” l’immatériel lors d’acquisitions. Compte tenu des vagues successives d’acquisition, il ne devrait pas être trop difficile de les identifier... Cela complique un peu la tâche de l’évaluateur, mais cela permet de réduire sensiblement les écarts de valorisation résultant d’une absence de prise en compte de l’immatériel.

**Rémy Paliard**

**Lexique :**

- BFR : besoin en fonds de roulement,
- CA : chiffre d’affaires,
- CE : capitaux employés,
- Cmpr : coût moyen pondéré du capital,
- EV : valeur d’entreprise,
- NOPAT : net operating profit after tax,
- RCE : rentabilité des capitaux employés.



## Expliquer l'écart entre Valeur de Marché et Valeur Comptable

---

**Edouard Chastenet, Directeur Associé (membre d'A3e et de la SFAF), Claire Boucherand, Senior Manager (membre d'A3e) ; Ernst & Young Advisory – Valuation & Business Modelling (Lyon).**

« Une étude réalisée par Ernst & Young en 2010 révèle que plus des 2/3 de la valeur des entreprises est constituée par des éléments incorporels ou immatériels, dont seulement 15 à 20% seulement sont inscrits au bilan ».

« L'écart constaté entre valeur de marché et valeur comptable s'explique en partie par les règles comptables qui interdisent la comptabilisation des actifs incorporels générés en interne, dès lors que seuls les frais de développement et les actifs incorporels qui ont été acquis, soit directement, soit dans le cadre d'un regroupement d'entreprises (marques, brevets, relations clients, ...) doivent être inscrits au bilan des entreprises ».

« L'exercice d'allocation du prix d'acquisition apparaît particulièrement pertinent dès lors qu'il amène les entreprises à faire le lien explicite entre les enjeux stratégiques, financiers et comptables de leur acquisition (celle-ci consistant finalement à acquérir puis regrouper des actifs stratégiques et créateurs de valeurs au sein d'une même entité) ».

« Les méthodes d'évaluation financières traditionnelles (Discounted cash-flows-DCF et approche par les multiples) ne sont pas en mesure de décrire toutes les composantes de la valeur stratégique des entreprises ».

« Mesurer la contribution économique positive ou négative correspondant aux éléments immatériels (principalement capital humain, capacité de renouvellement des actifs incorporels existants, perspective de croissance et synergies attendues de rapprochement potentiel) n'est pas un exercice aisé, mais permet d'expliquer de manière objective, voire quantifiée, l'écart entre valeur de marché et valeur comptable ».

« L'analyse de l'écart entre valeur de marché et valeur nette comptable, passe ainsi par les trois étapes suivantes : détermination ou confirmation du prix d'acquisition de l'entreprise, identification et évaluation des principaux actifs (et passifs) acquis, décomposition et justification économique du goodwill résiduel ».

Le rôle croissant voire prépondérant du capital immatériel dans la création de valeur des entreprises peut être observé dès lors que l'on compare la capitalisation boursière des sociétés cotées et la valeur comptable de leur fonds propres.

**Une étude réalisée par Ernst & Young en 2010 révèle ainsi que plus des 2/3 de la valeur des entreprises est constituée par des éléments incorporels ou immatériels, dont seulement 15 à 20% seulement sont inscrits au bilan :**

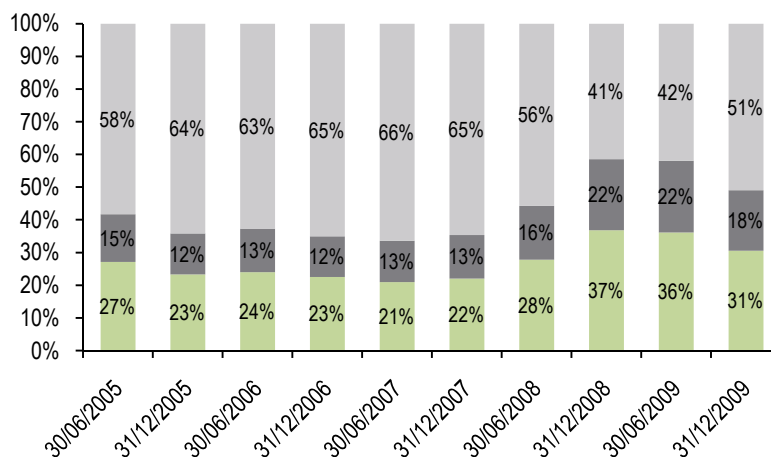


Le graphique ci-dessous présente le poids relatif des actifs immatériels dans la valeur totale des actifs à long terme des groupes cotés constituant l'indice Eurostoxx 600, de 2005 à 2009 (source : FactSet, Ernst & Young) :

-Actifs corporels (immobilier, équipements industriels, ...) (en vert) – 20 à 35%,

-Actifs incorporels comptabilisés (marques, brevets, ...), très majoritairement acquis dans le cadre de regroupements d'entreprises et non pas générés en interne (en gris foncé) – 15 à 20%,

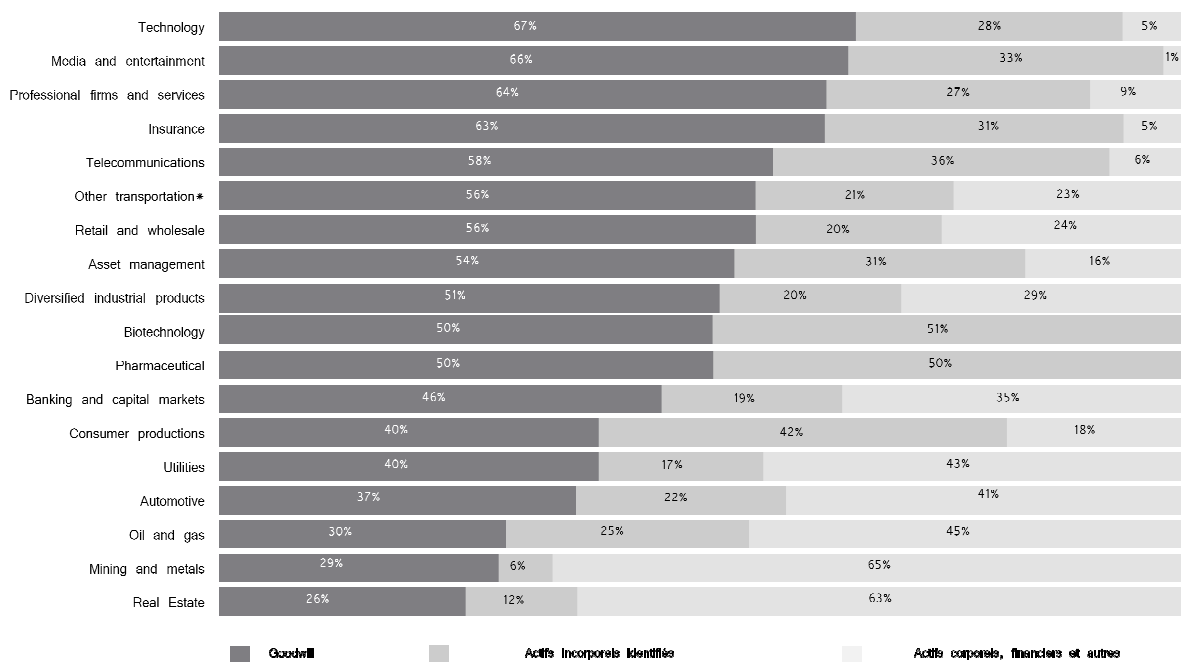
-Actifs incorporels non comptabilisés, autres actifs immatériels et autres éléments constitutifs du « goodwill », et qui peuvent inclure des passifs (en gris clair) – 45% à 65%.



**L'écart constaté entre valeur de marché et valeur comptable s'explique en partie par les règles comptables, et en particulier la norme IAS 38 (« Immobilisations incorporelles »), qui interdisent la comptabilisation des actifs incorporels générés en interne dès lors que seuls les frais de développement et les actifs incorporels qui ont été acquis, soit directement, soit dans le cadre d'un regroupement d'entreprises (marques, brevets, relations clients, ...) doivent être inscrits au bilan des entreprises.** En effet, dès lors qu'ils sont identifiables au sens des règles comptables, les actifs incorporels de l'entité acquise doivent être valorisés et inscrits au bilan pour leur juste valeur suivant le processus d'allocation du prix d'acquisition prévu par la norme IFRS 3 (« Regroupements d'entreprises »). Ils doivent ensuite faire l'objet de tests de dépréciation selon les principes dictés par la norme IAS 36 (« Dépréciations d'actifs »).

Une autre étude réalisée par Ernst & Young en 2009 au niveau mondial met en évidence le poids des actifs incorporels dans les prix d'acquisition (étude fondée sur l'analyse de près de 700 transactions décrites dans les rapports annuels de sociétés cotées publiés en 2008).

Sans entrer dans le détail de cette étude, celle-ci met en évidence que les marques sont largement identifiées dans les secteurs de la production et la commercialisation de produits et services destinés aux consommateurs, les relations clients dans l'industrie et les services aux entreprises, et les technologies, contrats et licences dans l'industrie, la santé et les télécoms. **Cette étude révèle toutefois qu'une partie significative du prix de transaction des entreprises (soit leur valeur marché observée à un instant t), reste comptabilisée en écart d'acquisition (goodwill correspondant à un écart résiduel) – soit entre 25 et 65% selon les secteurs d'activité :**



Note : Le total peut être différent de 100% en raison d'arrondis  
\* Transport maritime, routier, ferroviaire et aérien

Au-delà du respect des règles comptables, cet exercice d'allocation apparaît particulièrement pertinent dès lors qu'il amène les entreprises à faire le lien explicite entre les enjeux stratégiques, financiers et comptables de leur acquisition (celle-ci consistant finalement à acquérir puis regrouper des actifs stratégiques et créateurs de valeurs au sein d'une même entité).

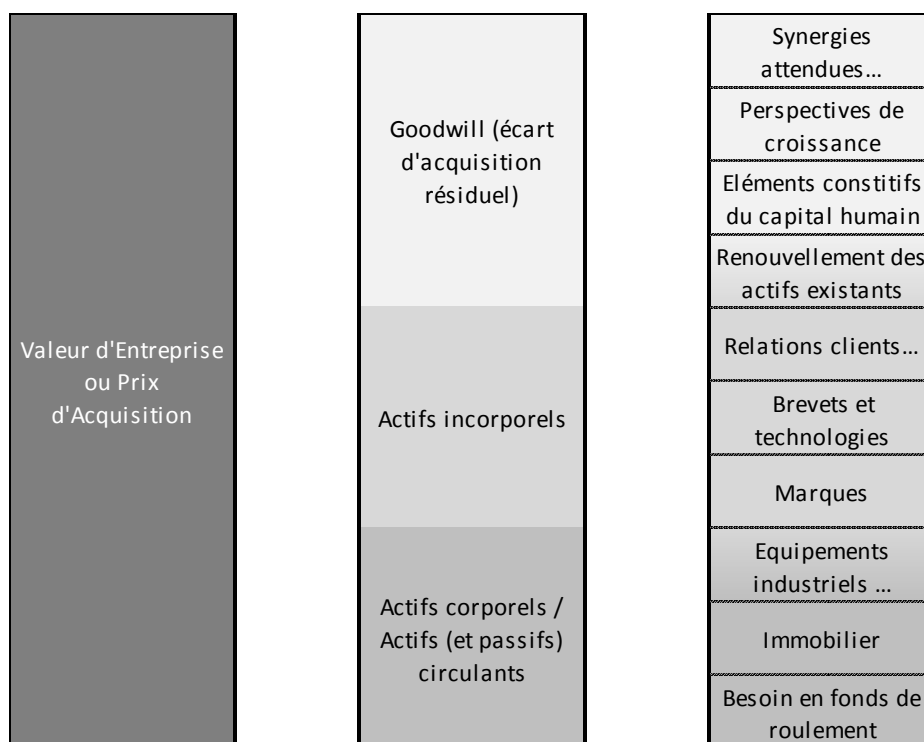
Cependant, même si les normes comptables IFRS autorisaient cet exercice d'allocation pour la comptabilisation de tous les actifs incorporels, qu'ils aient été générés en interne ou acquis dans le cadre de regroupements d'entreprises, **un écart résiduel subsisterait toujours entre la valeur de marché des entreprises et leur valeur comptable ainsi réévaluée.**

Pour expliquer cet écart résiduel **il faut dans un premier temps faire le constat que les méthodes d'évaluation financières traditionnelles (*Discounted cash-flows - DCF* et approche par les multiples) ne sont pas en mesure de décrire toutes les composantes de la valeur stratégique des entreprises.** Il convient en effet de mettre en place des techniques d'analyse complémentaires permettant d'apprécier, voire de mesurer :

- **Le rôle joué par certains actifs immatériels et en particulier ceux relevant du capital humain** (par exemple, les compétences et de la motivation des équipes constituées),
- **La capacité des entreprises à renouveler leurs actifs incorporels existants** dès lors qu'ils ont le plus souvent, mis à part les marques, une durée de vie limitée (brevets, relations contractuelles, ...),
- **Leurs perspectives de croissance intrinsèques,**
- **Les synergies attendues de leur rapprochement potentiel** avec un partenaire (fusions & acquisitions, *joint ventures*, ...).

Mesurer la contribution économique positive ou négative correspondant à ces quatre éléments -immatériels- n'est pas un exercice aisé, mais permet d'expliquer de manière objective, voire quantifiée, l'écart entre valeur de marché et valeur comptable. Cette décomposition peut être utile à la bonne compréhension des éléments constitutifs de la valeur (ou d'un prix d'acquisition), exprimés en termes de risques et d'opportunités pour les entreprises.

***Représentation simplifiée de la valeur de l'entreprise, de ses actifs et de son goodwill***



Dans un processus transactionnel, qu'il s'agisse d'études préliminaires (évaluation, audit d'acquisition, anticipation des garanties d'actifs et de passifs, ...) ou de la comptabilisation finale des opérations (allocation de prix d'acquisition, communication financière, tests de dépréciation, ...), l'analyse de l'écart entre valeur de marché et valeur nette comptable, passe ainsi par les trois étapes suivantes :

1. **Détermination ou confirmation du prix d'acquisition de l'entreprise**, par application des méthodes d'évaluation usuelles :
  - a. Méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF), notamment fondés sur le plan d'affaire de l'entité acquise,
  - b. Méthode des multiples sectoriels, notamment issus de comparables boursiers et/ou de transactions comparables,
2. **Identification et évaluation des principaux actifs (et passifs) acquis** :
  - a. Circulants : stocks, clients, ... (constitutifs du besoin en fonds de roulement)
  - b. Corporels : immobilier, principaux équipements industriels, ...
  - c. Incorporels : marques, brevets et technologies, relations clients, ...
3. **Décomposition et justification économique du goodwill résiduel** constitué d'actifs (et de passifs) :
  - a. Renouvellement nécessaire des actifs existants (technologies, relations clients, ...)
  - b. Valeur des actifs immatériels constitutifs du capital humain (compétences, savoir-faire et motivation des équipes constituées),
  - c. Perspectives de croissance intrinsèques (développement de nouveaux produits et service, extensions géographiques, ...),
  - d. Synergies attendues du rapprochement.

En d'autres termes, comprendre **l'écart entre valeur de marché et valeur comptable consiste à identifier et mesurer les fondamentaux de l'entreprise** : l'ensemble de ses ressources (ex. marques, technologies, équipes constituées, ...), ses principaux risques (ex. renouvellement nécessaire des actifs existants au-delà de leur durée de vie, certains passifs sociaux ou environnementaux) et ses opportunités (ex. perspectives de croissance, synergies attendues).

**Edouard Chastenet et Claire Boucherand**

## Méthode patrimoniale et méthode financière : les raisons d'une divergence et comment les réconcilier

---

**Eddy Bloy, Vice-Président A3E Lyon, expert de justice près la cour d'appel de Lyon.**

« L'évaluation patrimoniale et l'évaluation financière procédant de deux démarches radicalement différentes, il est couramment admis que ces deux techniques peuvent fournir des résultats assez divergents ».

« On peut montrer, en rapprochant l'expression du flux de trésorerie du contenu de la rente de goodwill de l'évaluation patrimoniale, que, moyennant certaines conditions, (notamment que la variation des capitaux employés correspondent aux dotations nettes), les deux méthodes sont équivalentes ».

« Néanmoins, certains écarts peuvent demeurer : si les capitaux initialement investis comprennent de l'immobilier, si le montant des investissements retenus pour les DCF s'éloigne d'une logique d'investissements de maintien, ou encore si les modalités de calcul du BFR ou du taux d'actualisation diffèrent d'une méthode à l'autre ».

« Concernant la convergence théorique entre une méthode financière fondée sur les multiples et une méthode patrimoniale de rente de goodwill, il faudra veiller à ce qu'il y ait une cohérence entre le multiple d'EBIT ou d'EBITDA utilisé dans le cadre de la méthode financière et le multiple appliqué à la rente de goodwill ».

« Déterminer une valeur convergente en utilisant des méthodes patrimoniales et financières nous paraît plus probant que de n'utiliser que des méthodes financières. La volonté d'obtenir cette convergence doit nous inciter à nous interroger sur les causes de divergences chaque fois qu'elles se produisent, et non pas à les masquer ».

**Dans la mesure où l'évaluation patrimoniale et l'évaluation financière procèdent de deux démarches radicalement différentes, il est couramment admis que ces deux techniques peuvent fournir des résultats assez divergents.**

En effet, l'évaluation patrimoniale repose fondamentalement sur le bilan qui est un document essentiellement statique et fortement imprégné par le passé de l'entreprise. A l'inverse, les méthodes financières reposent sur les résultats de l'entreprise, qu'il s'agisse de résultats actuels ou de résultats futurs et, à ce titre, ces méthodes s'inscrivent dans une logique dynamique et éventuellement axée sur le devenir de l'activité.

Notre position est de montrer ici que, d'un point de vue théorique, ces deux types de méthodes devraient fournir la même valeur, ce qui signifie que dans la mise en œuvre pratique, on devait trouver sinon des valeurs identiques du moins des valeurs proches. Dans les situations où, en appliquant apparemment correctement ces méthodes, on ne parvient pas à cette convergence, il faut s'interroger sur le ou les points qui font obstacle à l'identité d'estimation.

## 1. L'équivalence théorique d'une méthode patrimoniale et d'une méthode financière

### 1.1. Le cadre de la réflexion

Nous considérerons que l'objectif de l'évaluation est de fixer la valeur des titres d'une société.

Pour simplifier le propos, dans un premier temps, nous identifierons la méthode financière à la méthode des DCF. Cette méthode, nous le savons, peut s'exprimer par la formulation suivante :

$$V_0 = [\sum F_t / (1+k)^t] + V_N / (1+k)^N - D$$

où  $F_t$  représente le flux de trésorerie disponible de la période  $t$ ,  $k$  le taux d'actualisation estimé par le coût moyen pondéré des fonds,  $V_N$  la valeur terminale à l'horizon  $N$  et  $D$  l'endettement financier net. On rappellera que le flux de trésorerie net se définit comme suit :

$$F = E.B.E. - \Delta BFRE - I - T = E.B.E. - \Delta CI - T$$

où E.B.E. est l'Excédent Brut d'Exploitation,  $\Delta BFRE$  la variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation,  $I$  l'investissement,  $CI$  les capitaux investis,  $T$  l'impôt sur le résultat d'exploitation.

La valeur patrimoniale peut se définir comme suit :

$$VP = CI'_0 - D + [\sum (R_t - k' * CI'_t) / (1+k')^t] + V'_N / (1+k')^N$$

$CI_0$  représente les capitaux investis à la date initiale réévalués investis hors incorporels<sup>6</sup>,  $R_t$  le revenu d'exploitation après impôt,  $CI'_t$  les capitaux investis à la période  $t$  hors incorporels,  $k$  le coût moyen pondéré des fonds et  $k'$  le taux d'actualisation propre à la valorisation des incorporels.

**On peut montrer, en rapprochant l'expression du flux de trésorerie du contenu de la rente de goodwill figurant sous le signe  $\sum$  de l'évaluation patrimoniale, que, moyennant certaines conditions, (notamment que la variation des capitaux employés correspondent au montant des dotations nettes aux amortissements et provisions récurrentes), les deux méthodes sont équivalentes.**

<sup>6</sup> Il faudrait nuancer cette affirmation dans la mesure où les capitaux investis peuvent contenir des incorporels ayant fait l'objet d'une évaluation par une méthode spécifique (exemple courant: le droit au bail)

## 1.2. Conditions de l'équivalence

La première condition revient à supposer que les dotations aux amortissements et aux provisions sont égales à la variation des capitaux investis. On voit alors que le flux de trésorerie et le résultat d'exploitation après impôt se confondent.

La deuxième condition est plus complexe et suppose que l'on fasse un détour par la création de valeur. Formellement, cette dernière méthode d'évaluation est assez proche de la définition de la valeur patrimoniale puisqu'elle s'exprime comme suit :

$$V = CI_0 - D + [\sum (R_t - k * CI_t) / (1+k)^t] + V_N / (1+k)^N$$

La différence de contenu provient du fait que les capitaux investis sont évalués incorporels compris<sup>7</sup> et que le taux d'actualisation est le coût moyen pondéré des fonds. On peut montrer, qu'effectivement, cette relation est équivalente à celle de la relation DCF. Dans le cas général, la valeur patrimoniale qui est formellement identique à cette relation, sera équivalente à la méthode DCF, à condition que le taux  $k$  retenu conduise à une valeur des incorporels égale à la valeur des incorporels retenue dans les capitaux investis inclus dans  $CI$ .

Cette vision devrait conduire à s'interroger sur ce que mesure réellement respectivement la rente de goodwill et ce qu'il est convenu d'appeler le profit économique (EVA®) mais il s'agit alors d'un autre sujet.

## 2. Analyse des quelques causes de divergence dans la pratique

Normalement, si les deux méthodes sont mises en jeu selon les modalités précédemment explicitées, les risques de fortes divergences sont faibles puisque les deux formulations ont des parties communes. Néanmoins, cela peut se présenter.

Plusieurs raisons peuvent expliquer ces écarts :

- en premier lieu, **on voit que les capitaux investis à la période initiale peuvent faire l'objet d'une réévaluation dont la logique n'est pas nécessairement compatible avec la rentabilité d'exploitation de l'entreprise.** Ce peut être notamment le cas si les capitaux investis comprennent des biens immobiliers. Le plus simple est alors de les isoler pour en faire une évaluation séparée et de corriger les résultats pour tenir compte de cet ajustement. De façon générale, on doit se poser la question pour tout bien susceptible d'être réévalué. Peut-on estimer que la valeur déterminée est compatible avec l'estimation que fournirait une capitalisation des revenus contributifs par le coût moyen pondéré des fonds ? Si l'écart est important, on peut anticiper de probables écarts entre les deux approches.

<sup>7</sup> Voir à ce propos les remarques d'Edouard Chastenet et de Claire Boucherand sur le contenu de la valeur et celles de Rémy Paliard sur les effets de la présence ou de l'absence d'incorporels dans les bilans



- par ailleurs, **si le montant des investissements retenus dans le cadre de la méthode DCF s'éloigne fortement d'une logique d'investissement de maintien, il y a de fortes chances pour que la valeur financière s'éloigne de la valeur patrimoniale.** Il faut donc être très attentif au choix de la chronique d'investissements qui est mise en jeu dans le cadre du business plan permettant de déterminer les flux de trésorerie disponibles.
- **il se peut également que les modalités de calcul du besoin en fonds de roulement dans le cadre de la méthode patrimoniale ne soit pas identique à la détermination des variations de besoin en fonds de roulement dans la méthode financière.**
- **enfin, il faut également souligner que le choix du taux d'actualisation utilisé pour actualiser la rente de goodwill peut être une source d'écart entre les deux approches, comme nous l'avons vu, en minorant ou en majorant selon les cas la valeur de l'incorporel.** En effet, on considère généralement que les actifs incorporels sont plus risqués que les autres éléments du bilan. Dans ces conditions, on peut estimer souhaitable que l'actualisation de la rente de goodwill se fasse sur la base d'un taux plus élevé que celui mis en jeu dans le cadre de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles issus de l'ensemble de l'actif permanent de l'entreprise. On comprend que l'écart entre ces deux taux doit être tel qu'il permette la réconciliation entre valeur financière et valeur patrimoniale. Pour simplifier on peut préconiser d'utiliser le coût des capitaux propres pour actualiser la rente de goodwill.

### **3. Divergences dans le cadre de mises en œuvre des méthodes non compatibles avec la présentation théorique**

On doit remarquer qu'une évaluation patrimoniale qui serait fondée uniquement sur la réévaluation du bilan sans prendre en compte le goodwill (ou le badwill) ne peut évidemment, par définition, être réconciliée avec la méthode DCF, ni d'ailleurs avec aucune autre méthode financière. En effet, c'est par la rente de goodwill que l'on peut établir une passerelle entre une méthode d'évaluation fondée sur la rentabilité et une méthode patrimoniale.

**On peut également se poser la question de savoir ce qu'il advient de la convergence théorique si la méthode financière mise en jeu est une méthode fondée sur des multiples.** Théoriquement, cette convergence n'est pas obérée mais il convient d'avoir une pratique cohérente. Ainsi, une méthode de multiple n'est pas vraiment compatible avec une méthode d'évaluation du goodwill par une somme actualisée de la rente de goodwill. *A priori*, cela devrait même être totalement exclu pour une raison de bon sens élémentaire : si l'on n'a pas pratiqué la méthode DCF, c'est souvent par absence de business plan.

Dans ces conditions, il n'est pas possible d'établir une chronique de rente de goodwill réaliste. Si l'on enfreint cette logique, il est fort probable que le calcul fait n'aura que peu de pertinence. On trouve notamment une pratique consistant à supposer que les capitaux investis sont constants sur la période de prévisions, ce qui donne souvent des rentes de goodwill « explosives », et une surévaluation manifeste de l'incorporel. La conséquence de cette remarque est qu'il convient également d'appliquer un multiple à la rente de goodwill pour valoriser l'incorporel.

Notons également qu'une source de divergence entre une méthode DCF et une méthode patrimoniale intégrant une évaluation de l'incorporel par une somme actualisée de rentes de goodwill peut provenir tout simplement du fait que l'on n'a pas intégré une valeur terminale dans le calcul de la somme actualisée ce qui est une pratique courante mais pas toujours justifiée.

**Par ailleurs, dans un tel cadre, il faudra bien veiller à ce qu'il y ait une cohérence entre le multiple d'EBIT ou d'EBITDA utilisé dans le cadre de la méthode financière et le multiple appliqué à la rente de goodwill**, dans le cas où l'on évalue l'incorporel sur la base d'une rente de goodwill constante dans le temps. Cette cohérence doit être mise en regard du fait que les deux résultats d'exploitation précédents sont déterminés avant impôt d'une part et que, d'autre part, le risque pesant sur les incorporels est en général plus élevé que celui qui prévaut pour les autres actifs de l'entreprise. Autrement dit, il convient de veiller à ce que les écarts de multiples reflètent de façon pertinente les différences que l'on vient de pointer.

Enfin, on se doit également de veiller à ce que les résultats récurrents utilisés dans le cadre de la méthode patrimoniale soient déterminés dans les mêmes conditions que dans le cadre de la méthode financière. De même, si l'on est amené à utiliser des moyennes de résultats, il faut également être attentif à mettre en regard de ces moyennes des capitaux investis moyens toujours par souci de cohérence.

## Conclusion

Comme on le voit, partant d'une convergence théoriquement possible, de multiples facteurs issus de la pratique peuvent introduire des écarts entre ces deux approches de la valeur et ce d'autant plus qu'elle repose sur des documents et des techniques relativement éloignées.

Nous pensons cependant, qu'il faut, chaque fois que faire se peut, mettre en œuvre concomitamment les deux méthodes. C'est précisément parce que leur cheminement est différent que la convergence des résultats sera plus probante. **En effet, obtenir des résultats convergents en n'utilisant que des méthodes financières paraît dans la logique des choses, mais déterminer la même valeur en partant à la fois du bilan et du compte de résultat nous paraît autrement plus probant.**

**La volonté d'obtenir cette convergence doit nous inciter à nous interroger sur les causes de divergences chaque fois qu'elles se produisent non pas à les masquer.**

Eddy Bloy

## Écarts entre valorisation et capitalisation : comment les expliquer ?

---

Valérie Dieppe, Associée VD Equity, membre de A3E Lyon

« Certains gérants semblent parier sur un retournement de tendance à la faveur des petites et moyennes valeurs "smid caps", d'autant plus que les clients privés marquent leur retour en force depuis le début de l'année ».

« Ce phénomène, en grande partie spéculatif, est à l'écart des fondements et des perspectives économiques de nos sociétés ».

« Malgré la révision à la hausse de nos prévisions, suite à la publication de résultats meilleurs que prévus, l'actualisation trimestrielle de notre univers fait ressortir un potentiel de valorisation sur seulement 50% des valeurs ».

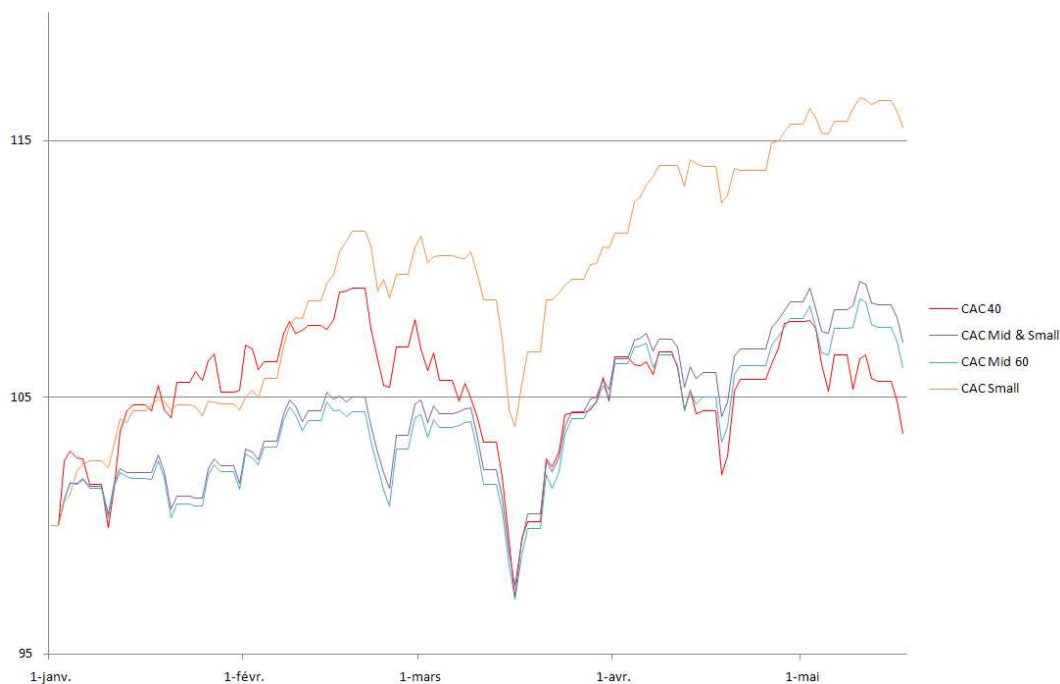
« Outre la hausse des cours, plusieurs éléments viennent expliquer ce décalage parfois significatif entre le cours de bourse et notre valorisation d'analyste :

- le positionnement d'analystes indépendants conduisant à valoriser les sociétés de manière fondamentale avec un horizon long terme et non à calculer des objectifs de cours,
- l'utilisation par les analystes de business plan prudents,
- la prise en compte par le marché d'éléments non intégrés dans les business plans des analystes, construits à périmètre comparable (ex : opérations de croissance externe),
- la prise en compte par le marché de facteurs stratégiques, dont la valeur s'apprécie au regard d'un acheteur potentiel -part de marché, savoir faire, ...-,
- ou un taux d'actualisation utilisé par les analystes généralement plus élevé que celui du marché (écart fréquemment de 3 pts). »

« La prise en compte d'éléments purement spéculatifs par le marché amène une question fondamentale : y-a-t-il encore vraiment un lien entre la réalité économique et la valorisation des entreprises ? ». En effet, certaines sociétés, dont le chiffre d'affaires et les résultats ont fortement augmenté sur les derniers exercices, ont une capitalisation boursière qui n'a quant à elle quasiment pas bougé alors que d'autres sont manifestement survalorisées ».

Comme l'évoque l'article du 15 avril dernier paru dans La Tribune "Les petites et moyennes valeurs sont en proie à d'importants mouvements spéculatifs". **Certains gérants semblent en effet parier sur un retournement de tendance à la faveur des "smid caps", d'autant plus que les clients privés marquent leur retour en force depuis le début de l'année.**

Cette tendance est par ailleurs confirmée par l'évolution des différents indices small et mid caps qui surperforment nettement le CAC 40 depuis mars 2011, début de la période de résultats 2010 (de 2,5 à 12 points au 18 mai 2011, source Infinancials, cf graphique ci-dessous). **Reste que ce phénomène, en grande partie spéculatif, est à l'écart des fondements et des perspectives économiques de nos sociétés.**



**Malgré la révision à la hausse de nos prévisions, suite à la publication de résultats meilleurs que prévus, l'actualisation trimestrielle de notre univers fait ressortir un potentiel de valorisation sur seulement 50% des valeurs.**

Plus particulièrement, les secteurs Média / Internet et Biens de Consommation restent toujours fortement valorisés par le marché, alors que l'Immobilier et les secteurs Matériaux et Construction semblent moins plébiscités.

Les valeurs Média / Internet, affichent notamment des valorisations boursières que nous jugeons injustifiées avec une moyenne sectorielle de valorisation de 33 fois l'EBIT 2010 et 2,5 fois les fonds propres.

**Outre la hausse des cours, plusieurs éléments viennent expliquer ce décalage parfois significatif entre le cours de bourse et notre valorisation : i/ un positionnement d'analystes indépendants conduisant à valoriser les sociétés de manière fondamentale avec un horizon long terme et non à calculer des objectifs de cours ii/ des business plan prudents et un taux d'actualisation élevé et iii/ la prise en compte par le marché d'éléments non intégrés dans nos business plan (croissance externe, marque ou rachat) entraînant un effet spéculatif.**

Au-delà de nos business plan volontairement prudents compte tenu d'une faible visibilité, nous considérons les primes de risque utilisées par le marché (entre 5 et 8% en moyenne lors des dernières opérations de marché) trop faibles eu égard aux risques : i/ faible liquidité des valeurs moyennes ii/ incertitudes macroéconomiques iii/ risques géopolitiques.

Dans ce contexte d'incertitudes, nous avons choisi de retenir la prime de risque marché de Bloomberg, qui s'élève à 11,4 % en moyenne annuelle glissante au 2 mai 2011, et qui semble quant à elle prendre en compte ces différents éléments.

**Toutefois, il est vrai que nos estimations, bâties à périmètre comparable, ne prennent pas en compte d'éventuelles opérations de croissance externes difficiles à anticiper (ex : BigBen Interactive se rapprochant de Modelabs).**

Par ailleurs, elles n'intègrent pas les aspects purement spéculatifs (ex : acquisition le Tanneur réalisée sur des ratios très élevés 14,5x l'EBITDA 2010 et 2,3x les fonds propres) qui ne s'appuient plus sur une réalité économique mais sur une prise de part de marché, l'acquisition d'un savoir faire ou encore d'une marque ...

*Cela amène une question fondamentale, y-a-t-il encore vraiment un lien entre la réalité économique et la valorisation des entreprises ?*

Cette question est d'autant plus légitime que **certaines sociétés dont les chiffres d'affaires et les résultats ont fortement augmenté sur les derniers exercices ont une capitalisation boursière qui n'a quant à elle quasiment pas bougé alors que d'autre sont manifestement survalorisées.**

Valérie Dieppe

## Écarts de valeur dans les approches multicritères mises en œuvre dans le cadre des attestations d'experts indépendant rendues dans le cadre d'opérations de marché

**Benoit Nowaczyk, Directeur de Mission au département évaluation / Cabinet ORFIS BAKER TILLY. Co-responsable de l'A3E junior, et Christophe VELUT, Associé au cabinet ORFIS BAKER TILLY, en charge du département conseil privé, Président de A3E Lyon**

« Dans le cadre des opérations de marchés nécessitant l'émission d'une attestation d'équité par un expert indépendant, l'Autorité des Marchés Financiers ne cesse de rappeler la nécessité pour l'expert en évaluation de mettre en œuvre une approche multicritère afin de fonder son opinion sur plusieurs valeurs. »

« Il ressort notamment de l'analyse portant sur 105 expertises indépendantes :

- que le nombre moyen de méthodes mises en œuvre par les experts est de 3,4,
- que les 3 méthodes les plus utilisées sont le cours de bourse, la méthode des DCF, et les comparables boursiers,
- que l'écart entre la valeur retenue et l'une des méthodes utilisées est le plus important pour la méthode de l'actif net corrigé (près de 35%), et de près de 20% pour les comparables boursiers et les transactions comparables,
- des écarts significatifs de valorisation, selon les méthodes d'évaluation mises en œuvre, puisque deux opérations de marché sur trois présentent un écart entre les différentes valeurs calculées par l'expert indépendant supérieur à 15%. »

« En ne retenant que les valeurs issues des méthodes de valorisation considérées comme réellement pertinentes au cas d'espèce, la proportion des opérations présentant cet écart double au détriment du respect de l'approche multicritère. »

« Il existe un consensus sur les vertus de l'approche multi-critères, et sur le fait que la convergence des valeurs déterminées par application de méthodes différentes est un facteur fort de pertinence de la valeur finale retenue. Cependant, les causes d'écarts entre les méthodes utilisées sont de plus en plus nombreuses, et la fourchette des valeurs retenues par les évaluateurs dans leur synthèse est de plus en plus large. Cette situation rend moins lisible dans de nombreux cas la conclusion sur la valeur. Le calcul d'une moyenne (pondérée ou non), ne nous semble pas une solution satisfaisante pour contourner ce problème. L'association A3E Lyon a prévu d'engager une réflexion en 2012, et de proposer des « bonnes pratiques » sur le niveau de convergence des méthodes utilisées, et l'information requise dans la synthèse. »

Les développements suivants constituent une synthèse d'un travail d'analyse mené sur l'ensemble des opérations de marché initiées depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2008 et qui ont donné lieu à la nomination d'un expert-indépendant, soit 105 opérations.

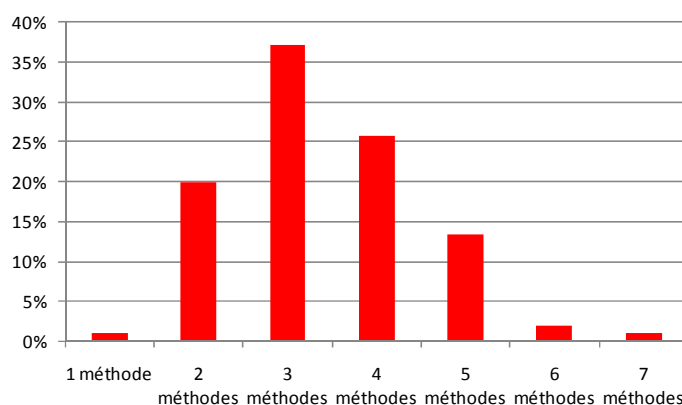


A titre liminaire, il convient de rappeler que suite au rapport Naulot d’avril 2005, l’Autorité des Marchés Financiers a précisé la mission de l’expert indépendant<sup>8</sup> en indiquant la mise en œuvre d’une approche multicritère d’évaluation.

Ce recours doit permettre à l’expert indépendant d’affiner l’approche de la valeur. Si les valeurs obtenues sont convergentes alors l’expert disposera d’une certaine confiance dans l’expression de son opinion. En revanche, si les valeurs sont divergentes, cela traduira la forte volatilité de la valeur et nécessitera de la part de l’évaluateur une grande prudence dans la formulation de son jugement.

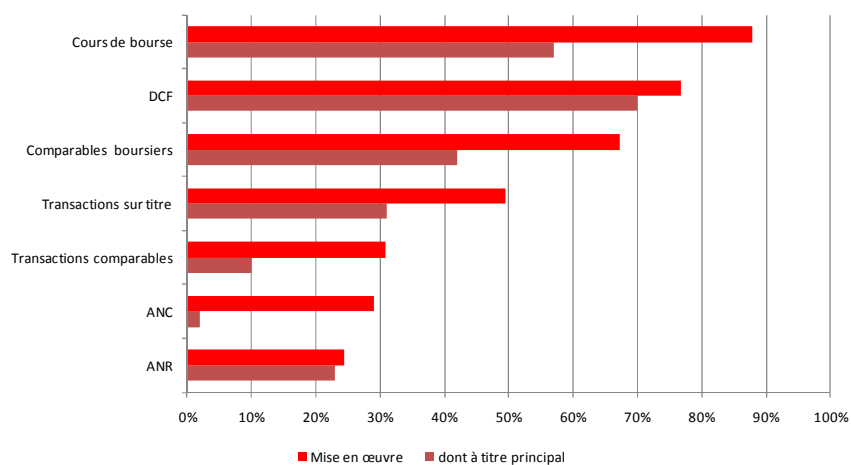
Les experts indépendants appliquent scrupuleusement les dispositions réglementaires applicables puisqu’en moyenne, il est mis en œuvre 3,4 méthodes d’évaluation par expertise indépendante, y.c. le cours de bourse.

**Fig. 1 :** Répartition du nombre de méthodes mises en œuvre par expertise indépendante



Le choix des méthodes d’évaluation ne présente guère de surprise puisqu’il est majoritairement fait mention des approches d’évaluation « traditionnelles » telles que les DCF, les comparables boursiers et, dans le cadre d’évaluation de sociétés dont les titres sont cotés, le cours de bourse.

**Fig. 2 :** Fréquence d’utilisation des méthodes d’évaluation mises en œuvre dans une expertise indépendante



<sup>8</sup> Notamment : Règlement général de l’AMF arrêté en date du 18/09/2006 ; Instruction n°2006-08 du 25/07/2006 ; Recommandation de l’AMF sur l’expertise financière indépendante du 28/09/2006 modifiée le 27/07/2010.

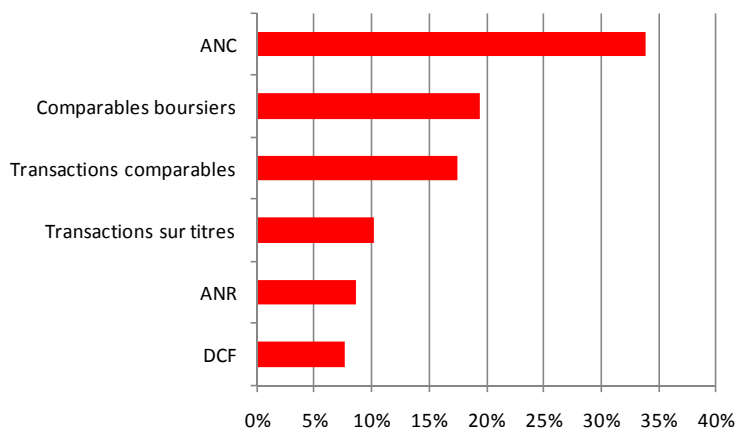
L'utilisation de la méthode des comparables boursiers repose principalement sur le recours aux multiples implicites de valorisation reposant sur l'Ebitda et d'Ebit. Cela s'explique principalement par l'utilisation et l'importance de ces deux agrégats dans la mise en œuvre des autres méthodes d'évaluation telles que les DCF, puisque nécessaire pour déterminer les flux de trésorerie.

**Fig. 3 :** Fréquence d'utilisation des différents agrégats financiers pour la mise en œuvre de la méthode d'évaluation des comparables boursiers

Multiples implicites de valorisation	Fréquence d'utilisation
VE/CA	25%
VE/EBITDA	45%
VE/EBIT	33%
PER	8%

De prime abord, les écarts constatés entre les différentes valeurs obtenues et le prix de l'offre inciteraient à douter du bienfondé de la mise en œuvre d'une approche multicritère « systématique ».

**Fig. 4 :** Moyenne des écarts entre le prix proposé et la valeur déterminée selon la méthode d'évaluation

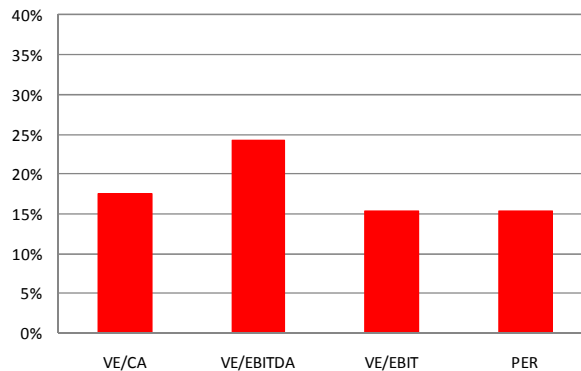


Il convient de faire remarquer que ces résultats ne sont pas distingués entre les écarts provenant de la mise en œuvre des méthodes à titre principal ou à titre secondaire.

Dans l'ensemble, plus la méthode est développée à titre principal, moins l'écart est important (DCF et ANR) et plus les résultats de la méthode sont présentés à titre de recoupement, i.e. à titre secondaire, plus l'écart est significatif (ANC et méthodes analogiques).

Pour la méthode des comparables boursiers, l'écart le plus important est relevé lors de l'utilisation du multiple de valorisation reposant sur l'Ebitda (24,2% de prime moyenne).

**Fig. 5 :** Moyenne des écarts entre le prix proposé et la valeur déterminée selon l'agrégat de référence utilisé dans le cadre de la méthode des comparables boursiers



Cependant, l'ensemble des éléments présentés ci-dessus sont relatifs car ils dépendent du niveau de prime offerte pour chaque opération et des méthodes utilisées par l'expert indépendant. Néanmoins, l'analyse conduite sur plus de 100 opérations de marché fait ressortir une valorisation plus importante de l'ordre de 10 % entre les méthodes intrinsèques telles que DCF/ANR (en pratique ce dernier est souvent utilisé dans des contextes particuliers (foncières, holding) et les méthodes analogiques.

L'analyse réalisée pour chaque opération met en avant des écarts plus importants encore entre les valeurs présentées par l'expert indépendant. Ainsi, en ne retenant pas les valorisations issues du cours de bourse et de l'actif net comptable (qui ne sont pas des valeurs « calculées » par l'expert indépendant), seule 1 opération sur 3 se traduit par des écarts de valeur inférieurs à 15%.

**Fig. 6 :** Répartition des opérations de marché selon l'écart entre la valeur la plus importante et la valeur la plus faible calculées et présentées par l'expert indépendant.

≤ 15%	≤ 30%	≤ 50%	≤ 100%	+ 100%
35%	24%	10%	21%	11%

Ces écarts ne sont cependant pas de nature à remettre en cause la pertinence des travaux réalisés car l'expert indépendant présente dans la quasi-totalité des opérations (plus de 95%) des valeurs reposant sur la mise en œuvre de méthodes d'évaluation dites « principales » et sur des valeurs reposant sur l'utilisation de méthodes d'évaluation dites « secondaires », dont la pertinence est moindre, mais dont les résultats sont tout de même présentés par l'expert à titre d'information.

Si l'on élargit le débat aux missions d'évaluations au sens large, et pas uniquement aux expertises indépendantes, le constat effectué ci-dessus nous amène à nous interroger sur les conditions de mise en œuvre d'une approche multicritères.

Certes, le développement d'une application multi critères nous paraît indispensable, position qui a été confirmée à plusieurs niveaux (recommandation de l'AMF du 21 juillet 2011 relative aux opérations d'apports ou de fusion, avis technique de la CNCC sur le commissariat à la fusion du 6 décembre 2010,...) ; en revanche l'analyse présentée ci-dessus montre qu'il serait utile d'engager une réflexion sur la présentation de la synthèse de l'approche multi critères.

En effet, les causes d'écarts sont de plus en plus nombreuses pour les sociétés cotées, et les écarts sont de plus en plus significatifs. Ainsi :

- **écarts entre les prix de marché**, intégrant des éléments spéculatifs liés au contexte politique, au marché, très volatile et sensible, au secteur d'activité, à une valeur d'attractivité stratégique pour des acheteurs potentiels,..., **et les valeurs intrinsèques** déterminées sur une base « stand alone », souvent moins volatiles, et qui prennent en compte des business plans souvent plus prudents, à périmètre comparable, comme l'a très bien souligné Valérie DIEPPE dans l'article reproduit dans la présente lettre. Il est important de rappeler que l'existence d'écarts significatifs entre ces 2 approches n'est pas surprenant, car les logiques sont fondamentalement différentes, et le contexte actuel amène à écarter l'idée optimiste, voire irréaliste, de la « rationalité » et de « l'efficience des marchés ».
- **écarts inhérents aux choix des méthodes** notamment lors de la mise en œuvre d'une méthode patrimoniale n'intégrant pas d'éléments prévisionnels, et d'une méthode tenant compte de flux prévisionnels ;
- **écarts consécutifs à la mise en œuvre de certaines méthodes dans le contexte actuel**  
Ex : réduction du nombre de transactions comparables depuis la crise, ce qui augmente la « sensibilité » de ces approches à l'échantillon, dans un contexte où de plus en plus de transactions ne s'inscrivent pas dans un cadre normal (ventes forcées, acquisitions stratégiques,...). Cela peut se traduire par un impact sur la valeur plus élevé,..., à la hausse ou à la baisse ;
- **écarts « techniques » liés à la combinaison des approches multicritères et des tests de sensibilité, effectués pour chaque méthode ;**
- **écarts liés à la valorisation des actifs incorporels entre les méthodes globales et les méthodes additives (cf article d'Edouard Chastenot et Claire Boucherand supra).**
- **écarts liés au contexte de transactions, ou au contexte d'évaluations utilisées comme référence.**

Ce phénomène a été accentué avec la crise économique et financière, qui a fortement augmenté la volatilité et la spéculation (impact des « rumeurs assassines »,...). En cas de volatilité forte, de sensibilité forte et souvent irraisonnée aux nouvelles à court terme, de variations importantes des indices boursiers sur des périodes très courtes, de nombreux investisseurs sont souvent plus sensibles aux perspectives de plus-values générées par des opérations d'aller-retour sur les titres, qu'aux valeurs elles-mêmes.

Il est à noter que ces écarts sont souvent moins importants dans le cas d'évaluations de sociétés non cotées, pour plusieurs raisons : volatilité plus faible que celle des sociétés cotées, ou encore l'utilisation de plus en plus fréquente des méthodes faisant référence à des prix de marché.

*L'existence d'écarts significatifs doit amener l'évaluateur à vérifier (i) que les méthodes mises en œuvre sont pertinentes au cas d'espèce, (ii) que ces écarts ne sont pas dus à la prise en compte d'hypothèses non concordantes, voire contraires, entre les méthodes appliquées, ce qui rend le travail de l'évaluateur de plus en plus exigeant et complexe.*

*Comme indiqué supra, l'existence d'écarts significatifs entre les prix et les valeurs intrinsèques n'est pas surprenant, surtout dans le contexte actuel ; en revanche, l'existence d'écarts significatifs entre les valeurs obtenues à l'intérieur de chacune des approches doit conduire à des analyses complémentaires.*

**Il existe un consensus sur le fait qu'une valeur déterminée par application de l'approche multicritères est considérée comme probante en cas de convergence des différentes méthodes**, comme l'a très justement rappelé Eddy Bloy dans l'article présenté ci-dessus (cf supra). De même, de plus en plus d'évaluateurs indiquent dans leur conclusion une fourchette de valeurs (résultant des méthodes utilisées, et/ou des tests de sensibilité), et non plus une seule valeur : d'une part, cela reflète mieux le fait que l'évaluation n'est pas une science exacte, surtout dans le contexte actuel, et d'autre part la restitution sous forme de « fourchettes de valeurs » est souvent jugée plus pertinente qu'une moyenne, pondérée ou non de plusieurs valeurs.

*Il nous semblerait utile d'approfondir la réflexion sur les cas, de plus en plus nombreux, où la fourchette de valeurs est très large, et de déterminer des règles de « bonnes pratiques » permettant une meilleure compréhension de la synthèse de l'approche multicritères présentée dans les rapports d'évaluation en général (sans nécessairement se limiter au contexte des expertises indépendantes). Ainsi, il serait utile de préciser le niveau de convergence considéré comme raisonnable, et préciser la démarche à suivre en cas de convergence insuffisante, alors que les méthodes retenues sont considérées comme pertinentes.*

## **2 exemples permettent d'illustrer cette utilité :**

- « visuellement », *une valeur retenue de 750 M€ correspondant à la moyenne de 3 méthodes (500 M€, 750 M€ et 1 000 M€) paraît cohérente. Or le pourcentage d'écart entre les valeurs extrêmes est de 100%, et le pourcentage d'écart entre les valeurs extrêmes et la valeur retenue est de 33%*. Le degré de convergence semble donc limité. La question est posée de savoir si, au-delà du calcul arithmétique incontestable, ces pourcentage d'écarts sont acceptables, ou à tout le moins acceptables sans commentaires particuliers justifiant les choix retenus. Nous rappelons encore une fois que pratiquer une moyenne –pondérée ou non- entre des méthodes qui n'ont pas les mêmes fondamentaux théoriques (prix de marché et valeur intrinsèque), ne nous semble pas très pertinente, et ne résout pas les questions de fonds sur les écarts et la dispersion des valeurs,

- il existe également un a priori erroné dans le cadre de la mise en œuvre de l'approche multicritères : *la loi des grands nombres ne s'applique pas dans le cas présent : il est préférable selon nous de retenir 2 ou 3 méthodes pertinentes, plutôt que de présenter 6 ou 7 méthodes, dont l'analyse a montré clairement que la moitié n'était pas pertinente, ...*, en considérant que l'utilisation d'un plus grand nombre de méthodes « lissera » le risque d'erreur. La question étant toutefois de s'assurer dans ce cas que l'exclusion de certaines méthodes est bien justifiée.

Ces « bonnes pratiques » pourraient consister à convenir d'un niveau de convergence souhaitable, de mieux communiquer sur les écarts identifiés entre les méthodes retenues, notamment entre les méthodes relevant d'une même « famille » (ex : valeurs intrinsèques), ou sur les écarts entre les méthodes utilisées à titre principal et celles utilisées à titre de cohérence, ou encore mieux documenter dans les synthèses l'impact éventuel du niveau de convergence constaté sur la valeur (ou la fourchette de valeurs) retenue.

*☞ Ces « bonnes pratiques » seront bien évidemment à nuancer selon les objectifs et le cadre de l'évaluation, dans un contexte où le jugement et l'expérience de l'évaluateur ont plus que jamais un rôle déterminant.*

L'association A3E Lyon a prévu de réunir un groupe de travail sur ce thème en 2012, et communiquera sur son site la synthèse de ses réflexions.

**Christophe VELUT et Benoit NOWACZYK**