l'actualité & les bases de données du Corporate Finance et du Private Equity en continu

PAROLES D'EXPERT

Comment déterminer la valeur d'entreprise du non coté : DCF, multiples ou multicritère ?

mardi 30 avril 2013

Philippe Campos, Expert près la Cour d'Appel de Paris en évaluation d'entreprise et de droits sociaux, Associé Gérant, AFIVAL Audit&Conseil.

La méthode des DCF et celle des multiples sont, de loin, les plus populaires dans le monde des affaires aujourd'hui. Mais une approche unique dans ce domaine montre ses limites.

LA MÉTHODE DES DCF...

Fondamentalement et sauf cas particulier, la valeur d'un actif économique doit correspondre à ce qu'il est susceptible de rapporter. Telle est la « philosophie » de la méthode des DCF puisqu'il s'agit de déterminer la valeur d'aujourd'hui des flux de trésorerie futurs disponibles générés par les actifs de la société.

Ainsi, les deux données essentielles à considérer dans cette méthode sont d'abord les flux de trésorerie, qui sont déterminés sur la base de la profitabilité attendue de l'investissement (Ebitda) et des incidences sur la trésorerie de la variation du BFR et des investissements de croissance, puis le coût du capital (WACC), qui est utilisé pour l'actualisation des flux futurs.

Il est souvent reproché à cette méthode sa forte **sensibilité** aux paramètres retenus dans les flux de trésorerie et du coût du capital, d'autant que la valeur terminale, qui est déterminé sur la base d'un flux « à l'infini », représente généralement plus des deux tiers de la valeur d'entreprise. Cette critique est assez courante dans le monde du capital investissement. Ainsi, le guide d'évaluation de l'**IPEV** (*International Private Equity and Venture Capital - édition de décembre 2012*) attire l'attention des inconvénients de cette méthode qui implique, selon eux, un niveau important de subjectivité dans la détermination des prévisions de trésorerie, de la valeur terminale et du taux d'actualisation. Ainsi, l'IPEV recommande d'utiliser cette méthode uniquement à titre de recoupement.

ET SES LIMITES...

Ces critiques ne sont pas totalement **infondées** puisqu'il est vrai que les flux futurs de trésorerie reposent sur des prévisions qui sont, par définition, incertaines, et que le taux d'actualisation impacte sensiblement la valeur. En réalité, comme toute méthode d'évaluation, la méthode des DCF peut être réalisée de manière **arbitraire**, intégrant des données totalement occultes, sans aucune référence de marché et sans aucune réelle analyse stratégique de la firme. Ainsi, afin de limiter la subjectivité qui pourrait résulter de la mise en œuvre de la méthode des DCF, plusieurs recommandations doivent être considérées, en particulier :

- Il est essentiel de comprendre les fondamentaux de l'entreprise (positionnement stratégique et avantages concurrentiels durables). Cette analyse est un préalable indispensable afin d'apprécier la fiabilité des prévisions et le potentiel de création de valeur.

- Etablir le lien entre la profitabilité historique et celle qui est attendue dans les cashflow futurs. Ainsi, il convient d'être particulièrement d'être vigilant sur les fortes croissances du chiffre d'affaires ou d'améliorations du taux de marge.

- Les données utilisées dans le cadre de l'évaluation doivent faire l'objet d'une transparence absolue et les sources mentionnées.

- Les paramètres du taux d'actualisation (taux sans risque, beta, primes de risque…) doivent, dans la mesure du possible, faire référence à des données de marché.

- Le taux d'actualisation (WACC) doit s'analyser à l'aune de la rentabilité observée sur les chiffres historiques de la société et ceux des sociétés comparables, car la création de valeur suppose que le taux de rentabilité effectif de l'actif économique soit

supérieur au coût du capital (ROCE>WACC). Cette étape, pourtant fondamentale dans l'analyse du potentiel de création de valeur, est souvent négligée dans le cadre d'une évaluation d'entreprise.

Ainsi, cette méthode n'est pas antinomique avec la vision d'un **investisseur en capital** puisque celui-ci s'intéresse aux prévisions de la société préalablement à son investissement. Il apprécie le potentiel de création de valeur de la société à l'aune des avantages concurrentiels durables, qui sont en principe reflétés dans le plan d'affaires. De plus, un investisseur aguerrit et impartial connaît le taux de rentabilité minimal attendu de son investissement qui reflète sa perception du risque associé à la capacité à atteindre les résultats futurs projetés dans le cadre de la modélisation de son plan de financement (via la modélisation d'un TRI).

LA MÉTHODE DES MULTIPLES...

L'attrait de cette approche résulte de la possibilité de déterminer une valeur en comparaison directe avec des données de marché.

Cette approche à la **faveur des professionnels du capital investissement** et de nombreux groupes engagés dans un processus de croissance externe. Les « partisans » de cette approche en vantent souvent la simplicité et sa cohérence avec les prix observés sur le marché. Il est vrai qu'elle permet de situer la valeur d'une entreprise par rapport aux standards du marché ou du niveau de prix généralement accepté par les investisseurs. Ainsi, un investisseur sera parfois « rassuré » par un investissement réalisé en adéquation avec la perception du marché, quand bien même le marché surévalue un secteur d'activité ou que la société présente de nombreuses faiblesses par rapport aux principaux acteurs de la filière par exemple.

... ET SES LIMITES

La **relative simplicité** de cette approche en conduit certains à évaluer une société en faisant abstraction des fondamentaux de la société et des caractéristiques de l'échantillon retenus. Ainsi, de nombreuses limites sont observées dans la mise en œuvre de cette approche, en particulier :

- La difficulté d'identifier de **réels comparables** en termes d'activité, de taille, de croissance et de rentabilité. L'analyse du positionnement stratégique de la société à évaluer est alors fondamentale afin d'identifier un échantillon pertinent dans la mesure du possible.

- Lorsque l'échantillon est constitué de sociétés cotées, les PME et ETI n'ont pas nécessairement un flottant et une liquidité suffisante pour assurer la pertinence du cours de bourse.

- Les méthodes comptables hétérogènes entre les sociétés de l'échantillon et la société à évaluer peuvent conduire à créer de réelles distorsions. Ces divergences peuvent conduire à augmenter ou diminuer le multiple déterminé. De plus, l'information n'est pas nécessairement disponible pour pouvoir correctement retraiter les données comptables.

- L'ensemble des informations concernant l'échantillon retenu n'est pas nécessairement connu (dépenses exceptionnelles, troubles sociaux, nouveaux contrats ou pertes de contrats…).

L'APPROCHE MULTICRITÈRE, LA RÈGLE CHEZ LES PROFESSIONNELS DE L'ÉVALUATION

Les professionnels de l'évaluation retiennent généralement une **approche multicritère** pour évaluer une société. Cette approche est fortement recommandée par les différentes autorités professionnelles et la doctrine dont dépendent ces professionnels. Il en est ainsi des missions de commissariat aux apports et à la fusion, des expertises indépendantes AMF ou bien encore de l'évaluation à dire d'expert prévue à l'article 1843-4 du code civil.

Sur le plan pratique, l'analyse multicritère peut permettre de mettre en évidence des hypothèses irrationnelles ou trop optimistes (multiple très élevé qui impliquerait des hypothèses de croissance sous-jacentes significatives et fantaisistes…). Il est également important de souligner que, dans le cadre d'une approche multicritère, la méthode des **DCF est majoritairement considérée comme la méthode à privilégier** par les professionnels de l'évaluation. La méthode des multiples étant généralement utilisée à **titre de recoupement,** contrairement aux recommandations de l'IPEV. La méthode des DCF est également une approche **fondamentale** dans le cadre de la mise en œuvre des tests de dépréciation des actifs incorporels liés à des opérations de croissance externe ou sur la valeur des titres de participation.

Ne serait-ce qu'à titre de recoupement, les investisseurs peuvent avoir intérêt à modéliser un DCF préalablement à un investissement pour, au moins, les raisons suivantes :

- L'analyse des perspectives intrinsèques de la société peut conduire à modéliser un DCF et identifier le potentiel de création de valeur, au-delà de la perception du marché. Cette remarque sera d'autant plus vraie que l'échantillon retenu dans le cadre de la méthode des multiples est assez souvent imparfait.

- Anticiper les tests de dépréciation futurs au regard du business plan initial et des risques de « décrochages » des prévisions financières sous-jacentes.

- Prévoir l'impact possible des cas de sorties « conflictuelles » d'associés qui sont, assez souvent, traitées sous l'article 1843-4 du code civil. Conformément à la jurisprudence, l'expert désigné aura toute latitude pour **choisir les méthodes d'évaluation qu'il juge pertinente**. Ainsi, il pourra écarter les méthodes d'évaluation prévues dans les statuts en cas de sortie d'un associé (multiple prédéfini, application d'une décote automatique en cas de départ anticipé…).

RESTER SUR LE TERRAIN DU RATIONNEL

Toutes les méthodes d'évaluation présentent des **avantages et inconvénients.** Le choix de la méthodologie devrait être une **question de fait** et non pas selon les préférences de chacun. Les méthodes retenues doivent permettre de situer la **valeur d'entreprise dans une fourchette**. Le prix, quant à lui, sera fortement influencé par une négociation entre les parties dans le cadre d'une opération de fusion/acquisition. L'approche multicritère aidera l'évaluateur de se représenter, dans la mesure du possible, le prix qui pourrait être obtenu par le jeu de l'offre et de la demande. Par contre, il sera difficile pour un évaluateur de modéliser les comportements « irrationnels », qui peuvent parfois être observés dans le cadre de négociation pour déterminer le prix de transaction d'une entreprise. En d'autres termes, **l'évaluation doit rester sur le terrain du rationnel** et l'approche multicritère doit aider l'évaluateur dans ce processus ; par contre, **le prix est parfois irrationnel**, une méthodologie isolée et obscure en constitue alors le socle.

Voir la fiche de Campos Philippe
Voir la fiche de AFIVAL