



ÉDOUARD CHASTENET, ERNST & YOUNG ADVISORY, directeur au sein du département évaluation. Titulaire d'un DEA, membre d'A3e (Lyon), il intervient en mission d'évaluation financière d'entreprises et d'actifs incorporels, notamment dans le cadre de tests de dépréciation et d'allocations de prix d'acquisitions*.



GUILHEM JEANNIN, ERNST & YOUNG ADVISORY, consultant assistant au sein du département évaluation et titulaire d'un DEA*.

* Édouard Chastenet et Guilhem Jeannin sont membres du centre de recherche Magellan-Finance de l'IAE - Université de Lyon III.

ÉVALUATION D'ENTREPRISE

Les méthodes appliquées par les analystes financiers

Pour connaître les méthodes d'évaluation de l'entreprise les plus couramment employées par les bureaux de recherche qui suivent les valeurs du SBF 120, Ernst & Young Advisory a réalisé une étude basée sur la revue de 142 rapports d'analyse financière. Cette étude révèle une application quasi systématique de la méthode des « discounted cash flows », ainsi que de fortes disparités dans l'application ou le choix des multiples de comparaison boursière.

Les modèles d'évaluation sont en général classés en trois grandes catégories :

- **Les approches par les flux**, ou les revenus (*income approach*), s'appuient sur les fondamentaux de l'entreprise et reposent sur le principe théorique selon lequel la valeur d'un actif est, par définition, égale à la valeur actuelle des revenus qu'il est susceptible de générer dans le futur. Dans le cadre de ces approches, on distingue en général deux types de méthodes, directes et indirectes⁽¹⁾ :

- le modèle des dividendes actualisés (*discounted dividend model, DDM*), qui repose sur l'actualisation des dividendes futurs ;

- le modèle des flux de trésorerie actualisés (*discounted cash flows method, DCF*), qui repose sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles pour l'ensemble des investisseurs (actionnaires et créanciers).

- **Les approches par les multiples**, ou les références de marché (*market approach*), reposent sur le

principe que la valeur d'un actif peut être mesurée par comparaison avec la valeur d'actifs comparables, dont le prix ou le cours peut être observé sur les marchés. Pour retranscrire cette valeur, et par analogie avec les deux modèles précédents, les professionnels ont recours à deux types de multiples, directs et indirects :

- le PER (*price earning ratio*), qui exprime le cours de bourse en un multiple du résultat net par action⁽²⁾ ;

- les multiples de valeur d'entreprise (*EV multiples*), qui rapprochent la valeur de l'entreprise, mesurée hors dettes, à ses agrégats d'explo-

tation (chiffre d'affaires, excédent brut d'exploitation, résultat d'exploitation⁽³⁾, etc.).

- **Les approches par les actifs**, ou les coûts (*asset or cost approach*), doivent enfin être scindées en deux catégories :

- les approches mixtes ; s'appuyant sur le concept de création de valeur et de mesure de performance, ces formulations permettent d'extérioriser plus précisément la capacité de l'entreprise à dégager une rentabilité supérieure au coût du capital : le RIM (*residual income model*) ou la MVA/EVA[®] (*market/economic value added*⁽⁴⁾) fournissent une esti-

mation de la survaleur générée par l'entreprise. Selon ces approches, les ratios *price-to-book* (PTB) et *EV/capital employed* apparaissent également comme des multiples de référence pour la comparaison des valeurs boursières ;

1. PANORAMA DES MÉTHODES D'ÉVALUATION D'ENTREPRISE

Approches par les flux/revenus	Méthodes directes (valeur des fonds propres)	Méthodes indirectes (valeur d'entreprise)
Résultats/flux	Modèle des dividendes actualisés (<i>discounted dividends models - DDM</i>)	Modèle des flux de trésorerie actualisés (<i>discounted cash flows - DCF</i>)
Résultats/capitaux investis	Méthode de la rente de goodwill (<i>residual income model - RIM</i>)	Méthode des surprofits (<i>economic value added / market value added - EVA[®] / MVA[®]</i>)
Approches par les multiples	Méthodes directes (valeur des fonds propres)	Méthodes indirectes (valeur d'entreprise)
Résultats	Multiple de résultat net (<i>price earning ratio - PER, PCF</i>)	Multiples exprimés en valeur d'entreprise (<i>EV multiples sales, Ebitda, Ebit</i>)
Capitaux investis	Multiples de capitaux propres (<i>price-to-book ratios - PTB, P/CE</i>)	Multiples exprimés en valeur d'entreprise (<i>EV multiples capital employed</i>)

Les analystes utilisent parfois jusqu'à cinq méthodes différentes pour fixer leur objectif de cours. Si dans 80 % des cas, ils n'ont effectivement recours qu'à une seule méthode, cette dernière est toutefois confortée par d'autres approches.

– l'approche par la somme des parties (*sum of the part, SOP*) ; les groupes étant souvent constitués d'activités opérationnelles différentes, le recours à une estimation distincte de leurs différentes divisions ou unités opérationnelles devient ainsi une approche de plus en plus courante. Le tableau 1 présente une matrice résumant ces principales approches et méthodes, en retenant la terminologie la plus courante, tant française qu'anglo-saxonne⁽⁶⁾.

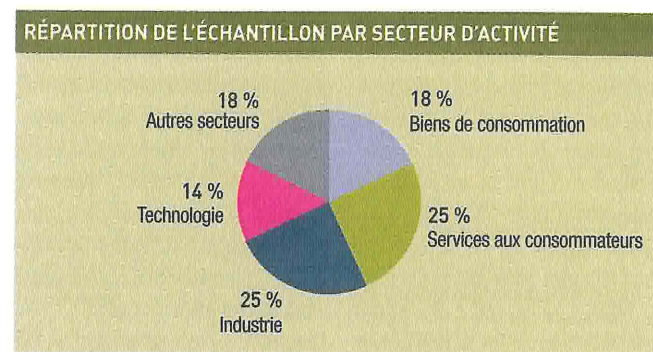
Nous avons réintégré et classé les approches « mixtes », selon qu'elles résultent de la prise en compte des fondamentaux de l'entreprise (ex. EVA) ou de l'application de multiples (ex. PTB). Par ailleurs, nous n'avons pas distingué l'approche par la « somme des parties », comme une catégorie à part, dans la mesure où elle fait appel, pour chaque activité évaluée, aux différentes méthodes répertoriées par ailleurs.

EXISTE-IL UN CONSENSUS DES ANALYSTES FINANCIERS ?

Pour tenter de répondre à cette question, une étude a été réalisée à partir d'un échantillon de 142 rapports d'analyse financière de plus de 8 pages, publiés entre le 1^{er} janvier et le 6 décembre 2005 par plus de 15 banques d'investissement ou bureaux de recherche. Tous ces rapports, archivés par la base de données Thomson Research/Investment concernent les sociétés cotées composant l'indice SBF 120, soit 88 entreprises après élimination des institutions financières, des compagnies d'assurance et des sociétés immobilières (ou des rapports présentant un détail insuffisant).

Si notre analyse a principalement consisté à répertorier les approches et méthodes retenues, il convient préalablement de préciser que les analystes financiers assoient la plus grande partie de leur argumentation sur les facteurs qualitatifs concourant à fonder leurs prévisions de résultat (données stratégiques, perspectives de développement, etc.). Ces facteurs apparaissent ainsi nettement plus développés et détaillés que la méthodologie d'évaluation en soi.

Si les résultats de l'étude font apparaître que les analystes peuvent utiliser et retenir jusqu'à cinq méthodes différentes pour fixer leur objectif de cours, on observe que dans 80 % des cas, ils n'ont effec-



tivement recours qu'à une seule méthode, toutefois confortée par d'autres approches.

Lorsque la valeur repose sur plusieurs méthodes, ces dernières sont réunies deux fois sur trois grâce à une moyenne arithmétique simple. Dans 21 % des cas, l'évaluateur a recours à une moyenne pondérée (où il ressort que les multiples ont un poids supérieur aux autres méthodes).

L'étude révèle également que, dans 70 % des cas, les analystes financiers évaluent l'entreprise selon une approche « globale », c'est-à-dire sans distinction de ses différentes branches d'activité. 21 % d'entre eux ont en revanche recours à une approche d'évaluation en « somme des parties », c'est-à-dire par division. Enfin 9 % des bureaux de recherche font appel, simultanément, à ces deux types d'approche.

Dans le cas des évaluations « globales », correspondant au total à 79 % des approches mises en oeuvre, il ressort que les analystes se basent très majoritairement (à 85 %) sur au moins une approche par les flux ou les revenus (DCF, EVA, DDM, etc.).

Les multiples, qui sont également calculés dans plus de deux tiers des

cas (soit 71 %), ne sont toutefois effectivement retenus pour l'évaluation que dans 23 % des rapports étudiés. En d'autres termes, cela signifie que seul un tiers des analystes ayant recours à des approches comparatives s'en servent effectivement pour fixer leur objectif de cours. Il apparaît que ces analystes sont en général ceux qui ont le moins recours à la méthode des DCF.

Il semble donc que les analystes financiers utilisent la plupart du temps l'approche par les multiples comme un outil de contrôle de cohérence, davantage que comme une méthode d'évaluation. L'analyse consiste alors à justifier d'éventuels différentiels de valorisation (primes ou décotes) par rapport aux multiples de sociétés comparables.

Sur un autre plan, 10 % des analystes financiers font appel à d'autres approches spécifiques (modèles d'analyse développés par le bureau de recherche, régressions linéaires, etc.).

APPROCHES PAR LES FLUX

Dès lors que les analystes financiers retiennent au moins une approche par les flux (soit 85 % d'entre eux,

► hors SOP), il ressort que la méthode des DCF est de loin la plus répandue, puisque ce modèle représente 91 % des méthodes mises en œuvre (voir tableau 2). Les autres modèles apparaissent donc délaissés par la profession (DDM : 4 % ; EVA : 5 % ; RIM : 2 %)⁽⁶⁾.

Les méthodes dites indirectes (DCF ou EVA), appliquées à 96 %, ont donc très largement la faveur des analystes financiers. Dans le cadre de ces méthodes, les résultats de l'étude révèlent que le bêta, le coût moyen pondéré du capital (*weighted average cost of capital, WACC*), ainsi que le taux de croissance à l'infini considéré pour le calcul du coefficient de valeur terminale, sont les paramètres les plus utilisés pour les analyses de sensibilité du modèle.

Concernant le calcul du WACC, le niveau d'information communiqué par les bureaux de recherche apparaît relativement faible. En effet, si ceux-ci précisent le niveau du WACC retenu dans 67 % des rapports d'analyse étudiés⁽⁷⁾, le bêta avec effet de levier ne l'est que dans 33 % des cas, et la structure d'endettement cible (*gearing*), que très rarement (8 %).

Quand la période de projection est spécifiée (i. e. publication du tableau de calcul du modèle DCF), celle-ci ressort en moyenne à 10 ans mais peut s'étendre dans certains cas jusqu'à 28 ans. Au-delà de cette période, le coefficient de valeur terminale est calculé en retenant un taux de croissance à l'infini compris entre 0 et 4 %, soit un taux moyen de 2,4 % (pour l'échantillon étudié).

APPROCHES PAR LES MULTIPLES

Dès lors que les analystes financiers appliquent au moins une approche par les multiples (soit 71 % d'entre eux, hors SOP), et sans faire de distinction entre les multiples « calculés » et ceux qui sont effectivement « retenus », le PER (ajusté ou non) demeure visiblement leur ratio de référence (calculé dans 89 % des cas⁽⁸⁾ ; voir tableau 3). Le taux d'utilisation d'au moins un multiple de valeur d'entreprise, sur les trois plus courants, demeure toutefois très élevé, à 80 % (avec respectivement 50, 55 et 41 %, pour les multiples EV/CA, EV/Ebitda et EV/Ebit). Les multiples de capitaux, price-to-book et EV/CE, apparaissent quant à eux

nettement moins utilisés (soit respectivement 6 et 1 %). Il est ainsi possible de constater que, contrairement aux approches par les flux, le consensus entre analystes financiers apparaît moins net quant aux agrégats de référence à retenir dans les approches comparatives. Il ne nous a ainsi pas été possible d'identifier leurs critères de choix quant aux multiples retenus ou privilégiés (PER, EV/Ebitda, EV/Ebit, etc.), du fait de l'absence de commentaires suffisamment explicites dans leurs publications⁽⁹⁾. Néanmoins, le recours apparemment plus fréquent à l'EV/Ebitda, par rapport à l'EV/Ebit, ou l'EV/CA⁽¹⁰⁾, apparaît cohérent avec les résultats de certaines études empiriques tendant à démontrer la plus grande pertinence de ce multiple⁽¹¹⁾.

Sur un autre plan, les multiples s'appuient la plupart du temps sur des données prévisionnelles, portant sur deux à trois années, dont l'exercice en cours.

Nous avons enfin pu constater que les échantillons de sociétés jugées comparables par les analystes sont relativement homogènes en termes d'activité : en moyenne, les échantillons regroupent des sociétés appartenant à moins de deux secteurs différents (d'après le niveau le plus fin – niveau 4 – du code sectoriel ICB). Le nombre moyen de sociétés retenues pour constituer ces échantillons ressort en outre à 5, sur une échelle allant de 1 à 16, pour les rapports d'analyse étudiés. Les échantillons limités à quatre entreprises apparaissent cependant les plus fréquents (25 % des échantillons répertoriés dans cette étude).

2. APPROCHES PAR LES FLUX

	Méthodes directes (valeur des fonds propres)	Méthodes indirectes (valeur d'entreprise)
Résultats/flux	DDM 4 %	DCF 91 %
Résultats/capitaux investis	RIM 2 %	EVA 5 %

Lorsque les analystes ont recours à une approche par les flux, il s'agit dans 91 % des cas de la méthode DCF.

3. APPROCHES PAR LES MULTIPLES

	Méthodes directes (valeur des fonds propres)	Méthodes indirectes (valeur d'entreprise)
Résultats	PER 89 %	EV multiples 80 %
Capitaux investis	Price-to-book 6 %	EV/CE 1 %

Lorsque les analystes ont recours à une approche comparative, ils utilisent dans 80 % des cas un multiple de valeur d'entreprise (EV).

4. APPROCHES PAR LA SOMME DES PARTIES

Approches par les flux/revenus	Méthodes directes (valeur des fonds propres)	Méthodes indirectes (valeur d'entreprise)
Résultats/flux	(NS)	DCF 38 %
Résultats/capitaux investis	RIM 5 %	(NS)
Approches par les multiples	Méthodes directes (valeur des fonds propres)	Méthodes indirectes (valeur d'entreprise)
Résultats	PER 19 %	EV multiples 64 %
Capitaux investis	Price-to-book 2 %	EV/CE 2 %

Lorsque les analystes ont recours à une approche par la somme des parties, ils mettent en œuvre la méthode DCF dans 38 % des cas, et utilisent un multiple de valeur d'entreprise (EV) dans 64 % des cas.
(NS) : non significatif

APPROCHE PAR LA SOMME DES PARTIES

L'approche par la somme des parties (SOP) est appliquée par les analystes financiers – seule ou en combinaison avec une approche globale – dans 30 % des cas (voir tableau 4). Dans le cadre de cette approche, force est de constater que les analystes financiers ont davantage recours aux multiples (71 %, contre 38 % pour la méthode des DCF). Les multiples de chiffre d'affaires (36 %) et d'Ebit (36 % également) y sont alors les plus utilisés, par comparaison au PER (19 %), à l'Ebitda (24 %) ou au PTB (2 %).

ANALYSE PAR TAILLE

Une analyse complémentaire réalisée selon le niveau de capitalisation de l'entreprise permet de faire deux constats :

- prédominance logique de la SOP pour les sociétés à forte capitalisation (et souvent composées de différentes activités) ;
- pas d'effet taille apparent concernant le choix des méthodes (DCF et/ou multiples).

Le recours à une approche en SOP n'apparaît pas systématique, notamment pour les plus grands groupes composant l'échantillon étudié (à peine plus de 50 % des sociétés concernées). Si cela peut

vraisemblablement s'expliquer par l'absence de données financières suffisamment détaillées dans les comptes publiés, il est possible de penser que les IFRS, et plus particulièrement la norme IAS 14 sur l'information sectorielle, devraient permettre, à terme, une généralisation de ce type d'approche.

Pour conclure, il semble exister aujourd'hui un consensus très net entre les analystes financiers quant à l'utilisation de la méthode des DCF (par opposition à l'EVA ou au modèle des dividendes actualisés) et la mise en œuvre d'une approche par la somme des parties, privilégiée pour les plus grands groupes.

Concernant les approches analogiques, le consensus apparaît en revanche moins net quant aux agrégats de référence à retenir, même si le multiples EV/Ebitda peut sembler avoir la préférence des analystes (par comparaison avec l'EV/Ebit).

La définition d'une « bonne pratique » pourrait ainsi consister à évaluer séparément les différentes activités de l'entreprise, selon le niveau de l'information sectorielle publiée dans ses annexes (approche par la somme des parties).

Pour chaque activité, l'analyste financier privilégierait alors une approche indirecte, notamment basée sur le modèle des DCF et

reposant sur un prévisionnel couvrant une période d'environ dix ans, permettant, par exemple, de décomposer l'avenir en trois horizons (perspectives de l'entreprise, perspectives du secteur, perspectives de l'économie).

Cette approche serait complétée ou corroborée par la mise en œuvre de multiples exprimés en valeur d'entreprise avec, dans certains secteurs, une prédilection pour l'EV/Ebitda⁽¹²⁾.

L'analyste financier pourrait toutefois renforcer son analyse par la mise en œuvre d'autres méthodes (telle que l'utilisation de multiples calculés par régression linéaire), afin de prendre en considération certaines caractéristiques propres à la société suivie ou à son secteur d'activité.

Il existe ainsi une réelle convergence entre le contenu informationnel des états financiers voulu par les IFRS et la pratique des analystes financiers :

- validation du modèle des DCF comme méthode de référence, à l'instar de ce que préconise la norme IAS 36 sur les dépréciations d'actifs ;

- approche par la somme des parties conformément aux segments définis par la norme IAS 14 sur l'information sectorielle.

Concernant l'approche par les multiples, il est en revanche possible de s'interroger sur l'utilité qu'aurait la normalisation de certains agrégats financiers, tels l'Ebitda et l'Ebit, par les analystes financiers eux-mêmes, dès lors que ces référentiels ne sont pas couverts par les IFRS. ■

(1) Les méthodes dites directes permettent d'estimer directement la valeur des actions ou des fonds propres de l'entreprise, alors

que les méthodes indirectes passent préalablement par l'estimation de la valeur des actifs d'exploitation de l'entreprise.

(2) Le PER est souvent ajusté pour retracer l'impact de certains éléments : structure de financement, amortissement des survalueurs, etc., ou corrigé par le taux de croissance estimé selon l'approche du PERg, ou selon le modèle de Bates.

(3) Soit, respectivement, l'Ebitda et l'Ebit, selon la terminologie anglo-saxonne.

(4) MVA/EVA sont des marques déposées par Stern Stewart & Co.

(5) Nous avons volontairement exclu de ce panorama un certain nombre de méthodes d'évaluation qui peuvent être considérées comme dérivées de celles qui sont présentées. Le lecteur pourra en outre se référer à Batsch L., « La théorie de la valeur de l'entreprise », communication, 10^e Colloque de comptabilité nationale, Insee, 21-23 janvier 2004, pour une revue typologique plus détaillée.

(6) On constate que seuls 3 % des analystes ont recours à plus de deux méthodes dans le cadre de cette approche.

(7) Compris entre 5 % et 12 %, le WACC ressort en moyenne à 8,1 % pour l'échantillon étudié.

(8) Néanmoins, une analyse plus fine conduit à constater que les analystes ayant effectivement recours aux multiples pour fonder leur opinion (23 % d'entre eux) ne calculent alors le PER que dans 62 % des cas, et ne le retiennent pas forcément comme multiple de référence.

(9) Par ailleurs, la taille trop réduite de notre échantillon ne nous a pas permis d'extérioriser d'éventuels critères sectoriels suffisamment probants pour expliquer ces choix.

(10) En effet, si on exclut les 20 rapports d'analyse portant sur les 15 valeurs technologiques de l'échantillon étudié, le multiple EV/Ebitda est alors calculé dans 61 % des cas, contre seulement 38 % pour l'EV/Ebit et 42 % pour l'EV/CA.

(11) Cf., par exemple, Lie E. et Lie H.J., « Multiples Used to Estimate Corporate Value », Financial Analysts Journal, mars-avril 2002.

(12) Le lecteur pourra se référer aux deux articles collectifs d'Analyse Financière consacrés à la mise en œuvre de cette approche.

APPROCHE EN SOMME DES PARTIES SELON LA CAPITALISATION

