

L'évaluation d'entreprises

“Crise des méthodes ou méthodes de crise ?”

Par Franck Ceddaha ¹

Devant la prise de conscience du risque de faillite des groupes surendettés, les analystes et investisseurs financiers ont « redécouvert » certaines notions dans leur analyse de la santé financière des entreprises. Parallèlement, la crise des sociétés d'Internet puis de télécommunications de ces dernières années ont conduit à reconsidérer l'emploi des méthodes de valorisation traditionnelles et ce d'autant plus que des hypothèses abusives ont été utilisées par certains évaluateurs. Dès lors, la crise des méthodes d'évaluation d'entreprises peut s'analyser sous deux formes : une crise conjoncturelle qui affecte les différentes méthodes et une crise plus structurelle au sein de chaque méthode.

Une crise conjoncturelle

Trois principaux facteurs sont venus affecter les méthodes d'évaluation d'entreprises : un manque de confiance dans les états financiers, le retour de l'analyse en liquidité et le problème des comptes consolidés et des flux de trésorerie.

Une méfiance devenue la règle

Au-delà des scandales et faillites aux Etats-Unis, les investisseurs financiers ont perdu confiance dans les états financiers des groupes cotés et la méfiance est devenue la règle. Les investisseurs ne se satisfont plus des comptes publiés pour mener leur analyse et sont devenus très attentifs à toute information susceptible d'avoir un impact sur la santé financière des entreprises. Il faut dire qu'après l'amiante de Saint Gobain, la « surprise » SCOR d'octobre 2002, et la facturation gonflée d'Ahold, les investisseurs ont tendance à raisonner à l'envers et à se dire : « où sont les risques ? » avant de se poser la question des perspectives de rentabilité, oubliant ainsi qu'il n'y a pas de rentabilité sans risque ! Du coup, les entreprises communiquent sur le thème « jusqu'ici, tout va bien » ce qui accroît encore davantage la circonspection des investisseurs... Il n'est que de voir

les derniers communiqués financiers de Marionnaud pour prendre la mesure de ce phénomène.

Une redécouverte de la notion de liquidité à court terme

Dans la foulée de la lente agonie du fonds de roulement qui posait le problème du choix entre le financement à plus d'un an et le financement à moins d'un an, on assiste à un retour d'un raisonnement en liquidité à très court terme sous la pression des agences de rating. Les investisseurs financiers s'interrogent de plus en plus sur la capacité de l'entreprise à faire face à ses échéances en évitant toute crise de liquidité. Dès lors, la structure de l'endettement par échéance et la capacité de l'entreprise à se refinancer est devenu un élément central de l'analyse financière. L'enjeu ici étant l'incidence d'un défaut de liquidité sur la valeur de l'entreprise, ce que les méthodes d'évaluation ne permettent pas d'apprécier... De même, la « dette nette » traditionnellement utilisée ces dernières années est remplacée par la dette brute par devise, et de plus en plus la dette latente. Mentionnons les passifs sociaux qui font l'objet de présentations plus détaillées, notamment dans les zones de régimes à prestations définies qui souffrent de la baisse des marchés.

Le problème des comptes consolidés et des flux de trésorerie au centre de l'évaluation d'une entreprise

Les analystes financiers ont pris conscience de la difficulté de rembourser la dette d'une maison mère avec les flux de trésorerie générés par des filiales contrôlées majoritairement mais pas à 100%. S'approprier le cash disponible d'une filiale revient à reverser proportionnellement le même montant aux actionnaires minoritaires, opération souvent trop coûteuse pour des groupes sur-endettés. Dès lors, des groupes qui possèdent des filiales disposant de forts

¹Membre du Directoire d' ABN AMRO Corporate Finance France, Membre de la SFAF. L'auteur remercie chaleureusement Christian Cabanne et Franck Godet pour leur contribution active à ses réflexions.

excédents de trésorerie ne réduisent pas automatiquement leur endettement consolidé. Ainsi, France Télécom, endettée de plus de 50 milliards d'euros dans ses comptes consolidés, ne peut bénéficier des 1.5 milliards d'euros de trésorerie dont dispose sa filiale Wanadoo qu'en versant 27.8% aux actionnaires minoritaires de cette filiale soit 430 millions d'euros...PPR a décidé de distribuer la trésorerie de Gucci après avoir progressivement atteint plus de 60% du capital.

On constate que les investisseurs ont tendance à réaliser qu'aucune des méthodes d'évaluation ne permet d'apprécier l'incidence de la liquidité sur la valeur et qu'elles reposent sur des agrégats consolidés qui ne reflètent qu'imparfaitement la réalité économique et juridique des sociétés.

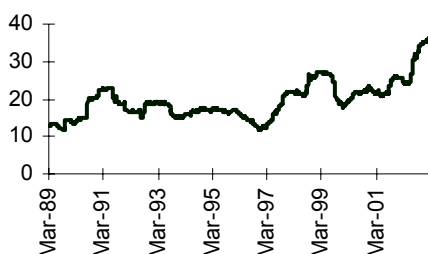
Une crise plus structurelle

Chacune des trois méthodes classiques d'évaluation d'entreprises : la méthode des multiples, la méthode des flux de trésorerie actualisés et la méthode patrimoniale, est en crise. Si leur fondement même n'est aucunement remis en question, il n'en demeure pas moins que leur application est devenue aujourd'hui plus délicate.

La méthode des multiples

La méthode des multiples consiste à évaluer une société sur la base d'un multiple de sa capacité bénéficiaire. Elle repose sur l'application aux soldes comptables de l'entreprise cible de multiples calculés à partir d'un échantillon d'entreprises comparables. Couramment utilisée par les praticiens, cette méthode est devenue délicate à appliquer, et ce, pour deux principales raisons. En premier lieu, la volatilité croissante des cours boursiers rend difficile l'appréciation de la valeur d'une entreprise. La fluctuation des capitalisations boursières des entreprises rend très difficile l'estimation d'un multiple de référence pertinent.

Volatilité du CAC 40 depuis 1988 (%)



En outre, les évaluateurs ont souvent appliqué ou privilégié un multiple dans leur raisonnement, même quand celui-ci n'était pas pertinent. Ainsi, le multiple du chiffre d'affaires, utilisé pour valoriser les sociétés Internet pour lesquelles les autres soldes étaient négatifs, a montré ses limites lors de l'éclatement de la bulle. De même, le multiple de l'excédent brut d'exploitation (EBITDA en simplifiant) est tenu comme responsable de la crise intervenue dans le secteur Télécom Media Technologie, plus connu sous le sigle TMT. Il a été banni dans certaines entreprises et du langage de la plupart des patrons. Son tort principal est d'ignorer ou plus précisément de normaliser l'amortissement des actifs, oubliant ainsi la réflexion sur la rentabilité de la base d'actifs. Les multiples de résultat d'exploitation avant ou après survaleur (EBIT ou EBITA) conceptuellement plus justes car reflétant la performance économique des entreprises sont malmenés par la politique de provisionnement, les frais de restructuration et les ajustements de juste valeur. Dès lors, leur application est rendue plus délicate dans les circonstances actuelles. Enfin, la baisse des marchés favorise le retour en grâce du PER, multiple affecté par la structure financière de l'entreprise qui a tendance à sous valoriser la dette et survaloriser les capitaux propres.

Cette mode des multiples successifs est dangereuse. La comparaison des multiples entre eux est source de réflexion sur la valeur et aucun enseignant sérieux ne recommanderait à ses étudiants de privilégier un seul multiple dans son analyse !

La méthode DCF

Rappelons que la méthode d'actualisation des flux de trésorerie (« discounted cash-flow », ou DCF) postule que la valeur d'un actif correspond à la valeur actuelle de ses flux de trésorerie futurs. Parmi les nombreux paramètres de ce modèle, certains ont un poids considérable sur la valeur obtenue (horizon prévisionnel, taux de croissance à l'infini et taux d'actualisation..) mais peuvent souvent conduire à des aberrations si les hypothèses retenues sont irréalistes. Ce qui a souvent été le cas en 1999 et en 2000. Ainsi, il était fréquent de constater ces dernières années des taux de croissance à l'infini supérieur à 4% et des valeurs finales constituant plus de 70% de la valeur d'entreprise. Rappelons que le taux de croissance à l'infini retenu dans cette méthode ne peut pas être supérieur au taux de croissance à long terme de l'économie de référence. Si l'on prend l'exemple de Wanadoo, les analystes ont moins péché sur les prévisions de croissance sur l'horizon explicite et le dépassement du point mort au cours de cette période

que sur le taux de croissance à l'infini (en général proche de 5% pour un taux d'actualisation de l'ordre de 9%), le tout conduisant à une part de la valeur finale de plus de...90%.

En second lieu, la faible visibilité actuelle incite les analystes à privilégier un horizon explicite de courte durée, la fin de l'exercice étant déjà difficile à prévoir. La parole est alors au flux normatif difficilement calculable dans un tel univers, mais central dans la valeur obtenue. Par conséquent, nombreux sont les analystes qui continuent de faire des prévisions à 2-3 ans mais ne mettent pas en avant la méthode DCF, mais plutôt la méthode des multiples pour bâtir des « sum-of-the-parts » peu convaincantes.

Enfin, le niveau actuel de la prime de risque (très élevé si l'en croit les séries longues d'Associés en Finance) aboutit à un coût des capitaux propres élevés et donc des valeurs faibles. Compte tenu du niveau du taux sans risque, cette prime de risque élevée semble refléter davantage la crise de confiance décrite précédemment qu'un changement fondamental sur la rémunération du risque d'actionnaire.

La méthode patrimoniale

Cette méthode consiste à réévaluer à leur valeur de marché les actifs et passifs de la société et de corriger les capitaux propres comptables des plus ou moins-values identifiées. A la somme des actifs réévalués, on retranche la somme des passifs exigibles réévalués pour obtenir une valeur corrigée des capitaux propres. Si cette méthode a souvent eu un champ d'application limité à certains types de sociétés, son emploi est aujourd'hui encore plus délicat. La valeur patrimoniale n'a de sens que si elle intègre les actifs incorporels de l'entreprise, qui sont particulièrement difficiles à estimer dans le contexte de la juste valeur :

goodwill, R&D, marques dont le poids dans le bilan des groupes français reste considérable. Au passif, l'évaluation des passifs latents tels que les provisions pour risques et charges est devenue problématique. Enfin, la fiscalité latente reste-t-elle aussi difficile à estimer. Par conséquent, cette méthode est souvent inapplicable, sauf aux sociétés foncières et aux sociétés holding. Elle était pourtant rassurante pour un grand nombre d'investisseurs qui pouvaient se dire « j'achète la book value, je ne prends pas trop de risques ! » Vivendi Universal ou France Télécom sont la pour nous rappeler que les capitaux propres agissent comme assurance en cas de pépins.

Conclusion

L'aboutissement logique de ces tendances inquiétantes est la recherche par les investisseurs d'une performance dite « décorée », fondée sur le rendement, ce qui permet d'éviter de se poser trop de question sur la dynamique de l'entreprise et ses perspectives de création de valeur. Le signal du dividende reprend ses droits, conformément à la théorie financière. Ainsi, le groupe Microsoft, opérant un complet revirement, a versé un dividende de 0.16 dollars par action le 7 mars dernier ...

Au-delà de cette logique du type « un tien vaut mieux que deux tu l'auras », il faut savoir raison garder et ne pas confondre les méthodes d'évaluation dont le fondement conceptuel reste plus que jamais pertinent et les hypothèses utilisées par les évaluateurs dont la fragilité est la caractéristique première. Enfin, on comprend mal que des investisseurs acceptent de prêter à trente ans des sommes considérables à certains groupes mais restent à l'écart du « papier action » jugé comme trop risqué. Faut-il parler de bulle obligataire ?