

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

Lettre trimestrielle n°2 – 2^{ème} trimestre 2009

Sommaire :

- Edito du Président,
page 1
- Réflexions sur les bonnes pratiques dans la mise en œuvre des DCF,
page 2
- Le dilemme de la valeur terminale,
page 11
- Le point de vue de l'entreprise sur les DCF,
page 19
- Compte rendu de la réunion organisée avec la DFCG le 25 juin 2009,
page 21

Thèmes abordés dans les prochains numéros :

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

Etudes en cours :

- 7^{ème} enquête prix-valeur,
- Enquête sur les marques.

Edito du Président,

Nous sommes très heureux du succès de notre 1ère lettre trimestrielle sur le thème 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.

Comme nous vous l'avions annoncé, cette 2ème lettre est organisée autour du thème de la mise en œuvre de la méthode des « discounted cash flows » (DCF). Cette méthode est de plus en plus utilisée depuis quelques années, et le passage aux IFRS en 2005 n'est pas étranger à cette promotion.

Comme le signalait très justement Didier Mangin, directeur financier de PSB Industries dans notre précédente lettre, la méthode des DCF est une méthode « passe partout », susceptible d'être utilisée à la fois pour des évaluations de sociétés cibles ou de projets, des tests de dépréciation, même si elle est souvent considérée comme plus technique, moins explicite et moins pédagogique.

Cependant, ayant constaté de nombreuses divergences dans les modalités de mise en œuvre, l'association A3E a mis en place un groupe de travail pour échanger sur les pratiques entre experts, mais également avec les directeurs financiers, et émettre des recommandations.

Nous vous proposons dans cette lettre une synthèse de l'étude conduite par le groupe de travail de l'association A3E mené par Eddy Bloy, une réflexion de Rémy Paliard sur la problématique de la valeur terminale, et une synthèse de la réunion très riche et animée que nous avons organisée avec la DFCG Rhône-Alpes-Auvergne le 25 juin.

Nous avons également présenté la vision très intéressante et pratique d'Henri Thomasson, directeur financier de bioMérieux, qui insiste notamment sur le fait que « la rigueur mathématique apparente du modèle ne doit pas faire oublier le travail important en amont de vérification de la pertinence des hypothèses qui doivent être challengées ».

Pour information, le prochain numéro sera organisé autour du thème des spécificités de l'évaluation en période de crise. Une synthèse sera notamment présentée de l'étude du groupe de travail mené par Rémy Paliard.

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.

Réflexions sur les bonnes pratiques dans la mise en œuvre des DCF

Eddy Bloy

L'Association a constitué en 2008 un groupe de réflexion sur la mise en œuvre de la méthode d'évaluation fondée sur les flux de trésorerie disponibles dite encore méthode DCF (Discounted Cash-Flows). Les développements qui suivent s'attachent à dégager une synthèse de ces réflexions.

La présente synthèse n'intègre pas les spécificités pouvant exister en période de crise, qui fera l'objet d'un article spécifique dans une lettre ultérieure.

1- Le contexte de la réflexion

La méthode d'évaluation fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie disponible doit jouer un rôle fondamental dans la détermination de la valeur d'une entreprise. Trois raisons au moins militent pour qu'il en soit ainsi :

- en premier lieu, et en se plaçant sur le strict point de vue de la réflexion financière, c'est la seule méthode dont les fondements économiques et financiers sont incontestables,
- en deuxième lieu, la mise en place des IFRS lui assure une reconnaissance officielle dans la mesure où elle est admise comme méthode permettant de fixer la juste valeur dans un certain nombre de normes.
- en troisième lieu, la crise actuelle vient nous rappeler fort opportunément, si besoin était, que les méthodes basées sur des multiples qui font appel à des références de marché sont largement « parasitées » par des phénomènes de « bulles spéculatives » qui perturbent une juste appréciation de la valeur. La méthode fondée sur les flux de trésorerie est beaucoup moins sensible à ces interférences et conduit à une valorisation reflétant plus fidèlement les fondamentaux de l'entreprise.

Rappelons brièvement que la valeur dans le cadre d'une telle méthode se définit comme suit :

$$V = \sum F_t / (1+k)^t + V_N / (1+k)^N$$

Où :

- F_t représente le flux de trésorerie de l'année t défini comme l'Excédent Brut d'Exploitation minoré de l'investissement net, de la variation du besoin en fonds de roulement et de l'impôt sur le résultat d'exploitation.
- V_N la valeur terminale
- k le taux d'actualisation

La valeur VE ainsi déterminée est la valeur d'entreprise de l'entité considérée (comme par exemple une société, une branche complète et autonome d'activité ou une unité génératrice de trésorerie selon la définition retenue par les normes IFRS), donc la valeur ne prenant en compte ni la trésorerie disponible, ni les dettes financières de l'entité, constatées à la date de l'évaluation. Pour obtenir la valeur de la société (c'est-à-dire la valeur des fonds propres), il convient de tenir compte de l'endettement net, comme suit :

$$\text{Valeur des fonds propres de la société} = \text{VE} - \text{endettement net (endettement net de la trésorerie disponible)}$$

Nous reviendrons à la fin de l'article sur la détermination de l'endettement net.

Quatre points fondamentaux ont particulièrement retenu l'attention du groupe :

- l'élaboration du business-plan qui conditionne nécessairement toute la validité de l'évaluation,
- la détermination de la valeur terminale,
- la détermination du taux d'actualisation,
- les tests de sensibilité.

2- L'élaboration du business plan

Nous évoquerons trois points :

- quel doit être le business plan à utiliser pour une évaluation,
- quels sont les points sensibles à contrôler dans le cadre d'un business plan,
- quel doit être l'horizon d'un business plan.

2-1- Quel doit être le business plan à utiliser dans le cadre d'une évaluation

Le business plan utilisé pour une évaluation doit correspondre à la traduction chiffrée des orientations stratégiques définies par la direction générale, ce qui nécessite : une définition claire des orientations stratégiques, une formalisation des hypothèses retenues et des facteurs de sensibilité, un chiffrage construit (différent de la simple extrapolation par « grande masse », ou reconduction à l'identique), et une validation par la direction du business plan.

2-2- Les points contrôlés

Sur un plan général, il s'agit surtout de vérifier que cet ensemble d'informations est cohérent à la date de l'évaluation, et compte tenu des informations disponibles. La cohérence peut s'apprécier selon deux critères :

- une cohérence interne qui impose de vérifier que les chiffres ne sont pas en contradiction manifeste avec les hypothèses de travail, et repose sur une démarche cohérente et construite, et validée par la direction (**cf supra**) (culture d'entreprise reposant sur un processus budgétaire, adéquation entre la stratégie et les prévisions, analyse historique des écarts entre le budget et le réalisé,...),
- une cohérence externe par rapport aux hypothèses retenues par le marché et l'environnement de l'entreprise au sens large du terme (données des concurrents, du secteur d'activité, consensus des analystes,...).

La cohérence doit être appréhendée par rapport à une analyse précise des forces et faiblesses, et des opportunités et menaces (analyse « SWOT »).

La cohérence doit être appréciée pour les différentes composantes des flux de trésorerie : rentabilité, investissements et besoins en fonds de roulement.

Les prévisions de rentabilité

On peut être amené à vérifier notamment les points suivants :

- le réalisme du taux de croissance de l'activité eu égard à l'environnement concurrentiel, à la situation des marchés et au positionnement des produits, aux données sectorielles,
- la cohérence des taux de marge brute dans le temps,
- la vraisemblance des résultats eu égard à un « benchmark » de la concurrence.

Il est également important de mettre en évidence les facteurs de sensibilité les plus significatifs sur la rentabilité (ex : cours de charge, cours des matières,...), qui seront utilisés dans le cadre des tests de sensibilité.

Les prévisions sur les besoins de financement

Le montant de l'investissement retenu devrait être déterminé de façon normative, par rapport à différents éléments (distinction entre investissements de croissance / de maintenance, existence d'un cycle d'investissements, analyse du niveau d'investissements qui a permis d'atteindre la croissance,...). Dans la pratique cette analyse n'est pas toujours facile, mais elle est essentielle pour l'appréciation du dernier flux d'investissement, compte tenu de l'impact sur la valeur terminale.

La prévision des variations du besoin de fonds de roulement ne soulève pas de questions particulières, si ce n'est pour rappeler qu'elles doivent être redressées des variations saisonnières, et qu'encore une fois, la cohérence doit être appréciée entre les variations de besoins en fonds de roulement et les niveaux de croissance réalisés et attendus.

2-3- L'horizon explicite du business-plan

On peut constater que les durées retenues sont comprises généralement entre 3 et 5 ans selon les secteurs d'activité, ou les éventuels cycles auxquels l'entreprise est soumise (cycle du marché, cycle d'investissement, cycle de retour sur investissements de projets,...).

On peut également remarquer que l'horizon explicite comporte 2 parties : une partie reposant sur un prévisionnel très détaillé (généralement de 1 à 5 ans selon les secteurs), qui correspond au « plan de marche » de l'entreprise, conditionnant certaines décisions (ex : investissements,...), et une période d'extrapolation (généralement de 1 à 4 ans).

L'objectif, au-delà des moyennes est de définir un horizon explicite qui permette d'avoir un dernier flux correspondant à une « vitesse de croisière », et donc de limiter le risque d'erreur sur le calcul de la valeur terminale. Ainsi, le risque d'erreur est plus élevé :

- si les flux d'investissements retenus pour la valeur terminale sont calculés en tenant compte des flux d'investissements sur un horizon explicite très différent du cycle normal d'investissements,
- si la valeur terminale est déterminée sur la base d'un horizon explicite qui s'arrête dans une période non stabilisée (forte croissance,...).

3- La détermination de la valeur terminale

La plupart du temps, les experts déterminent la valeur terminale en capitalisant le dernier flux de trésorerie par la différence entre le taux d'actualisation retenu et le taux de croissance à long terme ou en utilisant un multiple tiré d'une démarche analogique. Nous n'aborderons dans ce paragraphe que les problèmes touchant au flux capitalisé et au taux de croissance à long terme.

3-1- Le flux capitalisé

Les membres du groupe de travail pensent qu'il faut s'attacher à déterminer un flux normatif, afin d'éviter les aléas inhérents au dernier flux de l'horizon explicite du business plan. Il convient donc de déterminer un excédent brut d'exploitation qui correspond au taux de rentabilité des capitaux employés de long terme. L'importance de la durée de l'horizon explicite a été démontrée dans le chapitre précédent.

Comme indiqué ci-dessus, le montant de l'investissement sera également défini par un montant normatif. Les modalités de détermination de cet investissement normatif seront variables selon les secteurs (pourcentage du chiffre d'affaires sectoriel, montant d'investissement compatible avec les projets de développements de l'entreprise).

3-2- Le taux de croissance à long terme

Il est important de rappeler en préalable que le taux de croissance à long terme concerne la croissance des flux et pas celle du chiffre d'affaires.

Le taux de croissance à long terme peut varier en fonction des perspectives de l'économie à long terme, mais également de la dynamique de l'entreprise et du secteur. Notre réflexion conduit à souligner deux éléments importants :

- le taux de croissance à long terme doit être cohérent avec le taux de rendement à long terme des capitaux employés retenu pour déterminer le dernier flux de trésorerie,
- l'inflation anticipée à long terme doit être intégrée dans le taux de croissance de long terme.

Le taux de croissance à long terme devrait être déterminé en théorie en prenant en compte le taux de croissance du PIB en valeur (c'est à dire avec inflation, ce qui nécessite un retraitement, car le PIB est calculé en volume), et /ou le taux de croissance à long terme du secteur, lorsque cette information est disponible.

L'application de ce principe conduit certains praticiens (dont de nombreux universitaires) à considérer que la croissance annuelle moyenne à long terme de l'économie prise en compte devrait s'élever à un peu plus de 4%.

De nombreux experts, rejoints par la pratique des groupes, prennent en compte des taux plus faibles (fourchette : 1-3%, soit des taux qui ne dépassent en général pas ou peu le taux d'inflation à long terme ou le taux de croissance du PIB en volume), en considérant que sur une très longue période, un secteur d'activité donné a une très forte probabilité d'évoluer à un taux plus faible que le taux moyen de l'économie : en effet la progression de l'économie tient compte d'un ensemble de secteurs, qui peuvent varier individuellement dans le temps de manière très différente (création, progression, déclin, voire disparition). Le taux moyen de progression de l'économie prend donc en compte cette compensation.

L'écart net sur la valeur résultant de cette divergence est souvent réduit, dans la mesure où les partisans d'un taux de croissance à long terme plus élevé appliquent fréquemment un taux d'actualisation majoré pour le calcul de la valeur terminale.

Une autre pratique, partagée par d'autres membres du groupe de travail, consiste à prolonger la période d'extrapolation des flux de trésorerie, avant le calcul de la valeur terminale, si l'entreprise considère qu'au-delà de l'horizon de prévision du business plan (de 1 à 10 ans), celle-ci par son projet ou du fait du dynamisme de son secteur d'activité, peut anticiper un taux de croissance supérieur au taux d'inflation ou au taux de croissance du PIB.

4- Le taux d'actualisation

Le taux d'actualisation utilisé pour actualiser les flux est le coût moyen pondéré des fonds, à savoir une moyenne du coût des fonds propres et des dettes financières nettes pondérés chacun par le poids respectifs de ces deux modes de financement dans total des sources de financement.

4-1- Le coût selon des sources de fonds

Le coût des capitaux propres

Le coût des capitaux propres est par définition le taux de rentabilité exigé par les investisseurs pour placer leurs fonds dans les capitaux propres d'une entreprise.

Le coût des fonds propres peut être déterminé par un modèle de type MEDAF (Modèle d'évaluation des actifs financiers):

$$K_{cp} = R_f + P * \beta$$

Ce modèle fait intervenir trois composantes :

- le taux sans risque : R_f ,
- la prime de marché : P ,
- le coefficient bêta.

Il existe un consensus du groupe de travail sur les modalités de calcul suivantes :

- le taux sans risques utilisé correspond au taux de l'OAT 10 ans, par référence aux informations fournies par France Trésor et en se fondant plutôt sur une moyenne annuelle (ou sur une moyenne plus importante ; on peut constater en effet que sur une durée très longue le taux des OAT 10 ans est assez stable aux alentours de 4%), que sur une donnée « spot », surtout si l'on tient compte des fluctuations très importantes depuis 2007 liées à la crise,
- la prime de marché sera également estimée de préférence à partir d'une moyenne annuelle (commentaires idem supra).

On peut également constater que sur une longue période, la prime de risques est assez stable aux alentours de 4-5%, avec souvent un phénomène de compensation entre l'évolution du taux des OAT et celle de la prime de risques,

- la détermination des coefficients bêta se fait à partir de bases de données. Le bêta utilisé devra être retraité pour tenir compte du niveau d'endettement de la société.

Il faut cependant souligner que, si les valeurs disponibles sur les bases sont utilisées directement dans les calculs, on doit intégrer une prime de risque spécifique pour évaluer le coût des capitaux propres. La prime de risques prend en compte certains éléments (taille, illiquidité,...).

Il convient d'être très vigilant dans l'analyse de la justification des risques spécifiques, afin de ne pas prendre en compte 2 fois un même risque. Si l'on ne considère pas une telle prime, on doit retraiter les bêtas de marché pour aboutir à un bêta total intégrant le risque spécifique de l'entreprise.

Une fois un bêta déterminé, soit sur la base d'un échantillon, soit sur une base sectorielle, il convient de retraiter le résultat obtenu pour l'adapter au risque d'endettement propre à l'entreprise que l'on doit évaluer.

Le coût des dettes

En bonne logique le coût des dettes devrait être le taux actuariel de ces dettes. La plupart du temps, les experts font l'hypothèse que ces dettes ont un coût correspondant au coût contractuel à l'émission (et non à la juste valeur à la date de l'évaluation), ce coût étant déterminé après impact de la fiscalité.

4-2- Le montant des capitaux propres et des dettes

Selon les membres du groupe de travail, il existe deux approches de la pondération entre le coût des fonds propres et le coût de la dette. Pour les premiers, il doit tenir compte de la pondération propre à la société. Pour les autres il est plus important de prendre en compte dans l'analyse le niveau d'endettement moyen du secteur.

Il est universellement admis que la pondération du coût des capitaux propres et du coût des dettes doit correspondre à la valeur réelle (ou valeur de marché) des capitaux propres et des dettes et non à la valeur comptable de ces éléments.

Dans le cas d'une pondération propre à la société, il convient d'analyser la pondération entre la valeur de marché de ses dettes et la valeur de marché de ses fonds propres. Il est ici possible de constater le problème technique posé par cette approche :

- ▶ si l'on cherche à évaluer la valeur des fonds propres d'une société, il est alors nécessaire de procéder à un calcul itératif :
 - en estimant dans un premier temps la valeur de ces fonds propres par application d'un multiple (de bénéfice ou PER par exemple). Cette première estimation permet de considérer une première pondération pour le calcul d'un premier coût moyen pondéré du capital, puis d'estimer la valeur d'entreprise puis des fonds propres de la société,
 - en retenant cette nouvelle valeur de fonds propres pour déterminer une seconde pondération, etc, jusqu'à ce qu'il n'y ait plus d'écart entre valeur des fonds propres estimée et la valeur des fonds propres considérée pour le calcul de la pondération.

- ▶ si l'on cherche à évaluer la valeur d'une unité génératrice de trésorerie, il n'y a pas de pondération possible puisque l'unité génératrice de trésorerie doit être considérée indépendamment de sa structure de financement, selon les normes IFRS.

Dans le cas d'une pondération proche de celle du secteur, il convient d'analyser, sur un échantillon de sociétés comparables et sur une période de 3 à 5 ans, la pondération sectorielle moyenne entre capitalisation boursière et endettement net. Cette approche est plus simple à mettre en œuvre et repose sur l'hypothèse que la pondération moyenne observée sur un secteur d'activité peut être considérée comme celle qui serait retenue par tous les participants de marché pour définir la structure d'endettement optimale de la société considérée, afin d'obtenir un prix d'équilibre en cas de transaction.

La valeur des capitaux propres

Il est souhaitable que la valeur des capitaux propres réévaluée repose sur une logique exogène à celle du MEDAF. Dans ces conditions, la valeur des fonds propres correspond à la capitalisation boursière des sociétés dans l'approche sectorielle. Dans l'approche considérant la structure d'endettement de la société on peut songer à une méthode fondée sur un multiple de bénéfice (PER) ou des capitaux (Market to Book) pour initier les calculs itératifs.

La valeur des dettes

La définition générale de l'endettement net est la suivante :

Dettes financières-Trésorerie actif

La valeur des dettes devrait être la valeur actuarielle. Dans la pratique on retient plutôt la valeur nette comptable, sauf cas particuliers (ex : avances financières sans intérêts,...).

On doit être attentif au fait que les dettes financières (pour la partie dettes de trésorerie) comme la trésorerie actif sont extrêmement sensibles à différents critères (saisonnalité, conjoncture économique, réglementation,...). Il convient donc de neutraliser les composantes saisonnières ou transitoires de ces deux éléments.

En cas de trésorerie excédentaire l'endettement net est négatif (autrement dit les valeurs de trésorerie actif excède l'endettement financier). Dans cette hypothèse plusieurs solutions sont envisageables :

- on peut considérer que la société est intégralement financée par capitaux propres et donc le coût moyen pondéré des fonds se confond avec le coût des capitaux propres. Cette option peut éventuellement conduire à mieux valoriser une société endettée qu'une société intégralement financée par capitaux propres.
- il peut être justifié dans certains cas (entreprises à modèles économiques extrêmement proches, présence d'une trésorerie excédentaire non récurrente) d'appliquer aux deux entreprises une structure financière standard.

Le groupe de travail insiste sur l'importance de l'analyse de l'endettement net de trésorerie, qui peut être influencé par différents éléments, et qui nécessite des retraitements qui peuvent avoir un impact très significatif :

- prise en compte de certaines transactions qui peuvent ne pas être comptabilisées selon le référentiel comptable (ex : EENE, Dailly, factoring, engagements de crédit-bail,...),
- impact du référentiel IFRS, qui peut conduire à retraiter certaines dettes par rapport aux flux contractuels (ex : obligations convertibles,...),
- prise en compte de certaines conditions de financement (avances, paiement au comptant avec escompte,...), avec le risque de prendre en compte certains éléments 2 fois : une 1^{ère} fois par la majoration de la trésorerie nette de départ, et une 2^{ème} fois par la majoration des flux liés à l'exploitation (si prise en compte des escomptes pour paiement comptant dans l'EBE) ?

5- Les tests de sensibilité

Il existe un consensus au niveau du groupe de travail à préférer l'utilisation d'un business plan et d'hypothèses actuarielles correspondant au scénario le plus probable (approche « best estimate ») à la date de l'évaluation et dans le contexte existant à cette date, à la mise en œuvre d'une approche multi scénario de type Monte Carlo.

En revanche, cela nécessite d'identifier clairement les facteurs de sensibilité sur les flux (liés aux hypothèses actuarielles, aux facteurs influant sur la rentabilité, le niveau d'investissements,...).

Des tests de sensibilité doivent être effectués pour les facteurs les plus significatifs identifiés, dans une fourchette considérée comme raisonnable.

Les membres du groupe de travail soulignent les points suivants :

- les fourchettes de sensibilité sont souvent trop larges, ce qui fait perdre au test de sa pertinence, et rend difficile l'appréciation de la sensibilité réelle,
- il est important d'analyser la manière dont la direction a géré dans le passé un risque identifié. Exemple : le risque est plus limité dans le cas d'une société qui a la possibilité de répercuter systématiquement les variations de change dans le prix de vente à ses clients,
- il est nécessaire de faire varier les différents facteurs, en conservant une cohérence globale, et en identifiant les scénarii « improbables » (ex : maintien d'un plan d'investissement ambitieux, dans un scénario de forte baisse de l'activité),
- il est important de distinguer la probabilité de réalisation du plan stratégique (ex : de nombreux business plans sont construits de manière très ambitieuse et volontariste à la demande de la direction générale, reposant sur des actions non engagées –ex : croissance externe,...- avec des plans plus « réalistes » construits par la direction financière).

Le dilemme de la valeur terminale

Rémy Paliard – Professeur à EMLYON Business School

Tout évaluateur qui utilise l'évaluation par les flux sait à quel point la valorisation est influencée par la valeur terminale, puisque celle-ci représente couramment 50 à 70% de la valeur totale de l'entreprise. Et dans le contexte de crise actuel, ce poids de la valeur terminale est encore renforcé, puisque les premières années de prévisions sont caractérisées par des cash-flows faibles, du fait des résultats amputés par la baisse d'activité.

Il est donc crucial de déterminer cette valeur terminale de façon rigoureuse, et de mesurer l'impact sur la valorisation des variations d'hypothèse que l'on peut imaginer sur les « value drivers » pertinents. Nous allons tenter de répondre aux principales questions que pose en pratique la détermination de la valeur terminale.

Question 1 : faut-il inclure une valeur terminale dans une valorisation d'entreprise ?

La réponse est oui, bien évidemment. Comme il semble difficile, sauf exception, de fixer une durée de vie limitée à l'entreprise, l'alternative serait de modéliser le futur de l'entreprise sur une durée suffisamment longue pour que la valeur actuelle des « free cash-flows » ultérieurs devienne négligeable. Et il est vrai qu'au-delà de 50 ans, avec un taux d'actualisation de 10%, chaque flux ne pèse, en valeur actuelle que moins de 0,85% de son montant !

Soit une entreprise dont l'activité est stable, et croissante au taux g . La valeur terminale est calculée chaque année avec la formule de Gordon Shapiro, sur la base du flux de l'année suivante :

1. Le poids de la valeur terminale dans la valorisation décroît avec son éloignement ;
2. la valeur de l'entreprise est indépendante de la date à laquelle on calcule la valeur terminale.

Année	0	1	2	5	10	15	20	50
Taux de croissance annuel du flux		3%						
FLUX		100	103	113	130	151	175	426
Taux d'actualisation		10%						
Coefficient d'actualisation		0,9091	0,8264	0,6209	0,3855	0,2394	0,1486	0,0085
DCF		91	85	70	50	36	26	4
Somme des DCF jusqu'en année N		91	176	400	688	896	1 045	1 375
Valeur terminale	1 429	1 471	1 516	1 656	1 920	2 226	2 580	6 263
Valeur actuelle de la Valeur Terminale		1 338	1 253	1 028	740	533	384	53
Valeur de l'entreprise	1 429							
% de la VT dans la Valeur d'Entreprise		93,6%	87,7%	72,0%	51,8%	37,3%	26,8%	3,7%

Il en résulte que le débat sur le poids de la valeur terminale dans la valorisation est un faux débat. La vraie question est plutôt celle de savoir à quel moment on peut accepter de modéliser le futur de l'entreprise sur des bases normatives comme ci-dessus.

Autrement dit, à quel moment l'entreprise sera suffisamment stabilisée pour qu'il soit possible d'extrapoler sur la base d'un flux normatif, et ceci que ce soit l'issue d'une période de croissance forte, ou d'une période de crise – et/ou de restructuration.

Lorsque l'on extrapole à long terme, à l'issue de l'horizon retenu, en utilisant la formule de Gordon Shapiro¹, trois questions se posent :

- Quel flux utiliser ?
- Quel taux de croissance à long terme utiliser ?
- Quel taux d'actualisation utiliser ?

Question 2 : Sur quel flux normatif extrapoler ?

L'erreur à ne pas commettre serait d'extrapoler sur la base du dernier flux calculé pendant la période de prévisions détaillées. En effet, celui-ci risque de ne pas être un flux « normal », du fait d'investissements encore lourds pour assurer le développement de l'entreprise, ou d'une rentabilité encore non restaurée complètement.

Il faut déterminer un flux normatif, correspondant à une entreprise supposée en vitesse de croisière, connaissant une croissance stabilisée, et dont tous les paramètres évoluent à cette « vitesse de croisière »².

La formulation du « free cash-flow » stabilisé normatif est la suivante³ :

$$\text{FCF}_{n+1} = \text{NOPAT}_{n+1} - (g * \text{CE}_n)$$

Avec :

- $\text{NOPAT}_{n+1} = \text{NOPAT}_n * (1+g)$ avec NOPAT = résultat d'exploitation * (1 – taux d'impôt)
- g = taux de croissance annuel, à long terme
- CE_n = Montant des capitaux engagés à la fin de l'année n , dernière année des prévisions détaillées.

NOPAT : résultat opérationnel net après impôt.

CE : Capitaux engagés, soit immobilisations d'exploitation nettes et besoin en fonds de roulement.

¹ Selon cette formule, la valeur terminale est égale au flux de l'année suivante, divisé par la différence entre le taux d'actualisation et le taux de croissance $VT_n = \text{Flux}_{n+1} / (\text{cmpr} - g)$. Elle doit être actualisée, au même titre que le dernier flux.

² Le chiffre d'affaires, le résultat opérationnel, le résultat net, les immobilisations nettes, le BFR, tous ces éléments ne peuvent par hypothèse évoluer que de façon strictement parallèle, sauf à complètement déséquilibrer le « business model » de l'entreprise à terme. Imaginez l'impact à horizon de 50 ans d'un chiffre d'affaires qui augmenterait de 3%, et d'un résultat opérationnel qui augmenterait de 5% !!!

³ Le « free cash-flow » normatif est ce qu'il reste du résultat d'exploitation après impôt, après financement de la croissance nécessaire des capitaux engagés.

Bien évidemment, le calcul ci-dessus suppose que l'on ait quantifié l'évolution des capitaux engagés mais cela ne nécessite aucune hypothèse supplémentaire, puisque les capitaux engagés se déduisent des composantes du free cash-flow, et du bilan de départ. Et il faut faire une hypothèse sur le taux de croissance à long terme : c'est l'objet de la question suivante.

Question 3 : quel taux de croissance à long terme g ?

Ce taux doit impérativement inclure l'inflation, pour être en cohérence avec le taux d'actualisation, dont les composantes comportent l'inflation (le taux sans risque inclus l'inflation, et le coût de la dette aussi).

Il ne peut pas par ailleurs être très élevé, et va dans la plupart des cas être peu différent de la croissance à long terme du PIB des zones géographiques couvertes par l'entreprise, inflation incluse.

Pour une entreprise exerçant son activité en Europe, par exemple, le taux g va se situer dans la plupart des cas entre 1% et 4%, selon que l'on se cale sur le seul taux d'inflation à long terme, faisant ainsi l'hypothèse d'une absence de croissance en volume, ou sur le taux de croissance du PIB à long terme, inflation comprise.

Il faut être attentif au fait que l'inflation ajoutée à la croissance du PIB en volume doit être la même que celle qui est incluse dans le taux sans risque utilisé pour le calcul du C_{mpr} .

Que faire si la croissance de l'entreprise, même en vitesse de croisière, doit durablement excéder la croissance du PIB (stratégie crédible d'expansion géographique, industrie qui connaît une croissance plus rapide que celle du PIB, par exemple) ?

Il faut dans ce cas construire un taux de croissance à long terme, pour refléter cette « surcroissance », qui va cependant tendre à décroître, inéluctablement, à très long terme. Un modèle simple permet de déterminer le taux de croissance unique, équivalent à n'importe quel profil de croissance anticipé, au-delà de l'horizon des prévisions détaillées⁴.

Question 4 : quel C_{mpr} , pour le calcul de la valeur terminale ?

Les avis sont partagés sur ce sujet ! D'aucuns pensent que, compte tenu des incertitudes sur l'évolution de l'entreprise à long terme, il est prudent d'utiliser une prime de risques accrue, et donc un C_{mpr} plus élevé.

D'autres, en revanche, estiment que, passée la période de prévisions détaillées, pendant laquelle il existe des incertitudes fortes sur le redressement, ou le développement, de l'entreprise, le risque se rapproche du risque moyen du secteur, et que par conséquent on peut utiliser un C_{mpr} moins élevé que pendant la période du business plan.

Selon nous, s'il n'y a pas de modification significative attendue de la structure de financement, entre la période des prévisions détaillées, et l'horizon lointain, il n'y a pas lieu d'utiliser un C_{mpr} différent. Ceci à condition que les hypothèses de croissance à long terme

⁴ L'auteur se fera un plaisir de vous le faire parvenir : paliard@em-lyon.com

soient raisonnables, et, comme nous le verrons plus loin, qu'il n'y ait pas d'optimisme débridé dans le « free cash-flow normatif ».

En revanche, il peut être pertinent d'utiliser un Cmpr différent pour le calcul de la valeur terminale, de celui utilisé pendant la période des prévisions détaillées, si la structure financière est potentiellement très différente à long terme de ce qu'elle est aujourd'hui (cas des entreprises sous LBO, en restructuration, ou actuellement non endettées, et qui souhaitent utiliser la dette à l'avenir). Un Cmpr construit alors sur la base de la structure d'endettement médiane du secteur d'activité nous semble une bonne solution.

Question 5 : comment limiter l'optimisme, lors de l'extrapolation à l'infini ?

Il est prudent tout d'abord de s'assurer que la rentabilité des capitaux engagés qui résulte du calcul du free cash-flow normatif est bien soutenable à long terme. Cette RCE se calcule en divisant le NOPAT de l'année normative par les Capitaux engagés à la fin de l'année précédente.

Si cette RCE après impôt est trop différente du Cmpr, il est discutable d'extrapoler sur cette base :

- Soit elle est très supérieure au coût des ressources, et cela revient à dire que l'on fait le pari d'une durabilité infinie des avantages compétitifs de l'entreprise, qui lui permettent d'obtenir, à la fin de la période des prévisions détaillées, une « rentabilité anormale » élevée.
- Soit elle est inférieure au coût des ressources, et on ne voit pas pour quels motifs les apporteurs de capitaux, et notamment les actionnaires, supporteraient indéfiniment la destruction de valeur qui résulte d'une rentabilité non conforme à leurs attentes !

La solution réside dans la mise en œuvre d'un « cash-flow fade », c'est-à-dire une période de raccordement pendant laquelle on fait progressivement évoluer la rentabilité, du niveau atteint en fin de période de prévisions détaillées, au niveau du Cmpr. On peut, pendant cette même période, ramener le taux de croissance au niveau du PIB⁵.

⁵ Le lecteur souhaitant approfondir les fondements théoriques de cette approche consultera les articles :

1. O'BYRNE Stephen, (1996), « EVA™ AND MARKET VALUE », *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol 9 N°1, Spring, pp 116-125 Cet article montre qu'à long terme (10 ans), et sur un échantillon large d'entreprises (1000 en l'espèce), la création de valeur totale est nulle.
2. MAUBOUSSIN Michael & JOHNSON Paul, (1997), « Competitive Advantage Period, "CAP", the neglected value driver », Equity Research paper, CREDIT SUISSE FIRST BOSTON.

Question 6 : comment mettre en œuvre le « cash-flow fade » ?

Il faut tout d'abord faire une hypothèse sur la durabilité des avantages compétitifs de l'entreprise à valoriser ? Ceux-ci reposent-ils :

- sur des brevets : quelle est alors la durée de vie résiduelle de ces brevets ?
- sur des savoir-faire : quel est alors le turnover des salariés concernés, et/ou leur âge moyen ?
- sur un système d'information particulièrement performant : combien de temps sera nécessaire aux concurrents pour l'imiter ?
- sur l'accès à des ressources rares à un prix avantageux : quelle est la durée des contrats ?
- sur la capacité d'innovation des équipes R&D : quel est le turnover et l'âge de ces équipes ?
- sur le réseau de distribution : quelle est la durée des contrats ?
- etc.

La liste ci-dessus n'est pas exhaustive, et le lecteur aura tout de suite perçu que la réponse à la question de la durabilité des avantages compétitifs suppose une réelle connaissance de l'entreprise et de son environnement concurrentiel.

Des recherches empiriques⁶ ont été menées pour faciliter la quantification de cette période d'avantage compétitif, mais elles sont encore rares, et le savoir-faire de l'évaluateur est ici prépondérant⁷. Du fait de la difficulté à l'établir avec précision, la durabilité des avantages compétitifs deviendra ipso facto un des « value drivers » majeurs de l'évaluation⁸.

L'une des difficultés de la méthode provient du mode de comptabilisation des capitaux engagés de l'entreprise : la plupart des référentiels comptables et en particulier les normes IFRS ne permettent pas la comptabilisation des actifs incorporels générés en interne, et notamment les marques ou le capital humain, alors que leur durée de vie estimée est souvent indéterminable.

⁶ Voir l'ouvrage de Loubna Loudiyi : EVCAPTM, l'évaluation des entreprises du savoir, DEMOS, 2003. Cet ouvrage a été réalisé à partir de la thèse présentée pour le Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière d'EMLYON, sous la direction de l'auteur, et s'appuie sur le cas des SSII.

⁷ A noter que la grille d'analyse des forces concurrentielles de Porter peut être un bon outil pour recouper l'analyse des différents items cités plus haut.

⁸ Il est possible de modéliser la période de raccordement, pour obtenir le ratio EV/CE terminal, et en déduire la valeur terminale en fonction de la durée attendue des avantages compétitifs.

La RCE se trouve donc surévaluée, sauf à ajuster préalablement le montant des capitaux engagés et donc à réévaluer préalablement les principaux actifs incorporels de l'entreprise susceptibles de se maintenir à très long terme, voire sur une période indéterminée et quasiment infinie (ses marques et son capital humain, par exemple, versus ses technologies et ses contrats clients par ailleurs).

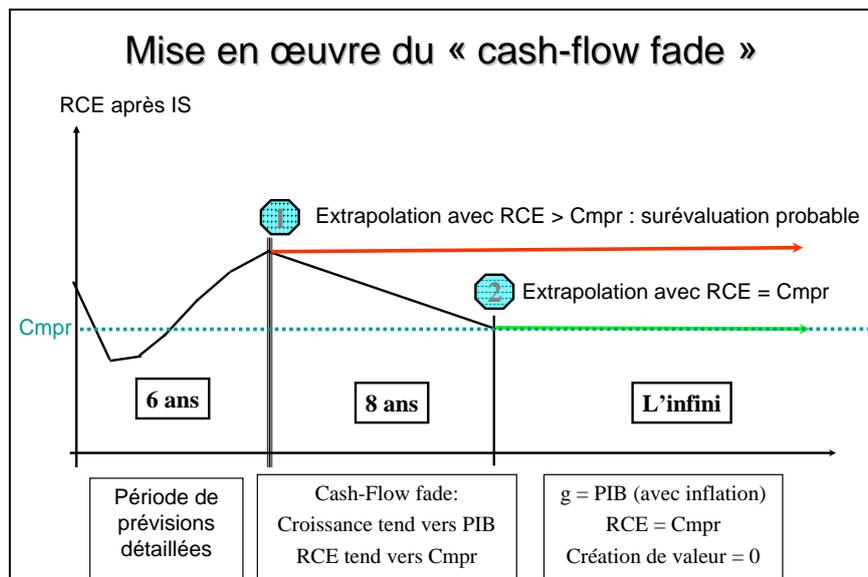
Une fois la durabilité des avantages compétitifs estimée par l'analyse stratégique, il ne reste plus qu'à déterminer les « free cash-flows », pendant le « cash-flow fade », de la façon suivante :

1. Ramener la RCE après impôt du niveau atteint lors de la dernière année de prévisions détaillées au niveau du Cmpr, sur la période retenue, par interpolation linéaire ;
2. Faire évoluer le taux annuel de croissance, sur cette même période, ou sur une période plus courte, depuis la croissance estimée de la dernière année des prévisions détaillées jusqu'à la croissance retenue pour le très long terme (celle du PIB, environ, inflation comprise) ;
3. Faire évoluer les capitaux engagés au rythme de la « croissance décroissante » ainsi obtenue ;
4. Appliquer la RCE calculée plus haut aux capitaux engagés de fin d'année précédente, pour obtenir le NOPAT de l'année ;
5. Déduire de ce NOPAT la variation des capitaux engagés entre le début et la fin de l'exercice, pour obtenir le « free cash-flow ».
6. Calculer enfin la valeur terminale, en fin de période de raccordement, par application de la formule de Gordon Shapiro, et en utilisant un flux normatif. On notera que, par construction, il n'y a plus de création de valeur additionnelle, puisque la RCE est ramenée au niveau du Cmpr. Dans ce cas, le ratio EV / CE est égal à 1⁹, quel que soit le taux de croissance à très long terme retenu, et la valeur terminale de l'entreprise est égale à ses capitaux engagés !

⁹ Le ratio EV/CE se formule $(RCE - g) / (Cmpr - g)$. Il est donc égal à 1 si $RCE = Cmpr$, quel que soit g .

Le schéma ci-après illustre la démarche. Dans le cas le plus fréquent, où la RCE après impôt est supérieure au Cmpr, à la fin de la période de prévisions détaillées :

- l'extrapolation avec Gordon Shapiro et le flux normatif de l'année 7, donne en quelque sorte la limite haute de la valorisation, avec d'autant plus de risque de surévaluation que l'écart entre la RCE et le Cmpr est important ;
- Une valeur terminale calculée en année 6, sur la base d'une disparition immédiate des avantages compétitifs, avec RCE = Cmpr dès l'année 7, et une valeur terminale égale aux capitaux engagés en fin d'année 6, donne la fourchette basse, et est vraisemblablement pessimiste.
- La mise en œuvre du cash-flow fade donne une valorisation plus réaliste, et qui permet d'intégrer les caractéristiques stratégiques de l'entreprise.



Question 7 : utiliser un multiple pour déterminer la valeur terminale ?

La réponse est : pourquoi pas ? L'utilisation du multiple EV/CE par exemple est en effet tout à fait possible. Mais il faut savoir que ce faisant, on « colle » en quelque sorte sur l'entreprise les caractéristiques de ses pairs : peut-on mélanger une valorisation intrinsèque, et une approche par comparaison ? Et est-ce bien pertinent en l'espèce ?

Il convient notamment de contrôler :

- que les performances de l'entreprise sont similaires à celles de ses pairs, notamment en termes de rentabilité des capitaux engagés ;
- que son Cmpr est comparable. On accordera une importance toute particulière aux éventuelles différences de taille, qui se traduisent par d'importants écarts en matière d'espérance de rendement des actionnaires, et bien sûr à la structure financière.

Notre préférence va cependant plutôt à l'utilisation des multiples comme un **outil de validation** de la valeur terminale obtenue en fin de période de prévisions détaillées (Il est vain de procéder à cette comparaison à l'issue du « cash-flow fade », le ratio EV/CE étant égal à 1 par construction, et donc différent de celui des pairs).

Rémy Paliard est professeur de finance à EM LYON Business School

Il est responsable des enseignements d'Evaluation d'Entreprise dans les différents programmes du Groupe. Il est aussi en charge de nombreux programmes de formation sur-mesure destinés aux responsables financiers et/ou opérationnels de grands groupes internationaux, sur les thèmes de la création de valeur et de la gestion du cash.

Il est par ailleurs gérant de la société ValoConsult, spécialisée dans l'évaluation des entreprises
<http://www.valoconsult.fr>

Le point de vue de l'entreprise sur les DCF

Interview d'Henri THOMASSON par Christophe VELUT

« Le groupe bioMérieux utilise très largement la méthode des DCF, tant pour évaluer des sociétés (dans le cas d'éventuelles acquisitions) ou des projets (R&D, investissements industriels), que pour vérifier les valeurs portées à l'actif de notre bilan (dans le cadre des IFRS). Je souscris d'ailleurs totalement aux commentaires de Didier Mangin dans votre précédent numéro sur l'utilisation de cette méthode par rapport aux méthodes de comparaison.

Il ne faut toutefois pas perdre de vue que la validité des décisions induites par l'analyse des cash-flows futurs dépend énormément de la qualité des hypothèses retenues. L'apparente rigueur mathématique de ce modèle conduit souvent à oublier que l'important n'est pas le calcul, mais la pertinence des hypothèses qui doivent être challengées très scrupuleusement : quel est le marché « adressable », quelle part de marché, pourquoi, quels sont nos avantages concurrentiels et nos faiblesses, quelle sera la réaction des concurrents, à qui allons nous prendre du business, quels sont les risques du projet (scientifiques, commerciaux, réglementaires, etc...) ? A défaut d'une grande vigilance sur les hypothèses sous-jacentes à la construction du modèle des DCF, la valeur actuelle (NPV) dégagée n'est qu'un "GIGO" trompeur (Garbage In, Garbage Out).

S'agissant des calculs à proprement parler, je mentionnerais deux particularités de notre approche relatives au taux d'actualisation et à la valeur terminale.

Dans la rigueur des principes, l'actualisation des cash flows prévisionnels nets se fait au coût moyen du capital (WACC). En théorie, le risque peut être pris en compte en modélisant les différents scénarii possibles et en attribuant une probabilité d'occurrence à chacun d'entre eux. En pratique, cette approche est trop complexe et nous préférons comme beaucoup, par souci de simplicité, intégrer le risque inhérent à chaque projet en appliquant un taux d'actualisation d'autant plus faible que la probabilité de réalisation des prévisions financières nous paraît élevée :

- si le projet ne présente pas de risque supplémentaire par rapport au risque général de la société, l'actualisation se fait au WACC. Ce sera par exemple le cas de l'achat d'un équipement nécessaire à améliorer la productivité d'une gamme de produits sans remettre en cause les objectifs de vente déjà intégrés par le marché.

- si le projet présente un risque spécifique (technique, commercial, etc.), le taux d'actualisation utilisé tient compte du pourcentage de chance que les cash-flows soient délivrés conformément au plan. Nous utilisons pour ce faire une matrice que nous avons développée au sein du groupe.

Une autre particularité de notre approche est relative à la valeur terminale. En effet, nous constatons trop souvent que l'essentiel de la valeur de certains projets se trouve dans la valeur terminale. Sauf dans le cas d'acquisition d'une entreprise consacrant un montant raisonnable à la R&D en vue du renouvellement de sa gamme, nous considérons que la valeur terminale retenue après les dix premières années du modèle ne doit pas représenter plus de 50% de la valeur totale du projet.

Concernant la valeur terminale, il nous semble également important de s'assurer de la cohérence de la dynamique de croissance des dernières années du projet avec le pourcentage de croissance / décroissance à l'infini retenu pour le calcul de la valeur terminale. Il faut parfois, pour obtenir cette cohérence, rajouter quelques années au modèle.

Malgré ces difficultés, l'approche NPV est indispensable à la sélection des projets et force à considérer analytiquement l'ensemble des paramètres qui en conditionneront la rentabilité.

Mais une fois encore, l'analyse économique des paramètres reste plus importante que la méthode elle-même. »

Henri THOMASSON est directeur financier de bioMérieux.

Compte rendu de la réunion organisée avec la DFCG le 25 juin 2009

Christophe VELUT

La réunion organisée avec la DFCG le 25 juin sur les modalités de mise en œuvre de la méthode des DCF a été riche en échanges et en débats entre experts membres de l'association A3E, universitaires et entreprises.

Le débat a été co-animé par Thierry LUTHI, directeur financier de CEGID et Directeur régional de la DFCG, Véronique BOUSCAYROL, directrice des comptes du groupe BOIRON, Christophe VELUT, Président A3E, et Eddy BLOY, Vice Président A3E.

Une vingtaine d'entreprises, principalement cotées sur un marché réglementé, pour la plupart très concernées par l'application de la méthode des DCF, étaient présentes.

Nous présentons ci-après uniquement la synthèse des commentaires des entreprises par thèmes abordés, les commentaires des experts étant repris dans les parties précédentes.

Evolution du contexte d'utilisation de la méthode :

- La méthode des DCF est de plus en plus utilisée avec l'application des normes IFRS en 2005 :
 - o Elle est souvent utilisée comme méthode de cohérence dans le cadre d'opérations de croissance externe, les méthodes utilisées à titre principal étant en général différentes (usage, comparable,...),
 - o Elle est souvent utilisée à titre de méthode principale dans le cadre des suivis de valeurs (tests de dépréciation),
- Le choix des paramètres utilisés pour la méthode des DCF est regardé avec attention par les sociétés cotées, compte tenu de l'impact potentiel pouvant résulter de la mise en œuvre des tests de dépréciation,
- L'avantage de cette méthode est de pouvoir être utilisée dans des contextes très divers (rentabilité d'un projet, acquisitions,...), et de traduire la stratégie « prévisionnelle » en termes de business plans dans la valeur, ce qui est moins réducteur que l'application d'autres méthodes (comparables, ...) qui ne reposent souvent que sur la prise en compte que d'une ou deux années,
- L'utilisation de la méthode des DCF conduit souvent à des valeurs plus élevées que d'autres méthodes, cet écart provenant souvent des paramètres utilisés. Cet écart a tendance à se réduire avec la crise, voire à s'inverser (les autres méthodes étant souvent fondées sur des données historiques),

- Les modalités de mise en œuvre (et notamment le choix des paramètres actuariels) sont en général différentes lors de l'acquisition et lors du suivi post-acquisition :
 - o règles spécifiques IFRS concernant le suivi post-acquisition,
 - o recul post-acquisition / intégration dans le groupe,
 - o meilleure visibilité post-acquisition sur les prévisions,
 - o primes de risques liées à une chronologie de réalisation d'un BP –jalons-,
 - o rattachement à une UGT présentant des facteurs proches en termes de risques et rentabilité.

Plus une acquisition est intégrée dans un groupe, plus les paramètres du groupe (ou du secteur ou de l'UGT) sont appliqués.

Modalités de mise en œuvre des DCF :

Horizon explicite :

- La durée de l'horizon explicite est en général proche de 5 ans, sauf dans les secteurs où le retour sur investissements s'apprécie sur des durées plus longues (8 à 10 ans). La durée de 5 ans est perçue comme pratique, car ne nécessitant pas de justification précise, et conforme aux IFRS (durée « passe-partout »),
- Dans de nombreux cas, la durée de 5 ans est cohérente par rapport à un horizon de prévisions (phases : budgets, puis plans –extrapolation),

Scenarios / tests de sensibilité:

- Les groupes présents privilégient l'approche du scenario correspondant à l'hypothèse la plus probable (« best estimate »), par rapport à l'approche multi-scenarii, considérée comme trop complexe à mettre en œuvre,
- Les groupes établissent souvent un scenario de type « point mort » / « worst case » : quel niveau de prévision est nécessaire pour justifier la valeur d'un actif, d'un groupe d'actif, ou d'une société,
- Les tests de sensibilité susceptibles d'être communiqués restent très souvent effectués sur des paramètres actuariels (taux d'actualisation,...), et pas sur des hypothèses de BP,
- La communication des résultats des tests résulte plus, en général, de l'obligation des normes comptables. Il est difficile de déterminer une fourchette probable,

Taux d'actualisation :

- La plupart des groupes présents utilisent un nombre de taux très limité (en général, pas de différenciation par pays, ou par secteur), en considérant que le risque spécifique est pris en compte au niveau des BP,
- De nombreux groupes retiennent un taux spécifique lors de l'acquisition, puis la logique de calcul du taux du groupe une fois l'intégration réalisée : logique de TRI / juste valeur à l'acquisition, logique de valeur d'utilité dans le contexte du groupe après acquisition (cf. supra),
- La plupart des groupes cotés présents déterminent le taux d'actualisation sur la base d'un consensus d'analystes, car cela permet d'avoir moins de discussions (justifications à donner), vis à vis de leurs auditeurs ou de l'AMF. Un taux d'actualisation n'est recalculé (= construit) que pour vérifier la cohérence,
- De nombreux groupes sont un peu perturbés par les spécificités des IFRS pour la mise en œuvre des DCF (non prise en compte des effets d'impôts, des investissements de croissance, de la structure financière,...),
- Depuis la crise économique, le taux calculé est de plus en plus un taux lissé et pas un taux spot,
- De nombreux groupes présents considèrent, lors de la construction du WACC, les notions de primes de risques marché et bêta comme des données techniques et peu accessibles, ce qui les encourage à retenir des taux « consensus des analystes » (cf. supra),
- De nombreux groupes constatent, surtout depuis la crise, des écarts entre les WACC construits et les WACC « consensus », ceux-ci étant souvent inférieurs aux WACC construits, ce qui peut paraître surprenant,
- Les primes de risques marché et les bêtas peuvent être différents, en fonction des sources et des modalités de calculs, sur lesquelles il y a souvent peu de détails. Ainsi, en matière de primes des risques, les différences peuvent représenter 1 à 2 points,
- Les primes de risques spécifiques peuvent se justifier par différents facteurs (effets, taille,...). Il y a encore des pratiques peu homogènes, et une utilisation parfois abusive, qui peut conduire à prendre en compte deux fois un même facteur,
- Les groupes présents considèrent que la prime de risques spécifique est plus justifiée dans le cadre d'une acquisition (logique juste valeur), que du suivi de la valeur d'une société (logique en général de valeur d'utilité au sein du groupe),
- Les primes de risques spécifiques retenues peuvent être inférieures à celles résultant de l'utilisation de modèles tels qu'Ibbotson pour la taille par exemple, notamment pour la raison évoquée au point précédent : au sein d'un groupe, la taille d'une de ses filiales importe moins que la taille du groupe qui la consolide, ou la taille du groupe qui pourrait en faire l'acquisition si une cession était envisagée.

Valeur terminale :

- Sauf cas exceptionnels, les groupes présents prennent en compte une valeur terminale dans les calculs,
- Les groupes présents retiennent parfois une règle de plafonnement de la valeur terminale, mais plus fréquemment, ils vérifient sa cohérence par rapport à la valeur globale,
- Les pratiques ont évolué dans les groupes : il y a une dizaine d'années, les entreprises avaient plutôt tendance à retenir un horizon explicite plus long (10/15 ans), mais ne prenaient souvent pas en compte la valeur terminale,
- Les groupes présents calculent en général la valeur terminale par rapport à un flux normatif actualisé à l'infini,
- Les groupes mettent en évidence l'importance du calcul du flux normatif, et notamment du besoin en fonds de roulement ou des investissements. Les pratiques sont en général différentes (moyenne sur l'horizon explicite, sur un cycle d'investissements,...),
- Ils retiennent en général le même taux d'actualisation que pour l'horizon explicite, le risque étant intégré dans les prévisions,
- Les groupes présents n'ont en général pas de règles de calculs du taux de croissance à l'infini, qui relève plus souvent d'une logique « consensus » (idem taux d'actualisation), qui convienne notamment, dans le cas des sociétés cotées, à l'AMF ou aux auditeurs. Dans certains cas, les groupes tiennent compte des données sectorielles. Une fourchette de 1,5-2,5% est souvent retenue,
- Les groupes présents ne tiennent souvent pas compte du taux de croissance moyen de leur groupe sur une longue période, soit parce que la logique « consensus » leur convient, soit parce qu'il existe de très nombreux facteurs qui contribuent à la croissance (croissance externe,...), ce qui complexifie l'analyse,
- Il existe des écarts importants avec la pratique des universitaires, qui retiennent souvent des taux plus élevés, en considérant que les taux ci-dessus n'intègrent qu'un effet volume,
- Il y a un consensus pour considérer qu'il est important de vérifier la cohérence d'ensemble résultant de l'application d'un modèle : des divergences au niveau d'un paramètre se compensent souvent avec d'autres paramètres,
- Les groupes présents ont tendance à être plus prudents dans le choix du taux de croissance à l'infini que pour le calcul du suivi des valeurs,

Autres points :

- Les retraitements pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres peuvent être calculés de manière différente selon les groupes présents (trésorerie nette de départs, provisions pour risques, ajustement au BFR de départ,...).