

MÉTHODES D'ÉVALUATION

VALEUR RÉSIDUELLE : TALON D'ACHILLE DES APPROCHES D'ACTUALISATION DES FLUX FUTURS ?



Tanguy Faroult

Chargé de mission,
direction contrôle
interne groupe
Groupama
Membre de la
Société française
d'évaluation

Alors que les valeurs de marché se dérobent, les méthodes d'évaluation fondées sur des plans d'affaires sont privilégiées pour déterminer la valeur recouvrable. Néanmoins, certains experts considèrent qu'il y a trop de permissivité dans le calcul des valeurs résiduelles, enlevant à la méthode une partie de sa crédibilité.

Les méthodes d'évaluation par actualisation des flux futurs (*discounted cash flow*) font l'objet d'un large consensus au sein de la communauté financière. Leur importance s'accroît lorsque la crise des marchés amène les entreprises à se détourner des méthodes analogiques (multiples de transaction ou de cours sur un échantillon de sociétés comparables) pour évaluer la valeur recouvrable de leurs actifs. Pour évaluer une entreprise bancaire ou d'assurance, qui appartient à un secteur à capital réglementé (référentiels Bâle et Solvency), la valeur correspondra à la somme des flux de dividendes distribuables, calculés à partir du résultat net comptable prospectif

après financement de la variation de la marge de solvabilité.

L'APPROCHE PAR LES FLUX FUTURS

Toute évaluation repose sur le triangle flux (combien et à quel moment?), risque (quel risque spécifique en sus du taux sans risque?) et durée (sur combien de temps?). L'horizon de vie d'une entreprise, et de sa performance mesurée par son aptitude à dégager un résultat comptable supérieur au coût du capital immobilisé, étant "non définie", la pratique d'évaluation vise donc à déterminer un horizon pour le plan d'affaires et à borner cette période explicite par une évaluation de valeur de revente en fin de dernière année.

La valeur de revente est alors évaluée en appliquant à un flux normé un multiple de sortie calculé à partir de la formule de Gordon Shapiro. En général, le flux normé sera le flux de dernière année du plan, dans la mesure où il correspondra à un "flux de croisière" et non à un flux de haut ou de bas de cycle (*encadré 1*). L'évaluation du prix de revente au terme de la période explicite sera actualisée avec le coefficient d'actualisation de la dernière année du plan, et ajouté au flux de dividende distribuable actualisé sur la période explicite pour calculer le prix de l'actif.

La valeur intrinsèque de l'entreprise

(*appraisal value*) sera alors obtenue en ajoutant à l'actif net réévalué à date de situation (*adjusted net assets value*) la valeur actuelle nette (*net present value*) calculée comme la différence entre le prix de l'actif (somme de ses flux futurs actualisés) et le capital réglementaire à immobiliser en ouverture. Ce capital constituera le "prix à payer" pour devenir propriétaire de l'actif et de son flux.

LA MÉTHODE SENSE AND SENSITIVITY

Cette approche de la valeur d'utilité par les *discounted cash flow* (DCF), qui est en parfaite cohérence avec la théorie financière, apporte un avantage énorme par rapport aux évaluations fondées sur les comparables. Le plan d'affaires et le réalisme de ses hypothèses peuvent être analysés en hypothèse centrale et en sensibilité. Le besoin de capital nécessaire, qui va conditionner l'échéancier de flux, peut également être vérifié par rapport au contexte réglementaire local pesant sur les modalités d'évaluation et de distribution du résultat. Dans les dossiers de fusions et acquisitions, les plans d'affaires d'audit préalable constituent la première feuille de route pour l'intégration post-acquisition et permettent l'identification des actions prioritaires à engager et des risques majeurs pouvant affecter la

valeur du fonds de commerce.

À cette étape de l'analyse (résultat comptable prévu et besoin de capital aux normes locales), le taux de rentabilité interne de la période explicite fournit un indicateur essentiel à l'analyse de la performance par segment, ou à l'impact des changements d'hypothèses opérationnelles (résultat comptable et besoin de capital sur la base du risque) d'un exercice d'évaluation à l'autre.

Enfin, le taux d'actualisation déterminera, par son positionnement par rapport au taux de rentabilité interne, la création de valeur sur la période explicite. Il peut également être apprécié par rapport à des référentiels externes (taux de l'actif sans risque, prime de risque, bêta). Le calcul de la valeur à terminaison (ou résiduelle) se trouve particulièrement encadrée dans la mesure où le flux normé retenu est celui de la dernière année du plan.

CRITIQUES DE LA MÉTHODE

Malgré les garanties apportées par la méthodologie, nombre d'évaluations par actualisation des flux futurs sont critiquées par le poids trop important de la valeur terminale et sa volatilité excessive aux changements du taux de croissance à long terme et du taux d'actualisation. La DCF devient pour certains observateurs "Dis-moi Ce qu'il te Faut" et son caractère discrétionnaire limiterait son utilité tant dans les dossiers de fusion acquisition (détection d'un risque trop fort pour l'acheteur lorsque le prix du marché excède largement les espérances de flux futurs) que dans les tests de dépréciation (justification annuelle des incorporels inscrits au bilan).

Ces critiques sont parfaitement justifiées. L'Autorité des marchés financiers (AMF) dans le rapport Naulot (avril 2005 – conclusions du groupe de travail sur l'expertise financière indépendante) recommande que

1. VALEUR DE REVENTE

L'application de la formule de Gordon Shapiro

■ La formule de Gordon Shapiro est simple et repose sur deux paramètres : taux de croissance du flux à long terme (g = taux de croissance à l'infini) et taux d'actualisation (k = coût du capital). Le produit du flux normé par le multiple $(1+g)/(k-g)$ donnera l'évaluation du prix de revente au terme de la période explicite.

soient "présentées de manière détaillée les hypothèses utilisées pour le calcul de la valeur terminale", tout en insistant sur le caractère normatif du flux retenu pour le calcul de la valeur terminale. Le rapport précise également que le taux de croissance long terme doit être inférieur au taux de croissance de l'économie et que "le plan d'affaires doit couvrir une période suffisante afin de réduire le poids de la valeur terminale dans la valeur totale".

LES QUATRE PILIERS DE LA SAGESSE

Pourtant, l'évaluateur n'est pas démuné pour effectuer une analyse critique d'un DCF proposé par exemple par un vendeur dans le cadre d'une acquisition (*vendor's due diligence*), ou pour attester de la rigueur et du professionnalisme de sa propre démarche d'évaluation.

Les diligences qu'il peut effectuer

“Le plan d'affaires et le réalisme des hypothèses de l'approche de la valeur d'utilité par les « discounted cash flow » peuvent être analysés en hypothèse centrale et en sensibilité.”

tourner autour de quatre thèmes : attestation du caractère réaliste du flux normé, appréciation du multiple de sortie, appréciation du taux de croissance à long terme et vérification de l'évaluation globale.

L'ATTESTATION DU RÉALISME DU FLUX NORMÉ

Le flux de dernière année du plan pourra être considéré comme un "flux normé" si la période explicite est suffisante pour atteindre un "flux de remontée de dividende de croisière". Cette période pourra être de 3 ans sur un marché mature comme de 10 ans sur un marché émergent où l'entreprise mettra plusieurs années avant de dégager un niveau de résultat récurrent suffisant pour financer la forte croissance de son activité et de son besoin de capital réglementaire. Pour certains financiers, il ne serait pas raisonnable d'aller au-delà d'une période explicite de 5 à 10 ans puisqu'il n'apparaît pas raisonnable d'investir dans des entreprises nécessitant des recapitalisations externes au-delà d'une telle période.

Le flux de dernière année, s'il constitue le flux normé, devra être apprécié sous forme de taux de rentabilité des capitaux propres immobilisés (RoCe : Return On capital Employed) et comparé au taux d'actualisation (encadré 2).

LE CONTRÔLE DU MULTIPLE DE SORTIE

Le multiple de sortie est particulièrement sensible au pincement du dénominateur (taux d'actualisation moins taux de croissance long terme). Un moyen de tester la valeur de revente à terminaison est de rapprocher son évaluation nominale d'année n aux agrégats du plan d'affaires n pour tirer les trois ratios majeurs : valeur terminale sur résultat (*price earning*), valeur terminale sur capital nécessaire, valeur terminale/chiffre d'affaires. Dans le cadre de

«Un écart négatif lors d'une acquisition (prix de marché supérieur aux espérances de gain) doit amener à s'interroger sur les niveaux de prix demandés par le vendeur (irrationalité? avantages compétitifs spécifiques? synergies?)»

marchés émergents, ces ratios ne devront pas être appréciés par rapport aux comparables actuels de ces marchés, mais par rapport à ce que deviendront probablement ces marchés dans 5 à 10 ans par analogie avec la situation actuelle de marchés plus avancés.

LE CONTRÔLE DU TAUX DE CROISSANCE À LONG TERME

Le taux de croissance à long terme se trouve de fait moins limité par le taux d'actualisation que par le taux de croissance à long terme d'une économie. Comme une économie de coût, aussi petite soit elle, ne peut progresser à un rythme plus rapide que la base à laquelle elle s'applique sauf à voir la partie devenir un jour plus grosse que le tout, le flux à long terme est bridé par la croissance de la richesse. Cette limite ne s'applique pas à la période explicite où le flux peut progresser sur le plan d'affaires (40 % sur les 10 ans du plan), à un rythme bien supérieur au taux d'actualisation retenu (20 %). En revanche à terminaison, si l'économie nationale progresse de 10 % par an, le flux ne pourra progresser de manière plus rapide. La contrainte est même potentiellement plus lourde, puisque si l'économie mondiale progresse à long terme de 5 %, le flux de l'entreprise ne pourra progresser au-delà de ce dernier chiffre. De

40 % sur le dernier flux de période explicite à 5 % en 11^e année, la décelération est brutale... C'est pourquoi sur ce type d'évaluation des calculs de valeur terminale "multiphasée" (des paliers de 5 à 10 ans après la période explicite font converger par étape les taux) corrigent ce biais avec une plus grande économie de moyens que le chiffrage de plans d'affaires détaillés sur des périodes explicites allant bien au-delà de 10 ans.

LE CONTRÔLE GLOBAL DE L'ÉVALUATION

Enfin, même si la généralisation des approches en DCF a constitué un progrès important dans les pratiques d'évaluation; il conviendra de rapprocher la valorisation ainsi obtenue (valeur intrinsèque= actif net réévalué à date de situation + valeur actuelle nette) aux comparables de transactions ou boursiers.

Une valeur d'utilité, dans la mesure où elle repose sur des hypothèses réalistes, excédant le prix demandé par le vendeur, même dans le cas de scénarios moins favorables, est le signe d'une acquisition *a priori* créatrice de valeur et sans danger immédiat de dépréciation.

Un écart négatif (le prix de marché est supérieur aux espérances de gain) aura des conséquences différentes suivant que l'on est dans le contexte d'une acquisition (la société souhaite acquérir l'actif) ou d'un test de dépréciation (la société est déjà propriétaire de l'actif). Un écart négatif lors d'une acquisition doit amener à s'interroger sur les niveaux de prix demandés par le vendeur ou offerts par les concurrents (irrationalité? avantages compétitifs spécifiques? synergies?). Dans le cadre des tests de dépréciations, la norme IAS 36 définit la valeur recouvrable comme le montant le plus élevé entre la juste valeur (prix de marché) et la valeur d'utilité (valeur actuelle des flux de trésorerie futurs). Il n'y a pas à jus-

2. COMPARAISON

Taux de rentabilité des capitaux propres immobilisés et taux d'actualisation

■ Si le taux d'actualisation retenu est de 10 %, un flux normé correspondant à un résultat comptable de 15 M€ n'a pas la même signification si le capital immobilisé est de 100 M€ (RoCE= 15 %) ou de 50 M€ (RoCE= 30 %). Dans le deuxième cas l'entreprise supposera maintenir ou faire croître à long terme un différentiel de 20 points avec le taux de rentabilité "normal" exigé par le marché; une telle situation doit amener à s'interroger sur la nature des avantages compétitifs (brevets, secrets de fabrication, qualité des équipes, barrières à l'entrée...) et de leur pérennité à long terme. Dans le cas où le "surprofit" apparaîtrait excessif, il conviendrait de le brider d'entrée où le faire converger à terme (*cash flow fading*) vers un niveau plus raisonnable.

tifier de l'autre valeur si le test passe avec au moins une des deux approches. Si la valeur dans les comptes est justifiée par le prix de revente du moment, il n'y a pas de dépréciation à constater; mais l'entreprise est bien à risque si la baisse des prix de marché l'amène à revenir vers une valeur d'utilité insuffisante.

UNE DÉMARCHÉ RATIONNELLE ET RIGOUREUSE

La maîtrise des risques sur croissance externe, puis des risques de dépréciation des incorporels inscrits au bilan, est un sujet majeur pour nombre de groupes dans leur relation avec leurs actionnaires et le marché. Dans ce contexte, les méthodes intrinsèques, parce qu'elles s'appuient sur les performances attendues dans la durée, apportent en recoupement avec les évaluations par comparables, un référentiel solide et cohérent. Les évaluations de valeur résiduelles peuvent et doivent être mises sous contrôle pour ne pas constituer le maillon faible d'une démarche rationnelle et rigoureuse absolument indispensable à la communauté financière tant pour aborder d'une manière rationnelle la croissance qu'externe que d'être à même ensuite, même dans un contexte de forte volatilité des marchés, de justifier par une vision à long terme du maintien de la valeur de ses incorporels au bilan. ■