



Panorama des techniques financières d'évaluation des entreprises

Par Didier Van Caillie

*Professeur à HEC Ecole de Gestion de l'Université de Liège
Directeur du Centre d'Etude de la Performance des Entreprises
(CEPE)*

**Comité de Liège du Forum Financier
28 avril 2009**

Contact : D.VanCaillie@ulg.ac.be



Objectif

Dresser un panorama
des différentes techniques d'évaluation financière
des entreprises actuellement utilisées :

- *Par les professionnels de la comptabilité*
- *Par les professionnels de la stratégie*
 - *Par le monde académique*

en tenant compte du fait que toute évaluation
d'entreprise (TPE, PME, GE) est unique et
fondamentalement dépendante de son contexte



Sommaire

(1) Le contexte de l'évaluation

(1) Valeur <> Prix

(2) Le cadre de référence fondamental : Qui ? Quoi ?
Pourquoi ? Comment ?

(3) Les déterminants stratégiques de la valeur :
Valeur = f(Efficience)

(4) Les déterminants financiers de la valeur

(2) Une typologie des techniques d'évaluation financières



(1.1) Valeur <> Prix

- Valeur =
 - Ce qu'un vendeur souhaite obtenir de la vente d'une entreprise au terme d'une analyse rigoureuse intégrant un grand nombre de paramètres non déterministes
 - Ce qu'un acheteur souhaite mettre sur la table pour obtenir la propriété d'une entreprise au terme lui aussi d'une analyse rigoureuse non déterministe
- En fait, des « échelles de valeur » donnant naissance à un rapport de force, un « poker menteur » (parfaite illustration de la « Théorie de l'agence »)
- De la confrontation de ces échelles de valeur naîtra « ex post » le prix de l'entreprise (marché)



(1.2) Le cadre de référence fondamental

- **Qui fait l'évaluation ?**
 - Acheteur ou vendeur ?
 - Interne ou externe ?
- **Quoi ? Qu'évalue-t-on ?**
 - Taille : TPE, PE, ME, GE
 - De facto, une division ? Une Business Unit ? Un accès à un marché ?
- **Pourquoi ?**
 - Participation majoritaire vs. Participation minoritaire ?
 - Finalité financière, commerciale, industrielle ?
- **Comment ?**
 - De quels moyens humains et financiers dispose-t-on pour réaliser l'évaluation ?



(1.3) Valeur = f (Efficience)

- Fondamentalement, la valeur d'une entreprise est fonction de son efficience =
 - Sa capacité à atteindre systématiquement ses objectifs stratégiques et financiers au moindre coût
 - Plus l'efficience est élevée, plus la valeur est grande
- Efficience = f (R, MR, PS) = Modèle de Martinet
 - R = Ressources : humaines, techniques, financières, intangibles
 - MR = Mise en oeuvre des ressources = qualité du système de gestion de l'entreprise
 - PS = Positionnement stratégique : monopole, leader, suiveur, « best-cost provider », acteur de niche



(1.3) Valeur = f(Efficience)

Profils	Position stratégique	Mise en œuvre	Ressources
Profil idéal	+	+	+
Manque de ressources	+	+	-
A potentiel, mais laxiste	+	-	+
A potentiel, mais vulnérable	+	-	-
Dépositionnée	-	+	+
Encore riche, mais à bout de souffle	-	-	+
Efficiente, mais à bout de souffle	-	+	-
Profil de faillite	-	-	-



(1.4) Les déterminants financiers de la valeur

- Valeur d'une entreprise = Un zeste de passé + un zeste d'avenir
 - Le patrimoine qui résulte du passé :
 - L'actif net corrigé (ANC)
 - Total de l'actif expurgé des non-valeurs (FE et régularisations ...)
 - ... net du financement par dettes ou assimilés (!!! le « miracle belge » permanent, les comptes-courants du passif) ...
 - ... et revalorisé (importance des valeurs d'expertise)
 - La capacité qui est transmise à générer à moyen terme un cash-flow récurrent grâce à ce patrimoine
 - Généralement, cash-flow d'exploitation
 - Avant charges financières et impôts !



(1.4) Les déterminants financiers de la valeur

- Un zeste d'avenir = actualisation des cash-flows futurs

$$V = \sum FCF_i / (1+k)^i$$

- Trois paramètres « clés » :
 - La durée de l'actualisation : 3 à 10 ans
 - Les flux FCF à actualiser :
 - Cash-flow : résultat + charges non décaissées
 - Cash-flow d'exploitation CFE : résultat d'exploitation + charges non décaissées
 - « Free Cash Flow » = Disponible après financement interne de la croissance = CFE – Δ Besoin en Fonds de Roulement – Investissements de Croissance
 - Le taux d'actualisation k , avec $k = f(\text{taux d'inflation, rémunération de l'abstention de consommer et prime de risque, due à l'environnement industriel et concurrentiel de l'entreprise et propre à l'entreprise}) = \text{coût de l'incertitude et de la méfiance} = \text{ce qui explique que bon nombre d'entreprises ont perdu parfois de 50 à 75 \% de leur valeur sur 6 mois !}$



(2) Une typologie des techniques d'évaluation financières

- **1. Les méthodes d'évaluation classiques : perspective financière dominante**
 - Les modèles basés sur l'actualisation des dividendes futurs : Gordon-Shapiro (1958)
 - Les modèles basés sur l'actualisation des résultats futurs (nets essentiellement)
 - Les modèles mixtes (tels que le modèle de Bates, qui intègre la référence sectorielle)
- **2. Les méthodes d'évaluation néo-classiques : perspective industrielle dominante**
 - La méthode des praticiens : $V = \frac{1}{2} (\text{Actif Net Corrigé} + \text{Valeur de Rendement})$
 - La méthode des Anglo-Saxons : $V = \text{Patrimoine} : \text{Actif Net Corrigé visible} + \text{Goodwill (+/-)}$
 - La méthode de l'actualisation des cash flows libres (DAFIC)
 - L'approche par les références transactionnelles
- **3. L'évaluation boursière : perspective financière par références externes**
 - PER : Price-Earnings Ratio = multiple du rapport Cours / Bénéfices
 - Market-to-Book Value = multiple du rapport Cours / Valeur Comptable d'un titre
- **4. L'évaluation stratégique-financière : perspective industrielle par références externes**
 - Economic Value Added (EVA) et Market Value Added (MVA)
 - Approche par les « options réelles », en cas de forte incertitude : modèle binomial