

## ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E Lyon)

### Lettre trimestrielle n°1 – 1<sup>er</sup> trimestre 2009

#### Sommaire :

- Edito du Président,  
*page 1*
- Hommage à Eugène Sage,  
*page 2*
- Synthèse de l'étude sur les comparables,  
*page 3*
- Etude sur la pertinence comparée de certains multiples,  
*page 9*
- IFRS issues,  
*page 18*
- Le point de vue de l'entreprise,  
*page 22*
- Questions-réponses,  
*page 24.*

#### Thèmes abordés dans les prochains numéros :

- T2 2009 : DCF,
- T3 2009 : l'évaluation en période de crise.

#### Projets d'études 2009 :

- 7<sup>ème</sup> enquête prix-valeur,
- Enquête sur les marques,
- Etude sur l'évaluation en période de crise,
- 2<sup>ème</sup> étude sur les tests de dépréciation.

#### *Edito du Président,*

Cette 1<sup>ère</sup> lettre est à la fois un moment d'émotion et de fierté :

- moment d'émotion, car Eugène Sage, nous a quittés en mars. Eugène a été un des piliers de l'association, et la profession d'évaluateur lui doit beaucoup. Nous avons tenu à lui rendre un dernier hommage dans cette 1<sup>ère</sup> lettre,
- moment de fierté d'apporter notre contribution à la réflexion sur les sujets, de plus en plus d'actualité, ayant trait à l'évaluation.

En ces temps de crise financière et économique majeure, marqués par une volatilité très forte des marchés, des incertitudes importantes sur les perspectives d'avenir, et une explosion des primes de risques fin 2008, les évaluations sont de plus en plus complexes à mettre en oeuvre.

La démarche d'évaluation a pris de l'importance depuis quelques années, dans des contextes qui se sont diversifiés : évaluation d'entreprises, évaluation d'actifs incorporels identifiables (marques, brevets,...) lors de regroupements d'entreprises, tests de dépréciation, prix de transfert, transmission, ...

L'évaluation a pris une place essentielle dans les référentiels comptables à la fois français et internationaux (IFRS), avec des modalités de mise en oeuvre qui peuvent différer de la pratique des évaluateurs sur certains points.

La démarche d'évaluation est devenue de plus en plus technique, tant au niveau des méthodes que des nombreux paramètres utilisés (primes de risques, bêta, taux de croissance à l'infini, ...). Mais il ne faut pas perdre de vue l'importance du diagnostic préalable, ni « l'input » de l'évaluateur dans la construction de la valeur.

L'euphorie de la croissance économique de ces dernières années s'est également traduite par une croissance trop forte des valeurs, amplifiée par l'utilisation abusive de certaines méthodes telles que la méthode des multiples. La bulle financière a malheureusement été alimentée en grande partie par la bulle des valeurs. Nous étions un des premiers à le souligner dans l'article que nous avons écrit dans les Cahiers des Echos sur la transmission d'entreprise en juin 2007 (« La dictature des multiples »).

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.

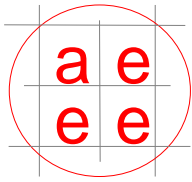
L'objectif des lettres trimestrielles est de partager certaines réflexions autour d'un thème qui servira de fil conducteur pour chaque numéro.

*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.



Lyon

## Hommage à Eugène Sage

---

C'est avec une très grande émotion que je rends hommage, au nom de tous les membres de l'association, à Eugène Sage, qui nous a quitté en mars dernier.

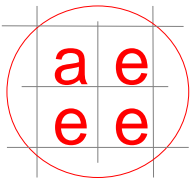
Eugène était à la fois un ami et un professionnel d'une rare compétence.

Un des 3 membres fondateurs de l'association, Eugène a toujours eu à cœur, jusqu'au dernier moment, de contribuer activement à son développement, en étant assidu aux réunions et très présent dans les groupes de travail.

Eugène s'est toujours attaché à faire évoluer positivement la démarche d'évaluation. Il a formé avec passion et énergie des générations d'évaluateurs, et la profession lui doit beaucoup.

Nous n'oublierons jamais son franc parler, son à propos, ses commentaires toujours pertinents, sans oublier sa personnalité très attachante, et sa curiosité vis à des vis des sujets d'actualité.

Christophe VELUT



## Evaluation par les comparables

---

### Partie 1 : synthèse du groupe de travail

Alain Marion

Après avoir rappelé qu'il existe deux familles de méthodes d'évaluation (les approches intrinsèques et les approches analogiques), l'AMF<sup>1</sup> dans ses recommandations sur l'expertise financière indépendante, définit le cahier des charges de l'expert amené à utiliser la méthode des comparables en précisant que ce dernier doit s'assurer :

- que les sociétés de l'échantillon sont suffisamment comparables en termes de risque, de rentabilité et de croissance,
- que les multiples tiennent compte des spécificités de l'entreprise et des comparables à évaluer,
- que l'échantillon des comparables boursiers est composé de sociétés dont les titres sont suffisamment liquides,
- que la méthode des transactions comparables est utilisée avec un échantillon de transactions récentes.

Les exigences formulées par l'AMF contredisent l'image de simplicité généralement attachée à la méthode des comparables qui nécessite, au contraire, une intelligence des chiffres qui n'est pas toujours vérifiée dans la pratique.

### Formule générale de calcul des multiples

La méthode des multiples repose sur la mise en relation de la valeur des capitaux propres ou de la valeur de l'entreprise avec un inducteur de valeur.

Formule générale :

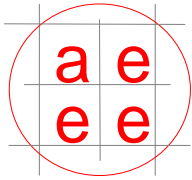
$$\text{multiple} = \frac{\text{Valeur}}{\text{Inducteur de valeur}}$$

La mise en œuvre de la méthode nécessite de respecter une cohérence entre le numérateur (mesure de la valeur) et le dénominateur (inducteur de valeur).

Lorsque l'inducteur de valeur est un flux qui couvre la rémunération de l'ensemble des apporteurs de fonds (actionnaires et prêteurs), la valeur correspond à la valeur de l'entreprise (VE). Les inducteurs de valeur utilisés sont : le chiffre d'affaires, l'EBITDA, l'EBIT.

---

<sup>1</sup> Autorité des marchés financiers



**Lyon**

Lorsque l'inducteur de valeur est un flux qui ne sert qu'à rémunérer les actionnaires, la valeur correspond à la valeur des capitaux propres. Les inducteurs de valeur utilisés sont : le résultat courant et le résultat net.

Dans certains secteurs, l'inducteur de valeur peut ne pas être une donnée comptable (exemple : le nombre d'abonnés). Généralement, ce type d'indicateurs étant fortement corrélé au chiffre d'affaires, le numérateur correspond à la valeur de l'entreprise.

## **Revue des multiples**

Les multiples sont définis à partir de l'inducteur de valeur repris au dénominateur.

- **multiples indépendants de la structure financière :**

L'utilisation de ces multiples conduit à évaluer la valeur d'entreprise (capitaux propres + dette financière).

- **le chiffre d'affaires :**

L'intérêt du multiple du chiffre d'affaires est de présenter une volatilité moindre que les multiples de résultat. L'utilisation du multiple du chiffre d'affaires nécessite de contrôler plusieurs critères de pertinence. Au premier rang desquels figurent les niveaux de marge, la taille (en vue de tenir compte d'éventuels effets de seuil) et l'intensité capitalistique.

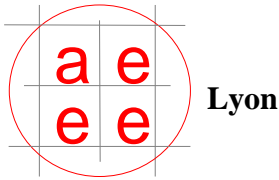
- **l'EBITDA et l'EBIT :**

Le multiple d'EBITDA a le mérite apparent de ne pas être influencé par les disparités en termes de choix comptables et/ou de politique financière. L'EBIT (ou l'EBITA) intègre l'intensité des capitaux investis à travers la prise en compte des dotations aux amortissements. L'EBIT est également souvent plus affecté que l'EBITDA par des facteurs tels que le référentiel comptable utilisé, ou l'importance des opérations de croissance externe (ex : effets liés aux amortissements des actifs incorporels reconnus lors de regroupement d'entreprise).

On peut supposer que l'harmonisation progressive des référentiels comptables en matière de provisions pour risques, dépréciation d'actifs et d'amortissements pourrait conduire les praticiens à retenir de plus en plus l'EBIT comme référence principale, l'EBITDA étant utilisé à titre de cohérence.

- **multiples dépendants de la structure financière :**

A la différence des multiples précédents, la seconde catégorie réunit des multiples dont l'utilisation conduit à évaluer les seuls capitaux propres.



- **le résultat net :**

Le multiple du résultat net (PER<sup>2</sup>) est le plus ancien et le plus répandu. Pour être utilisé avec pertinence le PER nécessite de nombreux retraitements en vue d'éliminer du calcul du résultat net les éléments pouvant introduire une distorsion dans la comparaison.

- **la capacité d'autofinancement :**

Le multiple de la capacité d'autofinancement reste un indicateur utile dans certains secteurs industriels, notamment la mécanique et la plasturgie. La valorisation d'une entreprise à partir de la CAF<sup>3</sup> semble s'imposer en l'absence de bénéfices due à l'importance des investissements.

- **les capitaux propres :**

Le multiple est cependant adapté à la valorisation des sociétés financières et des sociétés immobilières, et plus largement à la valorisation des sociétés appartenant à des secteurs où l'on observe un véritable marché des immobilisations corporelles.

## **Intérêt porté à la méthode des comparables**

A l'actif de la méthode, il est mis en avant les points suivants :

- sa large diffusion au sein du monde des praticiens de l'évaluation qui constitue une validation empirique de son intérêt,
- son éclairage irremplaçable pour la vérification de la valeur obtenue par la méthode des DCF<sup>4</sup>,
- la nécessité de combiner deux méthodes d'évaluation pour répondre aux éventuelles objections de l'administration fiscale.

## **Sources d'informations disponibles pour le calcul des multiples**

L'échange des pratiques entre les participants du Groupe de travail, permet d'inventorier les sources d'information utilisées pour le calcul des multiples.

La discussion fait ressortir un large consensus quant à l'intérêt de privilégier les références boursières qui présentent un risque de biais qui semble plus faible qu'en cas d'utilisation de prix de transaction pour lesquels des modalités de « règlement » du prix ne sont pas indiquées.

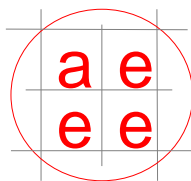
Cette remarque vise notamment l'existence de clauses d'ajustement de prix (« earn-out ») et les aménagements opérés dans la rémunération des dirigeants, et les transactions où le prix payé intègre la prise en compte de synergies particulières.

---

<sup>2</sup> Price Earning Ratio

<sup>3</sup> Capacité d'autofinancement

<sup>4</sup> Discounted cash flows



**Lyon**

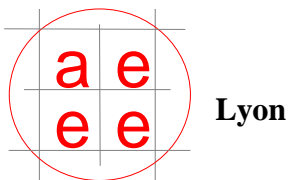
## **Critères de constitution de l'échantillon**

Il semble utile de s'appuyer sur les principes de segmentation utilisés en stratégie qui suggèrent de définir un domaine d'activité par référence à l'observation d'une homogénéité dans les produits, les technologies (ou savoir-faire) et les clientèles (ou marché). L'intérêt pour constituer un échantillon homogène, de s'appuyer sur au moins deux critères (chiffre d'affaires comme indicateur de taille, taux rentabilité mesuré par le ratio EBIT/chiffre d'affaires, taux de croissance anticipé du chiffre d'affaires, ...), fait l'objet d'un consensus.

Le respect des principes précédents contredit l'idée répandue qui voit dans la méthode des comparables une technique d'évaluation simple et rapide. Dans les faits, l'intervention de l'évaluateur sera d'autant plus marquante que le travail d'interprétation des multiples sera délicat en vue de conforter la pertinence de la valeur obtenue. Par ailleurs, il conviendrait de développer l'utilisation de régressions linéaires entre un multiple et un ou plusieurs indicateurs (ex : taux de rentabilité, variable d'ajustement intégrant le type d'activité, ...) comme technique de modulation du niveau des multiples.

On peut citer ci-après des erreurs communément effectuées, qui peuvent avoir un impact significatif sur l'évaluation :

- considérer que prendre un échantillon très large, sans tenir compte du caractère comparable par rapport à la société évaluée, conduit à une approximation acceptable,
- ne pas tenir compte du contexte des transactions comparables (rachat de minoritaires, prise de contrôle, investissement stratégique d'un groupe étranger, synergies très fortes attendues par l'acquéreur, ...). Dans le contexte actuel de crise, il est important d'identifier également les « ventes forcées »,
- considérer que la date de la transaction n'a pas d'impact. Un échantillon de transactions intervenues à une date très différente de la date d'évaluation n'est sans doute pas pertinent. On constate en effet, du fait de la conjugaison de plusieurs facteurs (anticipation de croissance du secteur, risque sectoriel, performance des acteurs du secteur, ...) qu'un double effet peut intervenir en cas de rupture économique (crise, ou croissance) : ainsi, en cas de crise, les résultats ont tendance à diminuer, et les multiples ont souvent tendance à ne baisser que dans un 2<sup>ème</sup> temps,
- ne pas tenir compte de la croissance attendue à la date d'acquisition. En effet, un multiple peut être élevé à un instant « t », car il intègre une progression importante de l'activité. En effet, les multiples ont tendance mécaniquement à se rapprocher d'une moyenne sectorielle, lorsque la société atteint la « vitesse de croisière du secteur »,
- ne pas prendre en compte la structure de l'actionariat (société cotée, ...).



## Ajustement des multiples

Les multiples calculés à partir des entreprises sélectionnées se caractérisent souvent par une dispersion élevée en raison des différences de fondamentaux (croissance, risque, profitabilité, ...).

Dans la pratique, les évaluateurs recourent à des techniques d'ajustement.

Ainsi, le calcul du PEG (Price-Earnings to Growth) permet de standardiser les PER par les taux de croissance en réduisant la dispersion des données :

$$\text{PEG} = \frac{\text{PER}}{1+g} \quad g = \text{taux de croissance anticipé}$$

## Interprétation des multiples

Le nombre des variables énoncées montre qu'un même niveau de multiple peut recouvrir des situations extrêmement variées se combinant d'une manière complexe dans un indicateur synthétique. Ce constat montre la prudence qui doit présider dans l'application des multiples qui nécessite une compréhension préalable des hypothèses sous-jacentes.

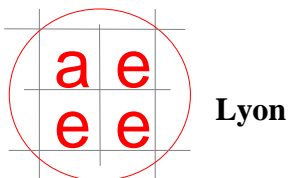
## Prise en compte de la trésorerie nette d'endettement

Des ajustements doivent être réalisés sur les multiples afin de prendre en compte les montants de trésorerie nette d'endettement pour les multiples calculés sur un niveau de résultat n'intégrant pas le résultat financier (ex : multiple d'EBITDA et d'EBIT). S'agissant de la trésorerie positive, il paraît nécessaire de déterminer un montant (niveau) normatif en ne se contentant pas de retenir le montant figurant dans le bilan.

## Prise en compte de actifs et passifs hors exploitation

Des ajustements doivent être également réalisés pour tenir compte de la « juste valeur » des actifs qui ne sont pas nécessaires à l'exploitation.

Il est important de vérifier la cohérence avec la valorisation de l'activité principale. Ainsi, dans le cas de la valorisation d'un bâtiment loué à des tiers, la réévaluation de l'immeuble à la valeur de marché doit s'accompagner d'un retraitement du critère utilisé pour le calcul des multiples (ex : EBITDA ou EBIT), pour exclure l'ensemble des produits et charges, et, le cas échéant, pour exclure les actifs et passifs financiers dédiés de la trésorerie nette d'endettement (ex : emprunt conclu pour financer l'acquisition du bâtiment).



## Décote

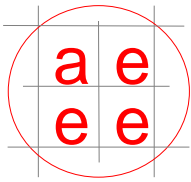
Sur la question de la décote à appliquer à la valeur pour tenir compte d'une correction due à la taille et à la liquidité, il convient de procéder « avec finesse », car l'application parfois trop mécanique de décotes forfaitaires peut être inappropriée dans le contexte de certaines transactions, conduire à un résultat incohérent par rapport aux fondements mêmes des décotes, et/ou conduire à un cumul excessif de décotes, qui peuvent être la traduction d'une seule et même réalité. Le cours d'une société cotée correspond au prix d'une participation « minoritaire » comme le montre l'importance des primes de contrôle constatées à l'occasion des opérations de fusions & acquisitions. On peut donc admettre que cet élément, qui minore la valeur, compense au moins en partie la décote due à l'illiquidité d'un investissement dans une entreprise non cotée.

*Alain MARION est Professeur à l'Université Lyon3 et expert judiciaire auprès de la Cour d'Appel de Lyon. Il fait partie du bureau d'A3E. Ont également collaboré à cette étude : Gérard Albrieux, Michel Berdaa, Edouard Chastenet, Valérie Dieppe, Kitty Ferrand, Roland Fabian, Françoise Mechin, Hervé Paro, Christophe Velut et Sabine Pernette.*

### GLOSSAIRE :

- *EBITDA : correspond à l'excédent brut d'exploitation (EBE) ajusté de la charge de participation des salariés aux bénéficiaires de l'entreprise,*
- *EBITA : correspond au résultat d'exploitation, ajusté de cette charge, mais avant amortissement et dépréciation des actifs incorporels et du goodwill résultant de regroupements d'entreprises,*
- *EBIT : résultat d'exploitation, ajusté de cette charge, ou au résultat opérationnel selon les normes IFRS.*





## Evaluation par les comparables

---

### Partie 2 : étude sur la pertinence comparée de certains multiples

Edouard Chastenet

Dans la continuité des conclusions du groupe de travail résumées par Alain Marion, il nous a semblé intéressant de réaliser une étude empirique sur la méthode des multiples sectoriels. Portant sur un échantillon de plus de 1000 entreprises européennes cotées en bourse, cette étude apporte un éclairage intéressant sur la performance comparée des multiples de valorisation les plus utilisés par les professionnels (PER, VE/EBIT, VE/EBITDA).

#### Rappel sur les principaux multiples les plus usuels

Les multiples de valorisation peuvent être classés suivant différents critères :

- selon qu'ils permettent d'estimer directement la valeur des fonds propres d'une société, ou sa valeur d'entreprise (somme de ses fonds propres et de ses dettes financières nettes)<sup>5</sup>,
- selon qu'ils sont fondés sur des résultats ou des capitaux,
- selon qu'ils sont fondés sur des données réalisées ou prévisionnelles.

#### Les multiples de valeur des fonds propres

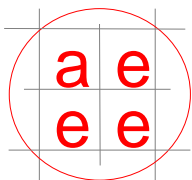
Le PER - Price Earning Ratio (correspondant au ratio entre le cours de l'action et le bénéfice par action), « classique des classiques », demeure un multiple extrêmement populaire, notamment auprès des gestionnaires de fonds et des analystes financiers.

Toutefois, dès lors que ce multiple pose des problèmes de calcul (le bénéfice net comptable des entreprises devant faire l'objet de nombreux retraitements afin d'être réellement pertinent : résultat exceptionnel, charge d'impôts réels et différés, amortissement des écarts d'acquisition et des actifs incorporels résultant de regroupement d'entreprises), il est davantage utilisé comme élément de comparaison entre les sociétés (notion de PER relatif), que comme multiple de valorisation en tant que tel.

Le Price-to-Book (correspondant au ratio entre le cours de l'action et l'actif net par action), issu de la littérature académique économique (cf. Q de Tobin), et qui permet d'appréhender rapidement le poids relatif des actifs incorporels dans la valeur des sociétés, n'est que peu exploité par les professionnels.

---

<sup>5</sup> correspondant à la valeur de ses actifs économiques avant prise en compte de sa trésorerie disponible et de ses dettes financières



## Les multiples de valeur d'entreprise (VE)

Le recours aux multiples VE/EBITDA et VE/EBIT<sup>6</sup> s'est aujourd'hui généralisé dans l'environnement des fusions et acquisitions, notamment marqué par l'influence croissante des fonds d'investissement qui dissocient valeur d'entreprise et dette nette dans la structuration de leurs montages LBO (leverage buy out).

Dans le cadre des tests de dépréciation du goodwill en IFRS, ces multiples fournissent également un référentiel pour la juste valeur des unités génératrices de trésorerie qui doivent être appréhendées indépendamment de leur structure de financement (cf. norme IAS 36).

Les critères de choix entre ces deux multiples, repris par la plupart des experts en évaluation, restent assez normés, même s'il est possible de considérer une légère prédominance pour les multiples d'EBITDA dans l'industrie et pour les multiples d'EBIT pour la distribution et les services.

Si le multiple VE/EBIT<sup>7</sup> est théoriquement plus juste, dès lors qu'il intègre implicitement le coût des investissements de renouvellement au travers des amortissements, le multiple VE/EBITDA permet d'éliminer les imperfections liées aux différences de politiques d'amortissement comptable (les durées de vie comptables des actifs, soumises au « jugement » de la direction financière, peuvent en effet être différentes d'une entreprise à l'autre, même au sein d'un échantillon sectoriel).

Le multiple VE/Chiffre d'Affaires, qui demeure malgré tout un référentiel, est la plupart du temps écarté en tant qu'instrument de valorisation dans la mesure où il est très dépendant de la rentabilité effective des entreprises considérées (le multiple VE/Capitaux Employés, à l'instar du Price-to-Book, reste très marginal dans son utilisation).

## Les multiples de résultats futurs (bénéfice, EBITDA, EBIT)

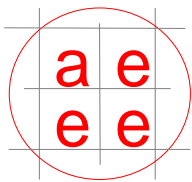
Les résultats réalisés étant souvent pollués par des éléments exceptionnels et dans certains cas déconnectés des anticipations de résultats futurs (notamment en cas de variation de périmètre, suite à une cession ou une opération de croissance externe ou d'investissement significatif, ou encore des modifications dans les conditions de marché), les analyses financiers qui suivent les sociétés cotées en bourse calculent systématiquement leurs multiples sur différents horizons (résultats publiés, éventuellement retraités, résultats en cours et prévisionnels).

Les fonds d'investissements réalisant des opérations de LBO fondent davantage leurs multiples sur des résultats réalisés, mais audités puis ajustés (conséquence des audits d'acquisition ou des clauses d'ajustement de prix).

---

<sup>6</sup> EBITDA : Earning Before Interest Tax Depreciation & Amortization / EBIT : Earning Before Interest & Tax

<sup>7</sup> Il conviendrait aujourd'hui de parler d'EBITA, dès lors que les professionnels font la différence entre « Depreciation » (correspondant à l'amortissement, en fait l'usure, des actifs corporels) et « Amortization » (correspondant à l'amortissement des écarts d'acquisition et des actifs incorporels résultant de regroupements d'entreprises).



## Méthodologie de l'étude

L'étude réalisée a consisté à répliquer la méthodologie retenue par les professionnels pour estimer la valeur des entreprises selon la méthode des multiples issus de comparables sectoriels cotés en bourse :

- détermination d'un échantillon de sociétés comparables cotées en bourse, souvent sélectionnées selon leur appartenance sectorielle,
- calcul des multiples de valorisation pour chacune de ces sociétés puis calcul du multiple moyen de l'échantillon (ou médian, avec les cas échéant, élimination des valeurs extrêmes ou incohérentes, ce qui n'a pas été effectué dans cette étude),
- application de ce multiple moyen à l'entreprise que l'on cherche à évaluer.

Le niveau de pertinence individuel des multiples de valorisation a été mesuré par comparaison entre la valeur effective des entreprises (i.e. leur capitalisation boursière) et la valeur estimée résultant de l'application du multiple moyen de l'échantillon représentatif de leur secteur d'activité, avec un taux d'erreur, en valeur absolue, exprimé en pourcentage :

$$\text{Taux d'erreur} = \text{valeur absolue} [ (\text{valeur observée} - \text{valeur estimée}) / \text{valeur observée} ]$$

Ce taux d'erreur en valeur absolue a pour objectif d'appréhender le risque d'erreur par rapport à la recherche de la « juste valeur », motivation des experts indépendants, mais pas le risque de sur ou de sous-évaluation (ce qui correspondrait davantage à une problématique de « picking » visant à identifier des sociétés cotées en bourse sous évaluées, motivation des investisseurs).

La pertinence relative des différents multiples étudiés (PER, VE/EBITDA, ...), a ensuite pu être mesurée par comparaison entre les taux d'erreurs moyens de chaque multiple considéré.

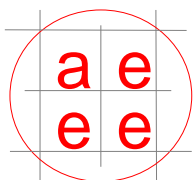
L'étude porte ainsi sur une population de plus de 1 000 entreprises européennes cotées en bourse, regroupées au sein d'échantillons sectoriels (9 selon la nomenclature ICB 1 -Industry Classification Benchmark- et 70 selon ICB 4), et dont les cours de bourse/les multiples de valorisations ont pu être observés/calculés au 15 février 2006 (sources des données : JCF Factset).

Pour des sociétés clôturant au 31 décembre, les résultats relatifs aux exercices « réalisés », « en cours », et « prévisionnels », correspondent aux résultats estimés par les analystes financiers du consensus JCF Factset<sup>8</sup> diffusé le 15 février 2006, au titre des exercices réalisés au 31 décembre 2005, en cours 2006 et prévisionnel 2007.

Pour des sociétés clôturant à un autre arrêté (au 31 août, par exemple), les données ont été extrapolées au 31 décembre par lissage (cette approche grossière peut être considérée comme convenable au regard de l'objectif de cette étude).

La valeur d'entreprise a par ailleurs été estimée en faisant la somme de la capitalisation boursière des sociétés et de leur endettement financier net (de leur trésorerie).

<sup>8</sup> Dans le cadre de cette étude, nous avons retenu le consensus JCF Factset portant sur les bénéfices « récurrents » et non les bénéfices « publiés », dans la mesure où celui-ci intègre les retraitements opérés par les analystes financiers sur les éléments exceptionnels ou non récurrents.



## Résultats de l'étude

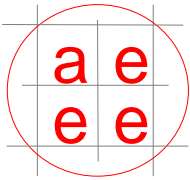
### Lecture et interprétation des résultats

Le premier tableau de résultat présente le pourcentage d'entreprises pour lesquelles le multiple de valorisation considéré aboutit à une erreur d'évaluation inférieur à 5%, 10%, ... 25%.

Nombre de sociétés (en %)	Taux d'erreur inférieur à					Nombre
	5%	10%	15%	20%	25%	
<b>Multiples d'actifs :</b>						
PTB_0	5,7%	11,7%	16,4%	21,9%	25,1%	1 034
PTB_0	5,8%	13,4%	20,3%	25,9%	29,6%	1 034
CE_0	4,1%	7,8%	11,5%	16,2%	20,7%	1 034
CE_0	5,9%	12,8%	17,6%	22,8%	27,9%	1 034
<b>Price Earning Ratio :</b>						
PER_0	10,7%	21,8%	30,7%	39,9%	49,5%	1 029
PER_0	11,1%	24,7%	34,8%	45,2%	53,5%	1 030
PER_1	12,7%	26,6%	41,2%	51,5%	60,7%	1 030
PER_1	15,8%	31,3%	45,5%	55,2%	65,0%	1 030
PER_2	13,7%	27,4%	42,0%	54,0%	62,7%	1 030
PER_2	17,2%	30,9%	46,2%	58,8%	68,4%	1 030
<b>Multiples de chiffre d'affaires :</b>						
CA_0	5,4%	10,6%	17,3%	22,7%	27,3%	1 034
CA_0	5,8%	12,8%	19,7%	25,3%	31,7%	1 034
CA_1	5,5%	11,9%	18,0%	22,5%	28,0%	1 034
CA_1	6,8%	13,9%	20,9%	27,7%	34,4%	1 034
CA_2	5,3%	12,2%	17,6%	22,9%	28,6%	1 034
CA_2	7,7%	14,4%	21,4%	28,8%	35,2%	1 034
<b>Multiples d'EBITDA :</b>						
EBITDA_0	10,1%	21,1%	30,0%	37,8%	45,5%	1 034
EBITDA_0	11,6%	22,7%	31,4%	41,8%	50,8%	1 034
EBITDA_1	11,8%	23,8%	33,0%	42,5%	50,3%	1 034
EBITDA_1	13,3%	26,4%	35,4%	47,4%	57,8%	1 034
EBITDA_2	11,8%	22,6%	34,2%	44,5%	53,8%	1 034
EBITDA_2	12,8%	25,0%	38,4%	50,0%	60,3%	1 034
<b>Multiples d'EBIT :</b>						
EBIT_0	9,6%	18,9%	27,6%	36,1%	42,7%	1 034
EBIT_0	11,4%	21,0%	30,1%	39,4%	47,6%	1 034
EBIT_1	10,9%	22,3%	34,6%	46,5%	55,7%	1 034
EBIT_1	15,2%	28,0%	39,4%	50,9%	60,5%	1 034
EBIT_2	13,0%	26,6%	39,1%	49,7%	60,5%	1 034
EBIT_2	16,3%	30,9%	45,5%	56,1%	64,0%	1 034

Multiples calculés sur la nomenclature ICB 1

Multiples calculés sur la nomenclature ICB 4



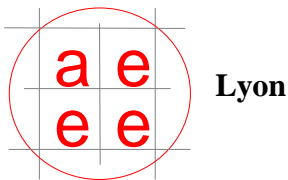
Dans ce tableau il faut lire que le niveau de pertinence du PER\_2, Price Earning Ratio calculé par comparaison entre la capitalisation boursière de la société et son résultat prévisionnel, aboutit à un taux d'erreur d'évaluation de moins de 10% pour 46% des sociétés de l'échantillon, contre 35% pour le PER\_0, calculé par comparaison entre la capitalisation boursière de la société et son résultat réalisé. Ces taux d'erreur sont donnés selon la nomenclature sectorielle ICB 4 (ces taux ne sont que de 42% et 32% respectivement, selon la nomenclature sectorielle ICB 1).

Le deuxième tableau ci-dessous présente le taux d'erreur moyen de la population étudiée calculé pour chaque multiple considéré :

Taux d'erreur	ICB 1	ICB 4
<b>Multiples de capitaux :</b>		
PTB_0	90%	80%
CE_0	95%	80%
<b>Price Earning Ratio :</b>		
PER_0	39%	36%
PER_1	30%	28%
PER_2	28%	27%
<b>Multiples de chiffre d'affaires :</b>		
CA_0	109%	86%
CA_1	102%	81%
CA_2	99%	79%
<b>Multiples d'EBITDA :</b>		
EBITDA_0	42%	39%
EBITDA_1	36%	33%
EBITDA_2	35%	31%
<b>Multiples d'EBIT :</b>		
EBIT_0	45%	40%
EBIT_1	33%	30%
EBIT_2	31%	27%
Multiples calculés sur la nomenclature ICB 1		
Multiples calculés sur la nomenclature ICB 4		

Dans ce tableau il faut lire que le niveau de pertinence du PER\_2 s'établit à 27% (taux d'erreur moyen de ce multiple sur l'échantillon), par comparaison aux 36% du PER\_0 – selon la nomenclature ICB 4 (ces taux sont de 28% et de 39% selon la nomenclature ICB 1).

Le taux d'erreur fournit ainsi une bonne indication de la pertinence relative des différents multiples évalués. Il est sans doute moins révélateur de la pertinence du multiple en tant que tel. Celle-ci peut en effet apparaître « décevante » en première analyse (avec un taux d'erreur moyen dans tous les cas supérieur à 27%). Les niveaux de pertinence calculés montrent toutefois les limites de l'approche mécanique mise en œuvre dans cette étude et qui exclut tout mode de sélection raisonné des comparables au sein des regroupements ICB (1 ou 4) : élimination des multiples incohérents voire extrêmes, sélection complémentaire sur la base de critères de rentabilité, critères de croissance ou critères sectoriels plus précis que le classement ICB, ....



D'une manière générale les résultats présentés permettent de constater :

- une pertinence très supérieure des multiples fondés sur des résultats encours ou prévisionnels, par rapport aux multiples fondés sur des résultats réalisés (cela peut s'expliquer par le fait que les résultats réalisés incluent de nombreux éléments non récurrents alors que les résultats estimés par les analystes financiers sont en général plus normalisés),
- une amélioration marginale des multiples fondés sur des prévisionnels par rapport aux résultats en cours,
- une pertinence relative supérieure des PER quand ils sont basés sur des résultats réalisés, mais qui s'estompe par rapport aux multiples d'EBIT quand ces multiples sont fondés sur des résultats en cours ou prévisionnels,
- un niveau de pertinence relatif mais très peu marqué des multiples d'EBITDA par rapport aux multiples d'EBIT quand ceux-ci sont fondés sur des résultats réalisés, un niveau de pertinence très nettement supérieur de ce dernier quand ils sont fondés sur des résultats en cours ou prévisionnels,
- une très faible pertinence (absolue et relative) des multiples VE/CA, VE/CE et Price-to-Book,
- une sélection sectorielle qui accroît le niveau de pertinence global des multiples (comparaison entre les 9 regroupements sectoriels ICB 1 et les 70 regroupements ICB 4).

### **Lecture et interprétation par secteur**

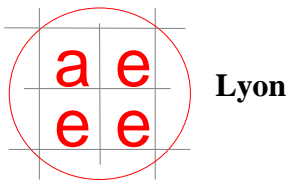
Les résultats présentés sous la forme de taux d'erreur moyen tout échantillon sectoriel confondu ne permettent pas d'identifier d'éventuels secteurs pour lesquels certains multiples seraient plus pertinents que d'autres.

Les tableaux présentés en annexe permettent une première analyse : les multiples d'EBITDA apparaissent ainsi relativement plus pertinents que les multiples d'EBIT dans 56% des secteurs quand il sont basés sur des résultats réalisés (selon ICB 4 – cf. Annexe).

Le nombre de secteurs concernés passe à 41% seulement quand ces multiples sont fondés sur des résultats en cours ou prévisionnels. Le niveau de pertinence relatif des multiples d'EBITDA ne s'explique donc pas forcément par des critères sectoriels. Son niveau de pertinence relatif s'expliquerait sans doute par des problématiques associées aux différences de politiques d'amortissement comptable des entreprises, au sein d'un même échantillon sectoriel.

Les PER sont quant à eux relativement plus pertinents que les multiples d'EBITDA et d'EBIT dans plus de 60% des cas, qu'ils soient basés sur des résultats réalisés, en cours, ou prévisionnels (la performance relative du PER s'estompant toujours quand les multiples sont fondés sur des résultats en cours ou prévisionnels – soit un taux d'erreur moyen tout secteur confondu de respectivement 28% et 26% pour le PER et de 28% et 25% pour le multiple d'EBIT)<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Cette performance relative supérieure du PER s'explique en grande partie par les bénéfices considérés, « récurrents » versus « publiés », et donc objets de retraitements par les analystes financiers. Ces résultats montrent que le PER, sous réserve que ces retraitements soient réalisés, reste un multiple pertinent. Il n'est toutefois pas applicable dans de nombreux contextes d'évaluation (tests de dépréciation d'actifs (cf. IAS 36), opérations de LBO, évaluation de fonds de commerce, ...) où les professionnels ont recours aux multiples VE/EBIT ou VE/EBITDA.



## Conclusion

Malgré ses imperfections (hypothèses selon laquelle les cours de bourse sont réellement représentatifs, absence de mesure statistique sur le caractère significatif des niveaux de pertinence relatifs, etc.), cette étude fournit une bonne image de la pertinence relative des principaux multiples utilisés par les professionnels.

De nombreuses questions restent toutefois ouvertes, dans la mesure où cette étude ne répond pas à toutes les problématiques relatives à cette méthode d'évaluation, telles que le rôle du secteur dans le choix des multiples les plus pertinents, ou encore, la pertinence comparée de cette méthode avec celle des flux de trésorerie actualisés (i.e. Discounted Cash Flows).

Pour conclure, la période actuelle n'est pas forcément propice à l'analyse de la pertinence des multiples de valorisation (cette étude porte sur les multiples de valorisation observés début 2006). Toutefois, baisse des cours boursiers ne signifie pas forcément baisse des multiples de valorisation, si les prévisions de résultat ont également été revues à la baisse.

Enfin la méthode d'évaluation par les multiples ne prétend pas statuer sur la valeur intrinsèque de l'entreprise, mais sur son niveau de valorisation par comparaison, toutes choses égales par ailleurs, aux niveaux de valorisation observés pour des sociétés cotées en bourse comparables, sans porter de jugement sur le caractère pertinent en tant que tel de ces valeurs de « marché ».

L'application de la méthode des multiples dans le contexte actuel permet assurément d'estimer la valeur qu'aurait l'entreprise si elle était cotée en bourse, mais pas forcément de déterminer sa valeur intrinsèque dans une perspective de détention à long terme. Il s'agit peut être de la différence entre « juste valeur » et « juste valeur de " marché " » ...

*Edouard Chastenet, est directeur exécutif chez Ernst & Young Advisory, responsable de la ligne de service Valuation & Business Modelling du bureau de Lyon. Membre d'A3E, il est spécialisé dans l'évaluation d'entreprises et d'actifs incorporels (ont collaboré à cette étude Maxime Vimont et Guilhem Jeannin<sup>10</sup>).*

---

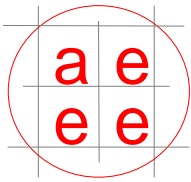
<sup>10</sup> Cette étude s'est inspirée dans sa démarche des travaux réalisés par Lie E. & Lie H. J., 2002, Multiples used to estimate corporate value, Financial Analysts Journal Vol. 58 No 2, 44-54

## Annexe

Taux d'Erreur		Capitaux		PER			EBITDA			EBIT		
Secteurs ICB 4	Secteurs ICB 1	PTB_0	CE_0	PER_0	PER_1	PER_2	EBITDA_0	EBITDA_1	EBITDA_2	EBIT_0	EBIT_1	EBIT_2
Exploration & Production	Oil & Gas	37%	36%	25%	14%	25%	80%	44%	37%	86%	37%	31%
Integrated Oil & Gas	Oil & Gas	29%	36%	20%	19%	19%	25%	24%	23%	27%	27%	26%
Oil Equipment & Services	Oil & Gas	39%	40%	19%	15%	14%	32%	30%	28%	34%	18%	16%
Commodity Chemicals	Basic Materials	62%	42%	37%	29%	24%	28%	23%	20%	29%	24%	18%
Specialty Chemicals	Basic Materials	43%	44%	33%	19%	16%	34%	33%	34%	25%	28%	24%
Paper	Basic Materials	27%	27%	36%	43%	29%	28%	23%	24%	64%	44%	30%
Steel	Basic Materials	96%	58%	22%	30%	42%	204%	186%	170%	115%	104%	98%
General Mining	Basic Materials	24%	20%	25%	15%	8%	33%	20%	21%	29%	19%	26%
Building Materials & Fixtures	Basic Materials	47%	40%	22%	16%	15%	26%	22%	22%	30%	23%	22%
Heavy Construction	Basic Materials	135%	131%	41%	32%	29%	78%	69%	70%	60%	57%	53%
Aerospace	Industrial (Goods)	94%	148%	25%	24%	25%	55%	59%	55%	37%	39%	33%
Defense	Industrial (Goods)	26%	21%	6%	16%	13%	16%	12%	12%	7%	7%	5%
Containers & Packaging	Industrial (Goods)	44%	29%	26%	15%	14%	26%	22%	23%	43%	26%	23%
Diversified Industrials	Industrial (Goods)	82%	35%	30%	13%	12%	31%	22%	21%	38%	22%	20%
Electrical Components & Electronic Equipment	Industrial (Goods)	116%	68%	37%	26%	22%	23%	26%	24%	40%	26%	21%
Commercial Vehicles & Trucks	Industrial (Goods)	91%	68%	49%	33%	24%	42%	29%	25%	46%	30%	26%
Industrial Machinery	Industrial (Goods)	29%	31%	75%	32%	34%	31%	31%	30%	25%	22%	26%
Delivery Services	Industrial (Service s)	165%	116%	39%	25%	28%	56%	46%	43%	66%	34%	33%
Marine Transportation	Industrial (Service s)	64%	69%	15%	20%	21%	36%	31%	29%	24%	29%	26%
Transportation Services	Industrial (Service s)	42%	91%	21%	18%	24%	35%	23%	20%	34%	28%	22%
Business Support Services	Industrial (Service s)	27%	24%	16%	15%	16%	27%	27%	26%	22%	20%	18%
Business Training & Industrial Suppliers	Industrial (Service s)	139%	144%	27%	30%	25%	42%	32%	30%	31%	29%	30%
Automobiles	Consumer Goods	109%	105%	47%	28%	30%	29%	20%	22%	44%	23%	25%
Auto Parts	Consumer Goods	84%	62%	26%	22%	18%	27%	21%	24%	21%	17%	17%
Brewers	Consumer Goods	34%	105%	43%	44%	36%	29%	27%	25%	92%	57%	44%
Distillers & Vintners	Consumer Goods	66%	37%	23%	18%	16%	29%	27%	24%	21%	18%	15%
Farming & Fishing	Consumer Goods	117%	46%	27%	15%	15%	16%	14%	15%	22%	16%	12%
Food Products	Consumer Goods	49%	28%	20%	16%	17%	30%	25%	22%	33%	25%	23%
Durable Household Products	Consumer Goods	55%	71%	9%	7%	9%	75%	24%	27%	50%	54%	27%
Nondurable Household Products	Consumer Goods	60%	69%	25%	20%	18%	32%	28%	28%	31%	27%	23%
Furnishings	Consumer Goods	57%	38%	16%	11%	14%	28%	24%	21%	29%	24%	18%
Home Construction	Consumer Goods	104%	103%	11%	9%	10%	24%	15%	11%	78%	19%	11%
Consumer Electronics	Consumer Goods	94%	73%	19%	16%	15%	19%	17%	15%	7%	7%	6%
	Consumer Goods	25%	171%	16%	17%	16%	9%	9%	9%	10%	8%	7%
	Consumer Goods	43%	55%	33%	10%	11%	25%	26%	27%	31%	7%	8%



Taux d'Erreur		Capitaux		PER			EBITDA			EBIT		
Secteurs ICB 4	Secteurs ICB 1	PTB_0	CE_0	PER_0	PER_1	PER_2	EBITDA_0	EBITDA_1	EBITDA_2	EBIT_0	EBIT_1	EBIT_2
Recreational Products	Consumer Goods	85%	53%	36%	19%	12%	65%	51%	40%	48%	27%	26%
Clothing & Accessories	Consumer Goods	72%	90%	38%	34%	30%	40%	41%	39%	48%	36%	35%
Personal Products	Consumer Goods	59%	94%	29%	28%	29%	43%	40%	33%	37%	34%	32%
Health Care Providers	Health Care	41%	25%	30%	24%	30%	32%	29%	31%	29%	15%	21%
Medical Equipment	Health Care	63%	107%	38%	23%	24%	40%	38%	31%	49%	33%	34%
Medical Supplies	Health Care	71%	79%	22%	6%	13%	24%	25%	27%	25%	7%	11%
Biotechnology	Health Care	24%	23%	124%	61%	66%	52%	45%	40%	52%	35%	33%
Pharmaceuticals	Health Care	74%	67%	36%	26%	26%	35%	27%	31%	40%	27%	29%
Drug Retailers	Consumer Services	40%	14%	29%	23%	22%	34%	31%	29%	31%	25%	24%
Food Retailers & Wholesalers	Consumer Services	56%	101%	26%	17%	14%	28%	18%	13%	25%	19%	11%
Apparel Retailers	Consumer Services	61%	103%	32%	27%	23%	31%	26%	25%	30%	30%	23%
Broadline Retailers	Consumer Services	105%	55%	28%	20%	24%	43%	38%	37%	34%	29%	28%
Home Improvement Retailers	Consumer Services	56%	105%	32%	19%	19%	24%	25%	25%	25%	15%	19%
Specialty Retailers	Consumer Services	64%	114%	19%	19%	18%	30%	24%	23%	27%	24%	23%
Broadcasting & Entertainment	Consumer Services	81%	97%	56%	22%	21%	53%	37%	31%	58%	30%	21%
Media Agencies	Consumer Services	137%	92%	374%	357%	365%	36%	32%	27%	37%	34%	25%
Publishing	Consumer Services	102%	78%	42%	38%	31%	29%	30%	30%	46%	44%	34%
Airlines	Consumer Services	38%	112%	24%	32%	14%	37%	24%	29%	29%	39%	31%
Gambling	Consumer Services	65%	299%	18%	33%	24%	12%	18%	15%	11%	12%	11%
Hotels	Consumer Services	110%	62%	30%	18%	16%	24%	18%	18%	35%	22%	23%
Recreational Services	Consumer Services	32%	18%	51%	24%	17%	18%	19%	21%	54%	36%	38%
Restaurants & Bars	Consumer Services	55%	51%	25%	19%	18%	22%	20%	20%	14%	15%	14%
Travel & Tourism	Consumer Services	140%	137%	13%	13%	9%	28%	23%	24%	40%	34%	25%
Fixed Line Telecommunications	Telecom	57%	39%	27%	15%	13%	21%	14%	15%	70%	30%	21%
Mobile Telecommunications	Telecom	62%	47%	60%	23%	17%	27%	14%	14%	53%	15%	29%
Electricity	Utilities	33%	37%	17%	11%	10%	20%	18%	18%	28%	21%	21%
Gas Distribution	Utilities	155%	92%	10%	13%	18%	19%	19%	15%	16%	13%	9%
Multiutilities	Utilities	47%	36%	29%	18%	18%	19%	18%	18%	40%	34%	35%
Water	Utilities	35%	18%	14%	10%	13%	11%	10%	8%	9%	9%	5%
Computer Services	Technology	113%	89%	44%	36%	31%	40%	29%	29%	50%	30%	25%
Internet	Technology	130%	107%	13%	20%	22%	36%	31%	28%	27%	28%	34%
Software	Technology	70%	118%	37%	34%	34%	41%	35%	33%	43%	34%	34%
Computer Hardware	Technology	87%	101%	31%	34%	29%	33%	48%	43%	58%	42%	41%
Semiconductors	Technology	25%	43%	60%	28%	17%	26%	18%	17%	58%	37%	24%
Telecommunications Equipment	Technology	82%	140%	47%	42%	36%	48%	43%	38%	66%	41%	33%
Moyenne		80%	80%	36%	28%	26%	35%	30%	28%	39%	28%	25%



### Ø Avis d'experts sur les tests de dépréciation sur les actifs non financiers:

*Les avis d'experts présentés ci-dessous, et portant sur des techniques d'évaluation d'entreprises, ne doivent pas être confondus avec toute recommandation sur les modalités d'application des normes françaises ou IFRS, ou interprétation de ces normes.*

Christophe VELUT– Edouard CHASTENET

#### Date d'établissement des tests de dépréciation :

La norme autorise pour des raisons pratiques que les tests soient effectués avant la date de clôture, à condition que les tests soient effectués chaque année à la même date, à une date qui reste cependant proche de la date de clôture.

Dans le contexte actuel, les tests de sensibilité devront être mis à jour, à notre avis, si des événements importants sont intervenus, avant la date d'arrêté des comptes, et sont susceptibles d'affecter de manière significative, les modalités de calcul de la valeur recouvrable (et notamment la prise en compte du carnet de commande, indicateur immédiat et extrêmement pertinent en ce qui concerne les prévisions d'activité, l'évolution de la trésorerie nette, le risque de non renouvellement des lignes de financement).

#### Prévisions :

Il ne nous semble pas suffisamment pertinent dans le contexte actuel de fonder les prévisions sur la reproduction des données passées, même s'il n'est pas inconcevable que les effets de la crise s'estompent avec un retour progressif aux fondamentaux historiques.

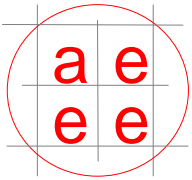
Nous considérons que la société doit s'attacher plus que jamais à établir des prévisions, même si la tâche est particulièrement difficile, pour identifier l'impact en termes de flux des différents scénarios considérés comme les plus probables voire tout simplement possibles (effets durables de la crise).

Dans le contexte actuel, il convient également d'apprécier les risques pesant sur la continuité de l'exploitation avec, dans le cas extrême, la nécessité d'apprécier la valeur liquidative des sociétés ou des activités.

#### Taux d'actualisation :

Il ne nous paraît pas pertinent de retenir comme référence absolue les primes de risques récemment publiées et comprise, en cette fin d'année 2008 entre 6% et 10%, contre un consensus historique compris entre 4% et 6%.

En effet, la flambée de ces primes de risques résulte de leur mode de calcul et notamment la mise en perspective des niveaux de valorisation observés et des anticipations des analystes, qui sont venues s'ajuster à la baisse au fil des publications et donc avec un certain retard.



**Lyon**

Par conséquent, si les prévisions établies par les entreprises pour réaliser les tests de dépréciation ont bien été ajustées à la baisse pour tenir compte de la crise (ce que nous recommandons par ailleurs), cela conduirait à prendre en compte 2 fois le même risque.

Il nous semble donc plus pertinent d'intégrer le risque dans des données prévisionnelles revues à la baisse, et de retenir par ailleurs des paramètres de marché (taux sans risques, prime de risques, beta sectoriel et levier financier) fondés sur des moyennes historiques et calculées sur des durées plus longues (sur 2 à 5 ans par exemple). On peut en effet constater que sur une longue période (intégrant des périodes de croissance et de crise économique), ces paramètres sont restés assez stables (environ 4,5% pour le taux des OAT, et 4-6% pour la prime de risques).

#### Valeur terminale :

La prise en compte d'une valeur terminale doit être appréhendée au cas par cas. Des lors que la société aurait démontré sa capacité à « passer la crise » et qu'il n'est pas inconcevable de penser que la crise aura une durée « limitée » (que certains estiment à 2 ou 3 ans), la prise en compte d'une valeur terminale reste pertinente (il est ici fait l'hypothèse qu'il n'existe pas de risque sur la continuité d'exploitation de la société).

#### Taux de croissance à l'infini :

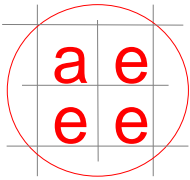
Les pratiques des évaluateurs et la position de certains organismes tels que l'AMF ne sont pas toujours homogènes.

Une analyse comparative est difficile, car de nombreux groupes ont retenu les années précédentes une position qui pouvait être considérée comme « minimaliste », dans un souci de prudence, d'autres intégrant des perspectives à long terme plus élevée (notamment dans les secteurs à forte croissance).

Dans le contexte actuel, cette approche minimaliste devrait être sans doute être considérée comme la plus pertinente, avec comme référence de départ, le taux d'inflation à long terme qui s'établirait aujourd'hui dans une zone comprise entre 1,5% et 2,0% - à ajuster ensuite, à la baisse et à la hausse, en fonction de perspectives sectorielles réellement différenciées (exemple : téléphonie fixe versus téléphonie mobile) ou corrélées à d'autres indices (tel que celui de la construction), et dans tous les cas, justifiées par des sources externes récentes.

#### Analyses de sensibilité :

Compte tenu de la crise économique, il sera en général pertinent à notre avis de soumettre les résultats des tests de dépréciation à des analyses de sensibilité portant sur les paramètres les plus critiques (chiffre d'affaires et rentabilité cible des prévisions), au travers de scénarios considérés et supportés par un maximum de données externes (études sectorielles récentes, prévisions des analystes financiers, communiqués récents publiés par des fournisseurs, clients, concurrents, ...).



Lyon

De très nombreuses sociétés ne réalisaient jusqu'à présent des tests de sensibilité que par rapport au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini, pour répondre à une exigence de la norme, plutôt que par nécessité.

Transparence sur les hypothèses retenues, notamment sur les hypothèses dites « structurantes » susceptibles d'avoir un impact significatif sur la valeur :

Dans le contexte de crise actuelle, il sera plus que jamais important de communiquer sur les hypothèses « structurantes » retenues pour l'établissement des prévisions, et notamment les critères retenus pour les analyses de sensibilité (le mode de communication devant néanmoins être apprécié au regard de l'information nécessaire des utilisateurs des états financiers, et de leur caractère éventuellement confidentiel).

Il convient de rappeler qu'une société est censée indiquer dans son rapport annuel l'impact de ces analyses de sensibilité sur le résultat des tests de dépréciation.

*Christophe VELUT est associé chez ORFIS BAKER TILLY et Président d'A3E.*

*Edouard CHASTENET, est directeur exécutif chez Ernst & Young Advisory, responsable de la ligne de service Valuation & Business Modelling du bureau de Lyon. Il est membre d'A3E.*

**Ø Rappel de règles spécifiques de valorisation / comptabilisation selon les normes IFRS :**

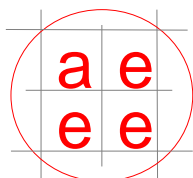
---

Christophe VELUT

Cours de bourse à utiliser pour réaliser des tests de dépréciation :

Le cours de bourse à utiliser est celui de la date de clôture. La norme ne prévoit pas d'utiliser une moyenne de cours. Ce principe peut ne pas apparaître très cohérent sur le plan économique, mais il est difficile de le modifier, compte tenu des impacts qu'un tel changement de modalité d'évaluation pourrait avoir sur d'autres normes (ex : les actifs et devises doivent être convertis sur la base du cours de change à la date de clôture). Il convient de rappeler que l'impact d'une diminution significative des cours entre la date de clôture et la date d'arrêt des comptes devrait être mentionné en annexe.

Le cours pourrait ne pas être considéré comme représentatif uniquement si le marché était considéré comme non actif, ce qui doit être très exceptionnel (le caractère exceptionnel ne serait rempli que si un ensemble de critères était respecté : échanges non significatifs en termes de montants et de durée, transactions représentatives d'une vente « forcée », ...).



**Lyon**

### Tests de dépréciation sur les titres cotés non évalués à la juste valeur par le résultat / catégorie des actifs disponibles à la vente (AFS):

Les variations de juste valeur de cette catégorie de titres sont constatées en capitaux propres.

La diminution de la juste valeur calculée comme l'écart entre la juste valeur et le prix d'acquisition est d'abord constatée en capitaux propres. Elle doit être constatée en charges, lorsqu'il existe une indication objective de la dépréciation de cet actif. Il n'est pas possible de ventiler la dépréciation entre une part affectée en résultats et une part affectée en capitaux propres.

Il n'est pas possible de reprendre en résultats une dépréciation constatée précédemment en résultats sur des titres (qu'ils soient du reste cotés ou non). Toute amélioration de valeur sera constatée directement en augmentation des capitaux propres. La reprise en résultats de la dépréciation ne pourra intervenir qu'à la date de sortie des titres du bilan (cession, liquidation,...).

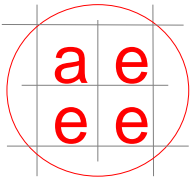
### Evaluation des stock-options :

---

Il n'est pas possible dans le cas de plans de stock-options qui se dénouent en actions d'ajuster la juste valeur déterminée à la date d'octroi des avantages pour tenir compte de la chute des cours de bourse, car la juste valeur est figée à la date d'octroi.

Il est à noter que dans le cas de plans qui se dénouent en trésorerie, la juste valeur est actualisée à chaque date de clôture ; elle est donc ajustée à la baisse en cas de diminution des cours.

Dans le cas d'annulation d'un plan pendant la période d'acquisition des droits, la société ne peut reprendre en profit la charge cumulée comptabilisée précédemment. Au contraire, la société doit constater immédiatement la charge qui restait à comptabiliser jusqu'à la fin de la période d'acquisition des droits.



**Lyon**

## LE POINT DE VUE DE L'ENTREPRISE SUR LES COMPARABLES

Didier MANGIN

Au risque de passer pour un directeur financier « narrow minded », il me faut reconnaître que la méthode des comparables n'est pas celle que nous privilégions au sein de PSB Industries.

Nous sommes plutôt des partisans de la méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF), que nous utilisons tout aussi bien pour l'évaluation des cibles, des projets significatifs, ainsi que dans le cadre des tests de dépréciation.

Néanmoins nous avons recours à la méthode des comparables, de manière accessoire mais systématique, dans le cadre des acquisitions/cessions d'entreprises, et ce pour deux raisons :

- vérifier la cohérence de la valorisation obtenue par la méthode des DCFs,
- communiquer plus facilement avec notre conseil d'administration, pour qui une approche basée sur des multiples est beaucoup plus explicite et pédagogique.

Parallèlement lors de la phase de négociation, les échanges avec l'acheteur ou le vendeur se font sur la base de multiples, pour les mêmes raisons que celles évoquées ci-dessus (« simplicité » d'utilisation dans les échanges,...).

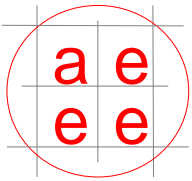
La méthode des comparables est utilisée en retenant des multiples de valeur d'entreprise basés sur le chiffre d'affaires, l'EBIT, et l'EBITDA, avec une nette préférence pour ce dernier.

En tant que direction financière, et contrairement aux cabinets de fusions et acquisitions, nous disposons de peu d'outils permettant d'identifier, et/ou d'avoir des éléments très précis sur les transactions comparables.

Ainsi, il nous arrive fréquemment de ne pas avoir d'informations suffisamment détaillées sur la structure financière. Dans ce cas, nous utilisons par défaut des multiples de fonds propres, mais qui servent plutôt d'ordre de grandeur.

L'utilisation des comparables nous pose quelques problèmes et nécessite de prendre des précautions sur le caractère comparable des transactions identifiées, qui peuvent amener à procéder à des ajustements. Ainsi, les difficultés peuvent provenir dans le choix et l'exploitation de l'échantillon des facteurs suivants:

- date des transactions,
- tailles très différentes des sociétés retenues dans notre échantillon. Ainsi lors de notre dernière acquisition effectuée en juillet 2008, le chiffre d'affaires des transactions comparables récentes se situait entre 15 millions d'USD et 4,2 milliards d'USD...
- spécificités des entreprises, notamment en termes de risques,
- spécificités des contextes de chaque transaction (prise de contrôle,...),



**Lyon**

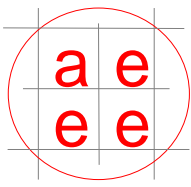
- différences des principes comptables retenus par les entreprises composant notre échantillon, ce qui nous incite à privilégier l'EBITDA, qui par construction exclut les effets de la politique d'amortissement/dépréciation des actifs,
- absence d'informations prévisionnelles, qui peuvent avoir une influence significative sur le multiple retenu pour une transaction donnée.

La réalisation de différentes opérations de croissance externe nous a également amené à avoir des multiples de référence pour chaque secteur d'activité dans lesquels le groupe est présent.

L'accès pour un directeur financier aux comparables n'est pas aisé et c'est plus à travers son propre réseau qu'il peut obtenir ces multiples, car l'utilisation des multiples, même dans le cadre d'une méthode accessoire, nécessite l'utilisation d'informations basées sur des transactions récentes.

En conclusion, la méthode des comparables est une méthode simple et compréhensible par tous, et qui nous permet de vérifier la cohérence de la valorisation obtenue à partir des DCFs.

*Didier MANGIN est directeur administratif et financier de PSB Industries, membre de la SFAF, et membre du bureau de la délégation régionale de la DFCG.*



## AVIS D'EXPERTS – QUESTIONS - REPONSES

Question 1 : doit-on utiliser plusieurs coûts moyens pondérés du capital (WACC) dans l'évaluation d'un groupe qui a des filiales à l'étranger ?

Le WACC est censé prendre en compte un certain nombre de paramètres, tels que les profils de risques et de rentabilité, la structure financière, l'environnement économique, le risque de change, ...

L'évaluation d'un groupe (dont les filiales sont considérées comme nécessaires à l'exploitation par hypothèse), tient compte des paramètres existant au niveau du groupe, niveau auquel l'évaluation est réalisée.

En théorie, les profils de risques et de rentabilité sont intégrés au niveau des business plans établis par chaque filiale.

La prise en compte de primes de risques pays spécifiques appliquées aux flux de certaines filiales peut cependant s'avérer selon nous nécessaire dans certains cas : importance de la filiale, valeur stratégique pour le groupe, poids de la clientèle externe locale, risques économiques forts, politique de prix de transferts, ...

Question 2 : quel niveau d'investissements doit-on prendre en compte pour le calcul de la valeur terminale ?

Il est fréquent, pour des évaluations « simples » de sociétés dont les investissements ne sont pas majeurs, et présentent une certaine récurrence, de retenir comme hypothèse pour le calcul de la valeur terminale un montant d'investissements proche, mais toujours supérieur ou égal au niveau des dotations aux amortissements. L'approximation sous-jacente à ce raccourci nous semble acceptable dans ce cas précis.

Cependant, cette approche ne peut être retenue à notre avis pour l'évaluation de sociétés situées dans des secteurs d'activité très capitalistiques. L'analyse doit être approfondie. Ainsi :

- la durée de l'horizon explicite des prévisions doit être cohérente par rapport à un cycle « normal » d'investissements,
- il est utile de distinguer les investissements de croissance des investissements de renouvellement,
- il est souhaitable d'intégrer dans la réflexion certaines dépenses significatives constatées en charges dans les comptes (ex : dépenses de R&D,...), et donc intégrées dans l'EBIT, pour une cohérence d'ensemble.

Cette analyse conduira forcément, pour le calcul de la valeur terminale, à un niveau d'investissement supérieur à la dotation aux amortissements (on comprendra aisément que dans le cas inverse la valeur nette comptable des immobilisations deviendrait négative). Si, dans certains cas, ce niveau d'investissement apparaît trop élevé par rapport au simple besoin de renouvellement des actifs à l'identique, il conviendra alors de s'interroger sur les durées d'amortissement retenues dans les prévisions, et par conséquent la réduction progressive de ces dotations en période terminale.

**Merci d'adresser vos questions à l'adresse suivante : [cvelut@orfis.fr](mailto:cvelut@orfis.fr).**