

# EVALUATION DES ENTREPRISES

## Introduction générale + chapitre 1

### Qu'est ce que l'évaluation d'entreprise?

Evaluer une entreprise consiste à proposer une fourchette de valeurs aux actifs d'une e/se ou à ses titres, et en aucun cas proposer un prix.

Le prix d'une entreprise est une donnée objective

La valeur d'une entreprise est une donnée subjective : ça dépend de l'évaluateur.

L'évaluateur ne cherchera jamais à déterminer une valeur mais une fourchette de valeurs (base de négociation).

### Contextes

#### - Cession/ acquisition d'entreprises

Divergence des intérêts entre vendeur et (prix MAX) l'acquéreur (prix MIN)

Cession : Céder le passé : investissements, image...

Achat : acheter le futur : incertain

Différence au niveau de valorisation d'entreprise

#### - Introduction en bourse

Pour la société : il s'agit de fixer le prix d'introduction en bourse ou le prix minimal de cession

Pour les investisseurs : l'objectif est de mesurer l'intérêt de participer à l'opération.

**Facebook** : une valorisation très critiquée

#### - Estimation de la valeur théorique d'une action

Repérer les titres sur ou sous évalués

Mieux arbitrer ses placements en fonction de l'espérance de gains potentiels

#### - Augmentation de capital d'une société cotée

Evaluer la juste valeur des actions en circulation

Détermination du prix d'émission des nouvelles actions.

#### - Fusion entre 2 sociétés

#### - Dans le cadre du domaine fiscal

## Processus d'évaluation

Sept étapes-clés nécessaires au bon déroulement d'une mission d'évaluation

### Etape1 : Collecter l'information

- Le recueil de l'information sur la société et son environnement : un préalable indispensable pour toute évaluation.
- Etape la plus longue et la plus délicate
- Etape qui débute par une visite sur place pour apprécier le contexte général de l'entreprise et d'organiser des rencontres avec les responsables.
- Collecte de l'information pertinente sur l'e/se.

### Comment définir un bon manager ?

- ➔ Toute personne qui sait prendre les bonnes décisions, et pour les prendre il faut avoir une qualité informationnelle.

### Etape 2 : Diagnostic économique de l'e/se

- Ce diagnostic permet de comprendre le *business model* de l'e/se
  - Le diagnostic stratégique permet d'étudier l'environnement et les conditions de développement
  - Le diagnostic financier permet d'analyser les déterminants de la performance économique et financière d'une e/se à LT.
- ➔ Evaluer de plusieurs points de vue.

### BUSINESS MODEL

- Stratégie mise en place pour gagner de l'argent
- Document de présentation : logique globale et explication de création de valeur
- Mécanismes générateurs de marge et de revenus
- Stratégie pour maintenir et développer la compétitivité de l'e/se.

### Etape 3 : choix de bonne méthode d'évaluation

#### **La méthode DCF (Discounted Cash-flows)**

- Fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie générés par l'activité de l'e/se
- Dépendance : CMPC, taux de croissance à l'infini
- Disponibilité d'un *business plan*
- Possibilité de réalisation de nombreuses mesures de sensibilité.

#### **Dividend Discount Model (DDM)**

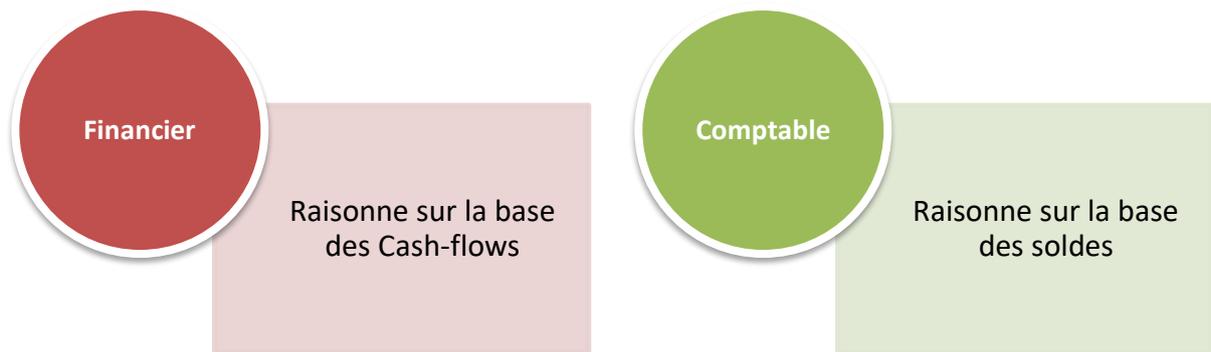
- Fondé sur l'actualisation du flux des dividendes futurs qui seront distribués aux actionnaires.
- Dépendance : coût des fonds propres, taux de croissance des dividendes
- Méthode très financière qui laisse peu de place aux aspects stratégiques de l'e/se à évaluer.

#### **Méthode des multiples**

- La valeur d'une e/se est déduite de la valeur de stés cotées comparables ou de transactions comparables.
- Evaluation relativement simple d'une e/se
- Evite l'utilisation du taux d'actualisation (estimation délicate)
- Difficulté d'établir des tableaux de comparaison réellement pertinents

#### **Méthode patrimoniale**

- Purement comptable, repose sur le cours historique
- Valorisation fondée sur une vision statique à un instant donné
- Estimation de la valeur des fonds propres à partir des actifs réévalués et corrigés de la valeur de la dette
- Méthode très critiquée par les financiers
- Mix des méthodes précédentes à travers la prise en considération du goodwill



#### **Etape 4 : Elaboration du business plan**

- Nommé aussi plan d'affaire, c'est la déclinaison concrète, opérationnelle et chiffrée du business model
- Document écrit permettant de formaliser un projet d'e/se
- Peut être utilisé lors du développement de nouvelles activités
- La méthode DCF nécessite préalablement l'établissement d'un BP

#### **Etape 5 : Les hypothèses et les paramètres d'évaluation**

- Tester la robustesse des hypothèses

#### **Etape 6 : Fourchette de valorisation et conclusion sur la valeur** (dépend des autres)

- Identifier les valeurs MIN et MAX.

#### **Etape 7 : Négocier et fixer prix de cession**

## CHAPITRE 2 : FONDAMENTAUX DE L'ANALYSE FINANCIERE BOURSIERE

### DIAGNOSTIC STRATEGIQUE

Externe

Interne

### DIAGNOSTIC FINANCIER

Analyse comptable

Analyse statique

Prévisions des comptes



### VALORISATION SUR MARCHÉ



### RECOMMANDATIONS

- 1- Calcul de ratios
- 2- Valeur théorique/ fondamentale de l'entreprise
- 3- Valeur marché (valeurs prévisionnelle des investisseurs)
- 4- Comparaison
- 5- Prendre décisions

→ C'est la méthode la plus utilisée par les analystes financiers ; moins couteuse.

#### Exemple :

On a valeur fondamentale = 100 et valeur marché = 110

Donc  $VM > VF$

On dit que le titre est survalorisé par rapport à sa valeur théorique

→  $VM > VF$  : Survalorisé

→  $VM < VF$  : Sous valorisé

### Différentes méthodes d'analyse (outils de trading) :

- **Analyse quantitative** : la plus récente, on intègre les mathématiques dans les décisions d'investissement et de financement.
- **Analyse technique** : position CT, on s'appuie sur les historiques, chose qui est risquée.
- **Analyse fondamentale** : position à ML terme, on s'appuie sur les fondements.

→ La meilleure est la combinaison entre technique et fondamentale

→ La plus utilisée au Maroc est l'analyse technique

+ Points d'entrée : à quel moment il faut acheter ?

- Valorisation : sous/sur évalué.

Investir dans un M. boursier mature : Analyse fondamentale

Investir dans un M. boursier d'un pays en voie de dév : Analyse technique

→ Le MASI et le MADEX ne reflète pas la réalité économique du Maroc, puisque il n'y a pas de Sté agricole cotée en bourse.

→ Aussi, la valorisation boursière en 2016 était a +30% alors que le taux de croissance est passé de 4.8% à 1.2%

### L'analyse fondamentale

- La plus ancienne en DIF, c'est une méthode d'analyse pour investir en bourse
- Vise à déterminer la valeur théorique (intrinsèque) d'une Sté pour la comparer à sa valeur en bourse.
- Elle a pour but d'identifier les titres sous/sur évalués par rapport à la VF
- Elle est efficiente dans le cadre d'une gestion à ML terme

**« Là où l'information est symétrique, le profit = 0 »**

- L'analyse fondamentale permet de répondre à 3Q :
  - Création de valeur : est ce une e/se profitable ?
  - Changement : quels sont les perspectives de croissance ?
  - Valorisation : à combien l'e/se est elle valorisée ?

### Démarche

- L'analyse macroéconomique :  
PIB, production, consommation, inflation, pô monétaires et budgétaires
- L'analyse microéconomique :  
Analyse des états financiers, analyse stratégique, analyse boursière

### L'analyse boursière

- L'étude d'une action par des par des ratios boursiers
- L'objectif est de comparer la valeur en bourse d'une Sté par rapport à ses fondamentaux
- Elle permet de définir des signaux d'achat / vente.

$$\text{Risk 2} = \text{R.systemique2} + \text{R.intrinsèque2}$$



Macro-environnement



Bonne gestion = contrôlable = 0

### *Instruments de l'analyse boursière :*

#### **1- Capitalisation boursière (Market Cap)**

- Représente la valeur marché des capitaux d'une sté cotée en bourse.
- Permet de comparer des e/ses d'un même secteur.

$$\text{CB} = \text{Nombre total d'actions} \times \text{cours de la bourse}$$

- En théorie, plus la capitalisation boursière est élevée plus l'espérance de gains est élevée  
→ Titres liquides, confiance d'investisseurs élevée.

## 2- Flux de trésorerie (Cash-flow)

SI CF<0 -> mauvaise santé financière

- Liquidité réelle pour financer les besoins
- Désigne les ressources monétaires dégagés par l'activité annuelle d'une e/se, mesurée généralement par le FCF (free cash flow)
- Indique la capacité d'une e/se à :
  - Financer les investisseurs à partir de l'exploitation
  - Rembourser ses créanciers
  - Distribuer ses dividendes

**Flux de trésorerie d'exploitation** = résultat net + DAP – reprises/ AP – plus values de cession d'actifs + moins values de cession d'actifs +/- variation du BFR

**Flux de trésorerie disponible** = EBE – impôt sur le résultat d'exploitation +/- variation du BFR – investissements + désinvestissements

## 3- EPS (Earning per share)

- C'est la part du bénéfice attribué à chaque action.
- S'il augmente c'est que l'e/se a la capacité de réaliser des bénéfices annuellement

**EPS** = Résultat net après impôt / nombre d'actions émises actuellement

- Donne une image sur le bénéfice par action que l'e/se peut verser lors de la distribution de dividendes.
- Si l'e/se fait faillite, on est prioritaires au niveau de remboursement par rapport aux actionnaires ordinaires, ça vous garantit des dividendes fixes, qlq soit le résultat de l'e/se.
- Les mesures de RN utilisé peuvent être :

**Dernier RN  
annuel  
connu**

**RN glissant**  
(somme des 4  
derniers R. trimestriels  
connus)

**RN attendu**  
(forward)

**Exercice :** la sté X a dégagé un bénéfice net de 23.5M € lors du dernier exercice (2008). Le nombre d'actions composant son capital social était de 1000000. Les éléments exceptionnels compris dans son RN s'élevaient à 2.5M € en mi 2009. Ses 4 derniers rtats trimestriels connus se montaient à 8M €, 6.5 M €, 9 et 4. Les analystes financiers prévoient pour 2009 un bénéfice de 32 M €.

**TAF :** Proposez différentes mesures de son EPS

- EPS passé =  $23500000 / 1000000 = 23.50 \text{ €}$
- EPS hors exc =  $21000000 / 1000000 = 21 \text{ €}$
- EPS glissant =  $27500000 / 1000000 = 27.50 \text{ €}$
- EPS forward =  $32000000 / 1000000 = 32 \text{ €}$

#### 4- **BVPS (Book value per share)**

- C'est la valeur comptable par action.
- Ratio qui établit le lien entre capitaux et le nombre d'actions en circulation.

**BVPS = capitaux propres ordinaires \*/ nombres d'actions**

\*Book value

→ BVPS > cours actuel : action sous évalué

→ BVPS < cours actuel : action surévalué

**Exercice :** Au bilan de l'e/se Y figure le capital social pour 50M €, réserves 134500000 €, report à nouveau 6500000 €, le nombre d'action est de 1000000.

**TAF :** Quelle est la valeur comptable par action ?

$$\text{BVPS} = \frac{50000000 + 134500000 + 6500000}{1000000} = 191 \text{ €}$$

#### 5- **DPS (Dividend per share)**

- C'est le dividende par action
- Partie du bénéfice net dégagé et qui est distribué par action détenue à chaque actionnaire.
- Les dividendes distribuables par une sté dépendent de sa capacité bénéficiaire et de sa trésorerie nette disponible.

$$\text{DPS} = \text{Dividendes} / \text{nombre d'actions}$$

#### 6- Dividend Yield

- C'est le rendement d'une action
- Il indique le pourcentage de dividendes versés aux actionnaires par rapport au prix actuel de l'action.
- Le DY est fluctuant car il dépend du cours boursier de la sté au moment de son calcul

$$\text{Dividend Yield} = \text{DPS} / \text{cours boursier}$$

### RATIOS DE L'ANALYSE FINANCIÈRE

#### 1- PER (Price to earning ratio)

- Que pour les e/ses bénéficiaires
- C'est le ratio le plus utilisé pour valoriser une e/se
- Permet de valoriser le prix d'une action par rapport à ses bénéfices
- Quand le PER connaît une hausse, la valeur de market cap, ainsi que le prix d'action et donc on tombe sur une survalorisation.

$$\text{PER} = \text{prix de l'action} / \text{EPS}$$

- Le passif représente l'image des entreprises dans le marché des capitaux

### IMPACT DES MARCHES FINANCIERS SUR BILAN DE L'E/SE

- En théorie : aucun ; En pratique : OUI

Ex 1 :  Market cap :  capitaux  Actif

Ex 2 :  Market cap :  Taux de rendement  valeur obligataire

### INTERPRETATIONS PER

### HAUSSE DU PER -> SUREVALUATION

- N/A : le ratio indéfini indique que la sté ne fait pas de bénéfices ou subi de pertes.
- 0 à 10 : action sous évaluée, c'est le moment de l'acheter
- 10 à 17 : l'action est à son juste prix, il faut attendre que le prix baisse pour l'acheter
- 17 à 25 : surévaluation et/ou spéculation d'une action sur les bénéfices à venir
- Plus de 25 : forte spéculation ou bulle spéculative sur une action ou secteur sur l'augmentation de bénéfices (très courant dans les années 2000) z--Ex : PER APPLE > 200

En pratique, 4 types de PER peuvent être calculés selon le type d'EPS retenu dans le calcul

- PER passé = prix de l'action / EPS passé
- PER ajusté = prix de l'action / EPS ajusté
- PER glissant = prix de l'action / EPS glissant
- PER forward = prix de l'action / EPS forward -> prévisionnel !

### PER HISTORIQUE

Il permet de comparer le niveau de valorisation actuelle avec le niveau historique, il correspond à la moyenne arithmétique des PER moyens annuels sur la période

### PER RELATIF

Il permet la comparaison du PER de la sté avec les PER de secteur et PER de marché

- PR =1 : valorisation égale au marché/ secteur
- PR > 1 valorisation supérieur au marché/ secteur, on peut constater une survalorisation
- PR < 1 valorisation inférieur au marché / secteur, on peut constater une sous valorisation

## 2- PEG (price to earnings growth ratio) -> COMBLE LES IMPERFECTIONS DU PER

- Mesure la valeur de l'action en fonction de bénéfices actuels et le taux de croissance des bénéfices futurs de la sté.
- Permet de valoriser une e/se cotée en bourse par rapport à une dynamique de croissance
- Permet de relativiser un PER en apparence trop élevé

$$\text{PEG} = \text{PER} / g$$

$$\text{PEG} = (\text{prix de l'action} / \text{EPS}) * 1 / g$$

G est le taux de croissance de BPA

### INTERPRETATIONS PEG

- **PEG > 1** signifie que :

Les attentes du marché sur la croissance des bénéfices sont sup aux estimations du consensus

Le titre est survalorisé

- **PEG < 1** signifie que :

Le marché sous estime la croissance des bénéfices

Le consensus des estimations des analystes est actuellement trop bas

Le titre est sous valorisée

**Exercice :** En tant qu'analyste financier vous avez collecté les informations suivantes sur les entreprises X et Y :

- Le bénéfice par action de X de l'année en cours est de 3,14 €

- Le BPA de X de l'année dernière est de 2,64 €
- Le BPA de Y de l'année en cours est de 3,90 €
- Le BPA de Y de l'année dernière est de 2,70 €
- Le cours en bourse des e/ses X et Y sont 65 € et 100 €

**TAF :** calculez pour chaque e/se : PER, PEG puis conclure

Sté X	Sté Y
$PER = 65 / 3,14 = 20,70$	$PER = 100 / 3,90 = 26$
$G = (3,14 - 2,64) / 2,65 = 18,93 \%$	$G = (3,90 - 2,70) / 2,70 = 44\%$
$PEG = 20,70 / 18,93 = 1,09$	$PEG = 26 / 44 = 0,6$

**Commentaire :** En se basant sur le PER, X est plus attractive que Y qui a des ratios faibles. En effet un faible PER peut donner l'impression que X constitue le bon choix, mais la prise en compte de g montre une histoire différente.

Donc Y a un taux g suffisamment élevé, il affiche un  $PEG < 1$  (0,6 contre 1,09 de X) cela indique que X est sous valorisé par rapport au taux de croissance de bénéfices.

### 3- PBR (price to book ratio)

- Ratio utilisé pour comparer la capitalisation boursière avec sa valeur comptable
- Mesure le rapport entre valeur de marché et valeur comptable des capitaux d'une sté
- L'un des ratios de valorisation que les analystes jugent le plus utile pour repérer les stés sous valorisés

$$PBR = \text{prix de l'action} / BVPS$$

### INTERPRETATION PBR

- $PBR < 1$  : la sté est sous valorisée, sa valeur boursière est moindre que sa valeur comptable, ce qui en temps réel est rare (AVEC  $PER < 1$ )
- $PBR = 1$  : désigne une valeur de rendement dont l'actif net est équivalent à sa capitalisation boursière.
- $PBR > 1$  : la sté est survalorisée, le ratio indique alors combien de fois les investisseurs sont prêts à payer une action au-delà de sa valeur comptable en motif que les capitaux ne représentent qu'une faible part de la capitalisation boursière (actif net futur)

**Exercice :** l'e/se LTD dispose 100 M € d'actif du bilan et 75 M de dettes. Son capital est composé de 10 M d'actions en circulation de VN 10 € et un cours en bourse de 5 €

**TAF :** Calculez le PBR

On a  $BVPS = (100M - 75M) / 10M = 2,5 \text{ €}$

Donc  $PBR = 5 \text{ €} / 2,5 \text{ €} = 2 \text{ €}$

→ La sté est survalorisée

**RECHERCHE : PSR / PCFCP**

## CHAPITRE 3 : METHODE DES MULTIPLES

- Méthode d'évaluation très courante et utilisée de façon systématique par les financiers
  - Moins sophistiquée que la méthode DCF, elle est qualifiée de méthode « CT »
  - Permet l'évaluation relativement simple d'une e/se
  - Evite l'utilisation du taux d'actualisation dont l'estimation est toujours délicate
  - Permet d'évaluer une e/se par comparaison avec d'autres stés
  - Elle est fondée sur 3 grands principes : Approche globale, approche comparative, suppose que les marchés évaluent correctement et peuvent servir de référence
- Elle reflète un prix de marché que la valeur comptable de l'e/se

#### Champs d'application

Toutes entreprises

#### Avantages

Facilité, simplicité, rapidité

#### Inconvénients

Univers comparable (stés présentent un profil similaire en termes de taille, marché, risque...)

#### Intérêt porté à la méthode

- Sa large diffusion au sein du monde des praticiens de l'évaluation
- Son éclairage irremplaçable pour la vérification de la fourchette obtenue par DCF
- La nécessité de combiner 2 méthodes d'évaluation pour répondre aux éventuelles objections de l'administration fiscale

#### Principe et méthodologie

- Méthode fondée sur la valorisation d'une sté cotée ou non par référence à des stés comparable en termes d'activité et de performance

- on distingue 2 méthodes :
- Méthode des multiples boursiers : la plus fréquente -> stés cotés en bourse
- Méthode des multiples de transaction : sur la base d'un échantillon -> pas forcément cotés

La logique de chacune est différente mais la méthode de calcul reste la même

- Les stés comparables de référence peuvent être des stés appartenant en même secteur d'Até ou étendues à de stés présentant un certain nombre de similitudes en terme de :
  - Domaine d'Até : produits, clientèle, secteur géographique, risques conjoncturels ou systémiques
  - Structure de financement, taille
  - Perspectives de croissance, niveau de marge
  - Business model

#### Etapas à suivre

- 1- Définir un échantillon des stés comparables pour que la valorisation soit pertinente (peer group) # international peer -> problème d'harmonisation de données
  - Pas obligé le même secteur (secondaire), mais obligé les mêmes fondements
  - Spécifier comparables par rapport à quoi et justifier
- 2- Calculer les multiples
  - Value driver : agrégats / soldes comptables et financiers
  - Il doit y avoir une cohérence entre objectif de l'évaluation et le value driver et entre inducteur et secteur d'Até.
  - Par exemple les banques : P/BV ; part de marché : CA ; business service : EV/EBITDA, ROCE, P/LFCF, PER, PER to growth

**Multiple** = Vcp ou VGR / indicateur de valeur (value driver)

#### 3- Ajustement empirique éventuels des multiples

- Pour équilibrer l'échantillon
- L'analyse des multiples peut présenter une importante différence entre les multiples du peer group et l'e/se à évaluer

- Plusieurs facteurs sont susceptibles d'expliquer ces disparités :
- Les disparités des positionnements « métier » et « géographiques »
- Les disparités de politique d'investissement et d'amortissement, de structure financière et de fiscalité
- Un ajustement sur les multiples peut être appliqué pour tenir compte des différences, ça doit rester confidentiel, car c'est une valeur ajoutée entre les analystes.

#### 4- Appliquer les multiples à la cible

$$\text{Valeur} = \text{multiple} * \text{indicateur de valeur}$$

#### TYPES DE MULTIPLES

##### **Les multiples indépendants de la structure financière : V.G.E – Enterprise Value**

- Ne prennent pas en compte la structure financières (surtout les dettes), on mesure la valeur globale de l'e/se (E/se value)
- **Exemple** : Multiple chiffre d'affaires (CA), multiple de l'E.B.E (EBITDA), multiple de résultat d'exploitation (EBIT), multiple du flux de trésorerie disponible (CF)

➔ Les + pertinents

##### **Les multiples dépendants de la structure financière : V.C.P – Equity value**

- Permettent de valoriser directement la valeur des capitaux
- **Exemple** : multiple du résultat courant, multiple du résultat net qui conduit au PER, PEG ... Multiple de capacité d'autofinancement, multiples des capitaux.

➔ Les + pratiqués, les + simples

#### **EBITDA (earnings before interests and taxes, depreciation and amortization)**

**-> VGE**

- Proche de l'E.B.E

- Ce multiple n'est pas affecté par la structure du capital et la politique d'amortissement de la compagnie (indépendante)
- Il permet de comparer des stés sur la base de leurs performances opérationnelles

$$\text{Multiple EBITDA} = \text{VGE} / \text{EBITDA}$$

$$\text{VGE} = \text{multiple EBITDA} * \text{EBITDA}$$

$$\text{VCP} = \text{VGE} - \text{dettes}$$

→ USA : Médiane ; France : Moyenne

**EBIT (earnings before interests and taxes)**

-> VGE

- C'est le bénéfice avant intérêt et impôts
- Va servir à rémunérer tous les bailleurs de fonds puisqu'il est déterminé avant la prise des charges d'intérêts
- Permet de prendre en compte la capacité bénéficiaire d'exploitation des différentes e/ses.

$$\text{EBIT} = \text{CA} - \text{achats} - \text{charges externes} - \text{charges de personnel}$$

$$- \text{Autres charges d'exploitation} - \text{DAP}$$

$$\text{EBIT} = \text{EBITDA} - \text{DAP}$$

→ Un EBIT/EBITDA positif signifie que la sté est rentable mais pas forcément bénéficiaire

CA

- Permet l'évaluation d'e/se sur la base d'un coefficient multiplicateur des ventes (ou production)
- Permet la comparaison entre e/se de même taille et même secteur
- Les différences de normes comptables entre pays ont très peu d'impact sur son estimation
- Moins volatil que le Résultat net
- C'est un multiplicateur dangereux, puisqu'il est plus un indicateur d'Até ; on peut dans des cas avec un CA positif mais être déficitaire
- Pas souvent utilisé, vu que ça ne reflète pas la rte, il est plus utilisé pour la valorisation des PME et startup

$$\text{Multiple du CA} = \text{VGE} / \text{CA}$$

### PER

- Une des méthodes les plus utilisés pour évaluer la valeur d'une action
- Ce multiple valorise indirectement la structure financière de la sté ce qui crée des distorsions si les niveaux d'endettement sont différents dans l'échantillon de stés comparables

$$\text{PER} = \text{Cours de l'action} / \text{BPA}$$

**PER** = Market cap ou valeur des capitaux propres / bénéfice net du groupe

$$\text{V. action} = \text{BPA} * \text{PER moyen d'échantillon}$$

$$\text{V. action} = \text{EPS} * \text{PER moyen d'échantillon}$$

### PEG

$$\text{V. action} = \text{PEG moyen d'échantillon} * \text{EPS (BPA)} * g$$

→ + L'échantillon de sté est homogène + l'évaluation sera pertinente

PBR

$$\mathbf{V. action} = \text{PBR moyen d'échantillon} * \text{BVPS}$$

RAPPEL: Valeur comptable des capitaux propres = Actif – dettes

Valeur comptable des capitaux propres = capital social + réserves

Corrigé exercice 1

Recherche : Endettement net

## 1- Calcul du PER

### 1<sup>ère</sup> étape : Cible et comparables

Cible : eiffage ; comparables : Vinci et ciments

### 2<sup>ème</sup> étape : Calcul PER

PER Vinci :  $113.8 / 9.92 = 12.25$

PER ciments :  $77 / 8.43 = 9.13$

### 3<sup>ème</sup> étape : Synthèse de valorisation

Multiple de PER moyen :  $(12.25+9.3)/2 = 10.69$

Valeur par action Eiffage :  $10.69 * 8,19 = 87,57$

### 4<sup>ème</sup> étape : Valorisation

On compare la valeur par action d'eiffage avec le cours du 10/02

On constate :  $87,57 < 97,50$

➔ SURVALORISATION (baisse probable de valeur d'actions + que sa hausse)

## 2- Calcul de l'EBIT

Rappel :  $VGE = MC + dettes$

-	MC	VGE	VGE/EBIT
<b>VINCI</b>	9585,37	18924,37	26,69
<b>CIMENTS</b>	2938,71	4233,71	7,64

### Synthèse des valorisations

- Multiple EBIT moyen = 17,32
- Valeur d'Eiffage
- Valeur fonds propres eiffage 4854
- Valeur par action eiffage 164,21

### 2<sup>ème</sup> méthode

- PER Vinci : 12,25
- PER ciments : 9,13
- Multiple PER moyen : 10,69
- Valeur par action eiffage : 87,57

### **Corrigé exercice 2**

#### 1- Calcul multiples

-	VGE/CA	VGE/EBIDTA	VGE/EBIT
LVMH	5,04	19,22	22,34
L'OREAL	2,73	19,08	24,73
CLARINS	3,26	17,15	19,95
GUCCI	4,10	14,40	15,13
BVLGARI	5,96	38,93	46,17
<b>Multiple Moyen</b>	<b>4,22</b>	<b>21,76</b>	<b>25,66</b>

#### 2- Synthèse de l'évaluation d'HERMES

Méthode d'éval	Valeur e/se	Valeur propres	fonds	Valeur par action
M.CA	17642	18650		508
M.EBITDA	19951	20959		571
M.EBIT	19325	20333		554

➔ Les méthodes d'évaluation utilisée donnent une valorisation des fonds propres d'une fourchette entre 18650-20959 soit une v/action qui varie entre 508-571

### **Corrigé Exercice 3**

## CHAPITRE 4 : METHODE DCF

## Introduction

- La méthode la plus pertinente des méthodes d'évaluation
- Cohérente avec la théorie financière : valorise en fonction des flux futurs
- Nécessite une étude des éléments permettant son calcul
- Adaptée aux sociétés qui ont plusieurs actifs

## Principe et méthodologie

**Principe fondamentale :** la valeur d'une e/se est égale à la valeur des flux de trésorerie futurs dégagés par l'exploitation au cours de périodes actualisés au taux de rentabilité exigé par les apporteurs de capitaux et après déduction de la dette financière nette :

On a :  $V_{cp} = VGE - Vdf$

$$V_{cp} = \sum \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VT_T}{(1+k)^T} - V_{df}$$

$V_{cp}$  : valeur de marché des capitaux propres

$CF_t$  : flux de trésorerie dégagés par l'exploitation

$VT_T$  : valeur terminale de l'e/se à la période T

$V_{df}$  : valeur de marché de la dette

K : taux d'actualisation

## Types :

FCF: Free cash flow

- flux de liquidité générés indépendamment de toutes décisions financières

ECF: equity cash flow

- flux de liquidité générés qui peuvent être alloués pour payer des dividendes ou procéder à des rachats d'actions.

### Calcul :

Production vendue	
Achat de matières premières	
Autres achats et charges externes	
Impôts et taxes	
Charges de personnel	
<b>Excédent brut d'exploitation (EBE)</b>	
<hr/>	
(-) Impôt sur le résultat d'exploitation (3.220 -1.800) x 33,33%	
(-) La variation du BFR	
(+) Cessions d'immobilisations	
(-) Investissements (montant donné par hypothèse)	
<b>Free cash-flow</b>	

	<b>Free cash-flow</b>
	- Charges d'intérêts nets d'impôts
	- Remboursement d'emprunts
	+ Nouveaux emprunts
	<b>= Equity cash-flow</b>

### IMPORTANTANCE DU BUSINESS PLAN :

- Contient les données prévisionnelles
- Résultat du diagnostic financier et stratégique
- Résultat des anticipations faites par l'évaluateur pour les années à venir
- Permet une analyse de la situation et la construction des états financiers prévisionnels

### Etapes

- Déterminer l'horizon et le niveau de détail de la prévision
- Développer une perspective future de la sté, compte tenu de son secteur
- Traduire cette perspective en termes de prévisions financières
- Développer des scénarios alternatifs
- Vérifier la pertinence des prévisions

### Coût du capital

- Exprimés sous forme d'un taux, c'est le coût moyen pondéré des différents modes de financement
- Il représente le taux de rentabilité exigé par les apporteurs de fonds (actionnaires+créanciers)
- Il est calculé par le CMPC (WACC : weighted average cost of capital)

$$\text{CMPC} = K_{\text{CP}} \times \frac{V_{\text{CP}}}{V_{\text{CP}} + V_{\text{D}}} + K_{\text{D}} \times (1 - T) \times \frac{V_{\text{D}}}{V_{\text{CP}} + V_{\text{D}}}$$

(1 - T) permet de tenir compte de l'économie de l'impôt générée par la charge d'intérêt.

2 méthodes pour calcul du CMPC



### Valeurs comptables

- Consiste à pondérer les taux de l'e/se par des coefficients représentatifs de l'importance des modes de financement au regard du bilan.
- L'évaluation de  $V_{cp}$  et  $V_d$  est exprimé en valeur comptable

### Valeurs de marché

- Consiste à pondérer les taux du marché par des coefficients représentatifs de l'importance des modes de financement exprimés en valeur de marché.
- La valeur de marché des  $K_p$  correspond à la capitalisation boursière de la sté
- La valeur de marché des dettes financières correspond à la valeur actuelle au taux de marché de l'ensemble des emprunts, économies fiscales comprises

### COUT DES CAPITAUX PROPRES

- C'est le taux de rentabilité exigé par les actionnaires
- On a 2 approches fondamentales pour le calculer : les modèles actuariels, le MEDAF

### APPROCHE MODELES ACTUARIELS :

- C'est le taux d'actualisation qui permet d'égaliser la valeur de l'action et la somme des flux actualisés des dividendes et le prix espéré de revente future.

$$C_0 = \frac{Div_t}{(1+k_{cp})^t} + \frac{C_t}{(1+k_{cp})^t}$$

Div t : dividendes anticipés par action

Ct : cours de l'action à la date T

### Dividendes constants :

$$C_0 = Div / K_{cp}$$

### Dividendes croissants (Gordon et Shapiro) :

$$C0 = D1 / (kcp - g)$$

$$Kcp = (D1 / C0) + g$$

**G** taux de croissance annuel de dividendes

### APPROCHE MEDAF (CAPM)

-> POLY

- C'est le modèle d'équilibre des actifs financiers
- Intègre une prime de risque dans le calcul du coût des fonds propres
- Le risque total = Risque marché (systémique) + risque spécifique

### Limites

- Ce modèle repose sur l'hypothèse de l'efficience des marchés qui supposent que :  
Les marchés financiers sont parfaitement concurrentiels  
Les investisseurs ont les mêmes anticipations sur les rendements  
Les investisseurs peuvent prêter/ emprunter sans aucune contraintes quantitatives  
Le modèle doit être accepté par tous comme universellement exact

### COUT DE LA DETTE

- Le taux pour lequel il y a équivalence entre la somme effectivement reçue et l'ensemble des annuités versées en contrepartie.
- Représente le niveau des taux d'intérêt facturés par une banque sur une maturité donnée pour l'emprunt indivis.
- Dans le cas d'un **emprunt bancaire**, le cout de l'emprunt supporté par l'e/se est le taux d'emprunt après impôts :

$$Rc = i * (1 - T Is)$$

Rc = cout d'emprunt indivis en présence d'imposition

I = taux nominal de l'emprunt indivis

T is = Taux IS.

- Dans le cas d'un **emprunt obligatoire** remboursable *in-fine*, le cout de la dette en présence d'imposition Rc est taux actuariel tel que :

$$V_0 = \frac{C * (1 - Tis)}{(1 + rc)^t} + \frac{V_n}{(1 + rc)^n}$$

$V_0$  : prix d'émission

$V_n$  : prix de remboursement de l'obligation à l'échéance

$C$  : la valeur du coupon payé en  $t$

### VALEUR TERMINALE

On a 2 méthodes :

- Estimation du flux terminal à partir du dernier flux estimé :

$$VT = CF_{t+1} / (CMPC - g)$$

- Estimation du flux terminal à partir des fondamentaux

$$VT = RE_{t+1} * (1 - g/ROCI) / (CMPC - g)$$

$RE$  : résultat économique avant impôt

$G$  : taux de croissance de résultat économique

$ROCI$  : taux de rentabilité des réinvestissements

## COMPLEMENT DE COURS

- L'évaluation d'une e/se par la méthode DCF consiste à estimer la valeur de marché des kp de l'e/se Vcp indépendamment de ses dettes Vdf.

$$VGE = Vcp + Vdf$$

$$Vcp = VGE - Vdf$$

### RAPPEL :

-	CALCUL	FLUX A ACTUALISER	TAUX D'ACT
VGE	$VGE = FTD / (1 + CMPC)^t$	Flux revenants aux apporteurs de fonds FTD	CMPC
VCP	$VCP = FTA / (1 + Kcp)^t$	Flux revenants aux actionnaires FTA	Kcp
Vdf	$Vdf = FTC / (1 + kd)^t$	Flux revenants aux créanciers financiers	Kd

**Exercice : Evaluation des FCF de l'e/se ABC**

-> RANIA

- Dans quel cas utiliser le FCF et l'ECF ?

D'abord ça dépend du secteur !

En ECF, on prend en considération les charges d'intérêts, du coup il faut prendre en considération les e/ses qui ont le poids de la dette, généralement pour valoriser les stés du secteur bancaire.

- Coût du capital : le MEDAF

Le coefficient Beta  $B_j$  joue un rôle majeur car il mesure le risque systémique

C'est une mesure statistique de la volatilité d'un titre par rapport au marché

Mathématiquement, il est obtenu par la régression de la  $r_t$  du titre contre la  $r_t$  du marché

$$B_j = \text{Cov}(R_j, R_M) / \text{Var } R_M$$

INTERPRETATIONS

$B > 1$  : le titre est plus risqué que le marché, généralement des titres cycliques (dépend du cycle économique)

$B < 1$  : le titre est moins risqué que le marché, on dit que le titre est défensif

$B = 1$  : Le titre réplique le marché (gestion indicielle)

Déterminants économiques

- La structure des coûts (F/V)
- La sensibilité à la conjoncture économique
- La visibilité des performances de l'e/se
- La structure financière
- Le taux de croissance des résultats

Beta de l'actif économique

La valeur de l'actif économique étant égale à la valeur des  $k_p$  + la valeur de l'endettement net

La beta de l'actif économique est égale à la moyenne pondérée pour les valeurs des  $B$  des  $k_p$  et de l'endettement net.

$$B_{AE} = B_{cp} * V_{cp} / \text{structure} + B_{dette} * V_d / \text{structure}$$

## CHAPITRE 5: METHODE DDM Dividend Discount Models

- C'est une méthode d'évaluation basée sur les méthodes d'évaluation des actions.
- Pour évaluer une action, on doit estimer la valeur de marché potentielle d'une action, pour ce on doit connaître les flux futurs dont bénéficiera l'actionnaire (dividendes futurs  $D_t$ ) et le prix de revente du titre ( $P_t$ )

### MODELE GENERAL

$$V \text{ actions} = \frac{D_t}{(1+k_{cp})^t} + \frac{P_t}{(1+k_{cp})^t}$$

Ou seulement

$$V \text{ actions} = \frac{D_t}{(1+k_{cp})^t}$$

### MODELE A TAUX DE XE CONSTANT « GORDON ET SHAPIRO »

Ce modèle convient + aux e/ses arrivées à maturité et pour lesquelles la croissance anticipée est relativement modérée.

Dans l'hypothèse d'un taux de croissance des dividendes  $g$  constant à l'infini, la valeur de l'action s'écrit :

$$V \text{ action} = \frac{D_1}{(k_{cp}-g)}$$

→ Avec  $g < k_{cp}$

### MODELE A DEUX PERIODES

- On suppose que la sté connaît une 1<sup>ère</sup> phase de forte croissance pendant T années, puis une seconde jusqu'à l'infini, au taux g

$$V \text{ actions} = D_t / (1+kcp)^t + [(D_{t+1} / kcp - g) * 1 / (1+kcp)^t]$$

- Avant de le mettre en œuvre, on doit s'assurer que les hypothèses retenues soient réaliste et cohérentes avec la situation de l'e/se.

### LE MODELE H A DEUX PERIODES

- Amélioration du modèle à deux périodes.
  - Il considère que le taux de xce sur la 1<sup>ère</sup> période va connaître une baisse linéaire jusqu'à la période de stabilité.
  - Le point de départ est D0.
- # aux autres modèles d'actualisation des dividendes : point de départ D1
- On suppose que le taux de Distribution des bénéfices et le kcp sont constants

$$V \text{ actions} = D_0 / (kcp - g) * [(1+g) + H * (g_a - g_n)]$$

H : coefficient linéaire = durée de la période initiale

G<sub>a</sub> : taux de xce 1<sup>ère</sup> p

G<sub>n</sub> : taux de xce p stable

## MODELE DE BATES

- On introduit deux paramètres supplémentaires dans le modèle DDM
  - Le nombre d'années **U** pendant lesquelles la xce des dividendes par action pourra se poursuivre au taux  $g$  prévu.
  - Le taux de xce nominal attendu pour l'économie tout entière **C**