

Problématique de l'évaluation des entreprises

L'évaluation des entreprises est un inépuisable sujet de réflexion et constitue un problème fondamental de l'analyse financière.

L'extraordinaire complexité du problème tient sans doute d'abord aux difficultés de définir les concepts Qu'est-ce que la valeur ? Quelle valeur retenir ? comme de poser les principes à respecter pour réaliser une évaluation. Elle tient sans doute aussi aux désillusions laissées par une pléthore de modèles, voire de solutions mathématiques, tous plus perfectionnés les uns que les autres et souvent fort peu utiles en pratique. Cette dualité de l'approche de l'évaluation a d'ailleurs souvent rejilli au niveau de l'enseignement de la discipline qui s'est trouvée écartelée entre :

- Les professeurs d'université qui apportent la science financière, mais pas forcément l'adéquation à la réalité quotidienne, au vécu de l'opérationnel placé sur le terrain, c'est-à-dire, en l'occurrence, l'analyste financier face à son marché ;
- Les praticiens chevronnés de l'analyse financière, qui apportent le fruit de leur expérience, mais pas forcément la logique d'une pensée financière solidement structurée en profondeur.

En dehors de ces considérations deux grandes séries de raisons sont généralement avancées pour expliquer les difficultés liées à l'évaluation des entreprises :

- Les premières tiennent à ce que de nombreux acteurs de la vie économique (épargnants, banquiers, prêteurs, dirigeants, administration fiscale) ou culturelle (enseignants, chercheurs, experts) s'y intéressent, chacun dans un but particulier, et les besoins d'informations sur la valeur de la firme sont de plus en plus variés (opérations boursières, stratégies de croissance, redéploiement industriel, placements d'épargne) que l'entreprise désire continuer son exploitation ou qu'elle envisage de liquider son activité ;
- Les secondes parce que c'est une opération technique fort délicate en raison de la multiplicité des facteurs susceptibles d'être pris en considération et, malgré les nombreuses formules proposées par les spécialistes, il n'en est aucune qui permette d'aboutir, à elle seule, à un résultat véritablement satisfaisant. La valeur d'une entreprise est d'autant plus changeante et multiple que ses diverses composantes n'ont pas le même intérêt pour tous les observateurs : ce qui paraît essentiel aux uns peut être accessoire aux autres.

En tout état de cause, une réflexion sur la problématique de l'évaluation des entreprises soulève deux types de questions essentielles liées, d'une part, au choix de la méthode d'évaluation (section I) et, d'autre part, aux préalables à l'évaluation (section II).

Section I. Le choix de la méthode d'évaluation

On examinera successivement la typologie des méthodes (1) et l'optique retenue pour l'évaluation (2)

1. Typologie des méthodes

L'évaluation financière a pour objectif d'aboutir à une valeur des actions et/ou des capitaux propres de l'entreprise.

Deux types d'approches peuvent être distingués :

- Approche indirecte versus approche directe

Dans l'approche indirecte, on évalue en premier lieu la valeur de l'entreprise, et on retranche la valeur de l'endettement net ; dans l'approche directe, on évalue directement la valeur des capitaux propres.

- Approche intrinsèque versus approche comparative ou analogique

Dans l'approche intrinsèque, on pratique une actualisation des flux cohérente avec la théorie financière ; dans l'approche comparative, on se fonde sur la comparaison de l'entreprise avec des actifs ou des entreprises de même nature.

En s'appuyant sur la deuxième distinction, on peut recenser dans un tableau de synthèse les méthodes généralement retenues pour l'évaluation des entreprises.

▣ Les principales méthodes d'évaluation

Actif net	Multiples	Mixtes (goodwill)	Cash-flows actualisés	Création de valeur	Options
Actif net	Multiples	Classique	Cash-flows des actionnaires	EVA	Black and Scholes
Actif net réévalué	PER	Union des experts comptables européens	Dividendes	Profit économique	Option d'investissement
Valeur liquidative	Ventes	Rente abrégée	Free cash-flow	Cash value added	Option d'expansion
Valeur de remplacement	P/EBITDA	Autres	VANA	CFROI	Option de différer le projet d'investissement
	Autres multiples				Utilisations alternatives

Les méthodes d'évaluation ne s'adaptent pas à tous les contextes ni à toutes les entreprises que l'on désire évaluer. Il appartient à l'évaluateur de faire le meilleur choix compte tenu des données disponibles pour effectuer une telle évaluation. Plusieurs questions doivent être posées :

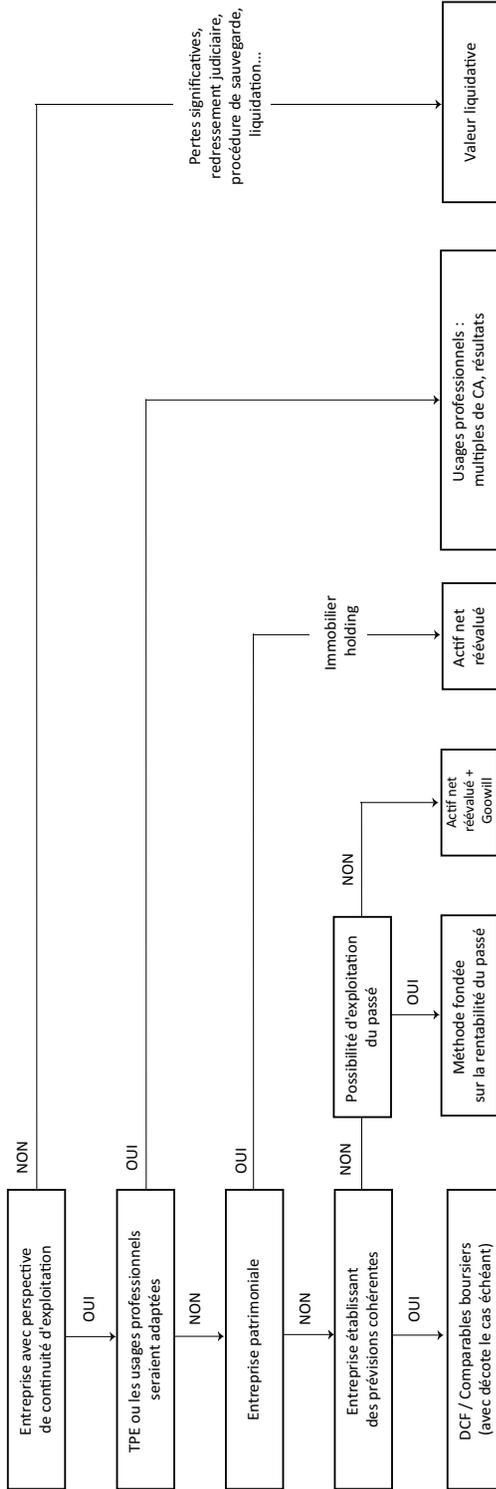
- l'entreprise à évaluer est-elle en continuité d'exploitation ? Si tel n'était pas le cas, une valeur liquidative sera alors recherchée ;
- l'entreprise est-elle une entreprise essentiellement patrimoniale ? Auquel cas la méthode de l'actif net réévalué pourra être privilégié. Dans le cas des TPE, c'est aussi une méthode simple et concrète pour le chef d'entreprise ;
- y a-t-il des usages professionnels en vigueur dans le secteur où intervient l'entreprise à évaluer ? Le critère le plus fréquemment utilisé est alors un multiple du chiffre d'affaires sachant que le multiple retenu dépend de la rentabilité de l'entreprise. Le CA (chiffre d'affaires) est par ailleurs, la donnée la plus aisément appréhendable dans une TPE ;
- est-il possible d'extrapoler des données du passé pour évaluer l'entreprise ? Des méthodes fondées sur la rentabilité de l'entreprise seraient a priori à privilégier ;
- l'entreprise a-t-elle un système de prévisions cohérent et pertinent ? Dans ce cas, une approche fondée sur les DCF (discounted cash flows) pourra être envisagée ; à défaut, un cash-flow normatif pourra être déterminé et actualisé ;
- est-ce une entreprise mature qui a une politique de distribution de dividendes récurrente ? Alors, une évaluation à partir de l'actualisation des dividendes peut être envisagée ;
- existe-t-il des transactions comparables dont les données sont suffisamment accessibles et publiques pour que les raisonnements par analogie puissent être mis en œuvre ? Ou bien l'entreprise est-elle d'une taille suffisante pour qu'une recherche éventuelle d'entreprises comparables soit réalisée sur le marché boursier ?

Dans tous les cas, les données disponibles, quelle que soit la méthode envisagée, sont rarement utilisables en l'état et nécessitent toujours des retraitements où la mise en œuvre de correctifs.

Il est souhaitable de ne pas s'en tenir à une seule méthode, même si dans la plupart des cas une méthode joue un rôle déterminant, dans le calcul de la valeur finale qui sera retenue, et de comparer les résultats à plusieurs méthodes, c'est-à-dire de procéder à une approche multicritères. Cela sans négliger les nombreux risques d'incohérence lorsqu'on utilise plusieurs approches dont les fondements, la nature et les degrés de sophistication sont différents. La comparaison des résultats peut parfois révéler des écarts conséquents dans les valeurs calculées et ainsi amener l'évaluation à se questionner sur la pertinence des paramètres sélectionnés où la cohérence des hypothèses formulées dans chacune des méthodes.

L'évaluateur doit en tout état de cause justifier le choix des méthodes retenues et de celles écartées.

Arbre de choix



SOURCE : MISSION D'ÉVALUATION – GUIDE PRATIQUE CSOEC (JUN 2012)

Le choix est fonction de l'optique retenue.

2. L'optique retenue

Après avoir examiné de façon générale les différents cas possibles (A), on s'attachera plus particulièrement à l'examen des spin-off (B) et des prises de contrôle (C).

A. Les différents cas possibles

Le choix de la méthode d'évaluation est lié à l'optique dans laquelle on se place :

- a. Soit, celle d'investisseurs-placeurs (le cas boursier n'étant qu'un des cas particuliers) qui ne cherchent pas à contrôler la gestion de l'entreprise et, généralement, ne le peuvent pas.

L'acquéreur d'un paquet minoritaire d'actions poursuit un double objectif :

- encaisser les dividendes,
- encaisser une plus-value en revendant à plus ou moins long terme le portefeuille d'actions.

L'évaluation est fondée essentiellement à l'infini sur la chaîne des dividendes anticipés (modèle de Gordon-Shapiro) ou sur la formule de Bates qui prolonge l'approche développée par Gordon et Shapiro. Ces deux modèles reposant sur le PER qui reste – quoique contesté à l'heure actuelle -, par sa fréquence d'emploi, un langage commun dans toute la communauté financière.

Dans cette optique, c'est la valeur aux yeux des acquéreurs, c'est-à-dire du marché, qui détermine le prix de l'entreprise. Avec cette approche, les analystes financiers vérifient la thèse d'A. Smith qui, dès 1776, exposait que la valeur des biens et services n'existe pas en soi mais ne se connaît qu'à travers l'échange.

- b. Soit, celle d'investisseurs-liquidateurs dont l'objectif économique est de repositionner les actifs, mal utilisés dans le cadre de l'entreprise actuelle, en liquidant l'exploitation (corporate spins-off des Anglo-Saxons) ;
- c. Soit, celle de prise de contrôle qui implique un réel pouvoir de disposition des actifs de l'entreprise acquise.
- d. L'évaluation dans une perspective fiscale

Dans un cas particulier et non négligeable, l'évaluation doit se faire in abstracto, indépendamment des objectifs d'un acquéreur : c'est l'évaluation dans une perspective fiscale (succession, donation, impôt sur les grandes fortunes).

Selon la jurisprudence constante de la Cour de cassation et du Conseil d'État, un titre non coté doit être apprécié d'après les éléments qui permettent d'obtenir un chiffre aussi voisin que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande. La valeur de marché est donc fondamentale aux yeux de l'Administration. Toutefois, cette dernière propose un certain nombre de méthodes dont la synthèse permet d'aboutir à la valeur vénale des titres. Dans ce cas, l'objet de l'évaluation est d'utiliser au mieux les valeurs de marché

et les méthodes administratives pour déboucher sur une valeur de l'entreprise minimale, acceptable par l'Administration.

B. Les spin-off

Venu des États-Unis, le spin-off ou scission d'entreprise est une des opérations qui se développe le plus depuis ces dernières années. Le concept recouvre à la fois les cessions d'activités périphériques, les scissions de groupe – par cotation ou distribution de branches d'activités – ou l'émancipation de sociétés de gestion de leur groupe bancaire d'origine.

De nombreuses opérations en France comme à l'international ont eu lieu au cours de ces dernières années.

En France :

- Total/Arkema (réorganisation de la branche chimie de Total), mai 2006
- Accor/Edenred (création d'un pôle hôtellerie et d'un pôle services), juin 2010
- Aventis/Rhodia (création d'un leader mondial de chimie de spécialité), octobre 1999
- GDF-Suez/Suez Environnement (création d'un acteur de référence au niveau mondial dans le domaine de l'environnement), décembre 2008
- EDF/RTE et ERDF (séparation des activités de production de celles de gestion des réseaux dans le cadre du marché européen de l'électricité), janvier 2008
- Vivendi/SFR (séparation en deux sociétés, un média et une télécommunication), juin 2014

À l'international :

- Fiat Industrial (utilitaires et camions)/ New Fiat (branche automobile), avril 2010
- Altria (ex Philips Morris/Kraft Foods, mars 2007)

Ces opérations se justifient souvent par la nécessité d'un recentrage stratégique. La société-mère se sépare alors de sa filiale. L'opération s'effectue en distribuant aux actionnaires de l'entreprise mère des titres de la nouvelle entreprise créée. L'actionnaire se retrouve donc de facto avec des titres de deux sociétés. En juin 2013 par exemple, Kering (ex PPR) s'est délesté de la FNAC, un actif jugé non stratégique au moyen d'une scission-introduction. Elles se justifient aussi par le souci de se désendetter, le ratio dette nette/fonds propres des sociétés du CAC40 passe ainsi de 58 % en 2008 à 33 % en 2013.

La définition du spin-off peut être élargie à une introduction partielle du capital d'une filiale, comme ce fut le cas pour Blue Solutions, filiale de Bolloré : seuls 16 % du capital ont été ouverts (Automne 2013).

La finalité première de ces opérations est la création de valeur pour les actionnaires. Toutefois, en bourse, les effets ne sont pas toujours probants.

C. Les prises de contrôle

On distinguera l'acquisition majoritaire (1), le rapprochement d'entreprises (2) et les opérations de LBO (3).

1. L'acquisition majoritaire

Dans une telle hypothèse, l'évaluation doit se fonder sur deux paramètres :

La capacité de l'entreprise à sécréter des cash-flows, l'acquéreur exigeant une certaine rentabilité de son investissement ;

La valeur des actifs de l'entreprise aux yeux de l'acquéreur, ce dernier pouvant poursuivre à travers l'acquisition différents objectifs (capacité de production accrue, renforcement des parts de marché, réseau de distribution ou d'achat, actifs corporels, un know-how, des actifs financiers). Nous reproduisons page suivante le tableau établi par Ph. Kienast qui résume, aux yeux de l'acquéreur, les points clés et les critères d'évaluation pour ces différents objectifs.

Points clés de l'évaluation	Critères d'évaluation
Type I Entreprise – Capacité de production	
<ul style="list-style-type: none"> • Evaluation technique et financière du matériel • Evaluation qualitative de l'organisation de la production et de son efficacité (compétitivité). • Evaluation de la souplesse de l'outil (possibilité de produire d'autres produits). 	<ul style="list-style-type: none"> • Quelle serait la valeur de remplacement du matériel ? • Quelle serait la valeur de reconstitution de l'organisation ? • En cas de sous-utilisation de la capacité de production, pourrait-on produire d'autres produits ?
Type II Entreprise – Des parts de marché	
<ul style="list-style-type: none"> • Evaluation de l'intérêt des produits : qualité technique, image, fidélité de la clientèle, complémentarité avec les produits de l'acquéreur, marge, investissements à réaliser. 	<ul style="list-style-type: none"> • Quel serait le montant des investissements nécessaires pour acquérir de telles parts de marché ? Quels bénéfices retirer de l'acquisition ?
Type III Entreprise – Réseau de distribution ou d'achat	
<ul style="list-style-type: none"> • Evaluation de la qualité du réseau (nombre de clients, chiffre d'affaires, marge, fidélité) • Réseau d'achat : évaluation de l'efficacité et de l'intérêt du réseau 	<ul style="list-style-type: none"> • Quel serait le coût de reconstitution du réseau ? • Peut-on utiliser le réseau pour d'autres produits et quels bénéfices en retirer ?
Type IV Entreprise – Actifs corporels (immobilier, stocks)	
<ul style="list-style-type: none"> • Evaluation technique des actifs. • Existence d'un éventuel marché secondaire. • Destination des actifs (conservation ou liquidation) 	<ul style="list-style-type: none"> • Quelle est la valeur de marché des actifs en cas de cession en tenant compte de la fiscalité (imposition des plus-values) ? • Si conservation, la rentabilité de l'exploitation est-elle cohérente avec la valeur des actifs ?
Type V Entreprise – Actifs incorporels (brevets, laboratoire)	
<ul style="list-style-type: none"> • Evaluation scientifique et technique de la qualité des actifs incorporels. • Nombre de brevets déposés, frais de recherche et développement comparés au chiffre d'affaires. 	<ul style="list-style-type: none"> • Quel serait le coût de reconstitution du laboratoire, des brevets ? • Quelle est la synergie possible avec l'activité de l'investisseur (utilisation des brevets pour d'autres produits ...)
Type VI Entreprise – Actifs financiers (trésorerie, capacité d'endettement, déficit reportable)	
<ul style="list-style-type: none"> • Comment utiliser la trésorerie, la capacité d'endettement ou les déficits reportables. 	<ul style="list-style-type: none"> • Quelle est la valeur, nette de l'impact fiscal, des outils financiers ?

Lors de l'évaluation d'une entreprise dans une perspective de cession majoritaire, c'est la valeur pour l'acquéreur qui fonde le prix.

2. Le rapprochement d'entreprises

Les fusions ou les apports partiels d'actifs industriels ou financiers donnent lieu souvent à des modalités complexes d'échanges d'actions. L'évaluation doit prendre en compte les parités relatives entre la valeur de l'entreprise acquéreuse (ou absorbante) et celle de l'entreprise acquise (ou absorbée). Une entreprise très fortement évaluée par le marché peut donc accepter de paraître « surpayer » l'entreprise acquise dans la mesure où les parités relatives sont satisfaisantes aux yeux de ses actionnaires.

Ces deux grandes catégories d'opérations : acquisition majoritaire ou rapprochement d'entreprises ont en commun de comporter une négociation entre les deux parties ayant, en ce qui concerne la valeur, des intérêts opposés. Ainsi, la seule bonne évaluation d'entreprise est celle qui facilite la négociation entre ces deux points de vue opposés et facilite ainsi l'établissement d'un accord.

3. Les opérations de LBO

Les montages LBO (Leverage Buy Out) ont pour objectif le financement de l'acquisition d'une entreprise par la création d'une société holding qui va s'assurer de contracter un endettement qui sera remboursé par les flux de trésorerie dégagés par l'activité de l'entreprise acquise.

Les différentes variantes d'opérations à effet de levier

Il existe différentes variantes d'opérations à effet de levier en fonction de la qualité des parties à l'opération : LMBO ou MBO, LMBI ou MBI, BIMBO, OBO.

1 – LMBO ou MBO

Le Leverage Management Buy-Out (LMBO) ou Management Buy-Out (MBO) consiste en une opération à effet de levier dans laquelle la cible est cédée, au travers d'une holding de reprise, par un investisseur en capital et par des managers de l'entreprise.

2 – LMBI ou MBI

Le Leverage Management Buy-In (LMBI) ou Management Buy-In (MBI) consiste en une opération à effet de levier dans laquelle la cible est acquise par un investisseur en capital et/ou par des manager(s) externe(s) à la société et appelé(s) à prendre la direction de celle-ci (c'est le cas lorsqu'aucun manager en interne ne veut ou ne peut reprendre la société).

3 – BIMBO

Le Buy-In Management Buy-Out (BIMBO) concerne une opération à effet de levier dans laquelle la cible est acquise par un investisseur en capital et une équipe constituée à la fois de certains des dirigeants de l'entreprise et de managers recrutés en externe.

4 – OBO

Le Owner Buy-Out (OBO) concerne une opération à effet de levier dans laquelle la cible est acquise par l'un ou plusieurs de ses actionnaires initiaux au travers d'une holding de reprise et par recours au financement bancaire.