

# Les différentes méthodes d'évaluation

Prof. Dr. Tom Vanacker  
Université de Gand



## Aperçu

1. Malentendus sur l'évaluation
2. L'évaluation en pratique
3. Méthodes d'évaluation : comparaison et quelques points d'attention

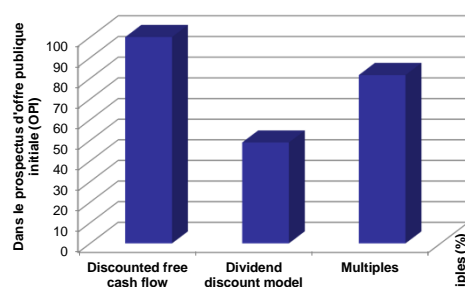


## Malentendus sur l'évaluation

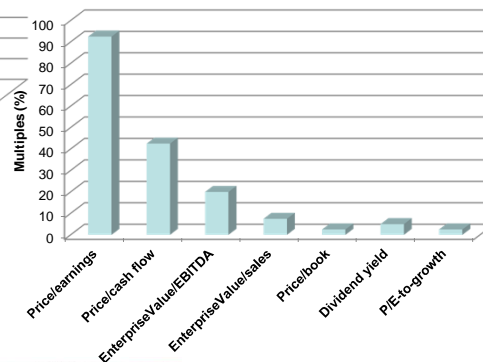
- **Mythe 1** : Un exercice d'évaluation est une recherche objective de la « vraie » valeur
  - Principe de la focalisation sur le sujet
  - Chaque évaluation est biaisée
- **Mythe 2** : Une grande incertitude diminue (enlève) le sens d'une évaluation
  - Principe de la focalisation sur l'avenir
  - L'évaluation est toutefois plus pertinente en cas d'incertitude



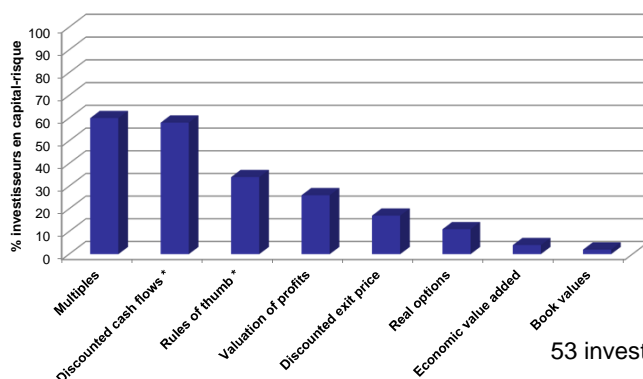
## L'évaluation en pratique : Introductions en bourse



49 OPI's sur Euronext Bruxelles  
Les banques utilisent *au moins* deux techniques



## L'évaluation en pratique : Investissements en capital-risque



53 investisseurs en capital-risque  
utilisent en moyenne 2.9 techniques  
15% utilisent une technique

## Méthodes d'évaluation

Méthodes comptables	Méthodes comparatives	Actualisation des flux de trésorerie	Approche des options réelles
• Valeur intrinsèque	• Ratio cours/bénéfice	• Flux de trésorerie disponibles pour compenser le patrimoine total (FCFF)	• Arbres de décision ( <i>decision trees</i> )
• Valeur de liquidation	• Transactions privées récentes	• Flux de trésorerie disponibles pour compenser les fonds propres (FCFE)	• Modèle d'évaluation Black-Scholes
		• Valeur actuelle ajustée (VAA)	

# Méthodes d'évaluation



Méthodes comptables	Méthodes comparatives	Actualisation des flux de trésorerie	Approche des options réelles
• Valeur intrinsèque	• Ratio cours/bénéfice	• Flux de trésorerie disponibles pour compenser le patrimoine total (FCFF)	• Arbres de décision ( <i>decision trees</i> )
• Valeur de liquidation	• Transactions privées récentes	• Flux de trésorerie disponibles pour compenser les fonds propres (FCFE)	• Modèle d'évaluation Black-Scholes
		• Valeur actuelle ajustée (VAA)	



## Méthodes comparatives : Multiples

L'entreprise à évaluer (P ?)

Vente (V)  
Bénéfices (B)  
...

**Étape 1 :**  
Cherchez des entreprises comparables

Prix (P)  
Vente (V)  
Bénéfices (B)  
...

**Étape 3 :** Appliquez un multiple (multiples des fonds propres ou de valeur d'entreprise)

P/B, P/V, etc.

**Étape 2 :** Normalisez ; calculez un multiple approprié



## Multiples

- La méthode appliquée est adéquate si :
  - les entreprises comparables sont tout à fait comparables à l'entreprise à évaluer, tant du point de vue opérationnel que financier ;
  - l'évaluation des entreprises comparables est adéquate.
- Problème : ces conditions ne sont jamais respectées en pratique.

## Multiples

AVANTAGES	DESAVANTAGES
• Rapide	• Statique
• Facile à comprendre	• Des entreprises comparables sont difficiles à trouver
• Reflets des conditions actuelles du marché	• Les surévaluations d'entreprises comparables sont reprises dans sa propre analyse des évaluations
	• Les paramètres d'évaluation (flux de trésorerie, risque, croissance) ne sont pas explicitement intégrés dans l'analyse

## Méthode supérieure : Flux de trésorerie actualisé

$$\text{Valeur de l'actif} = \frac{E(CF1)}{(1+r)} + \frac{E(CF2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF3)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{E(CFn)}{(1+r)^n}$$

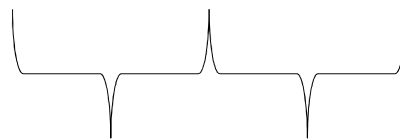
1. S'« il » n'a pas d'incidence sur les flux de trésorerie ou le risque, « il » ne peut pas modifier la valeur de l'actif.
2. Les flux de trésorerie estimés doivent être positifs à un certain moment pour qu'un actif aie de la valeur.
3. Les actifs qui génèrent des flux de trésorerie plus rapidement vaudront plus que les actifs qui génèrent des flux de trésorerie plus tard ; ce dernier groupe peut toutefois compenser cela par des flux de trésorerie plus élevés et une croissance plus rapide.



FACULTEIT ECONOMIE EN BEDRIJFSKUNDE

## Flux de trésorerie actualisé

$$\text{Valeur de l'actif} = \sum_{t=1}^c \frac{E(CFt)}{(1+r)^t} + \frac{\text{Continuing value}_c}{(1+r)^c}$$



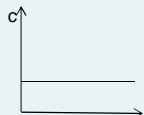
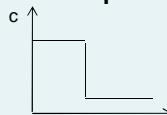
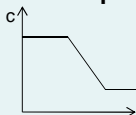
Période de projection      Valeur de la continuité  
d'exploitation  
(croissance constante)

$$\text{Continuing value}_c = \frac{E(CFc) * (1 + c)}{r - c}$$



FACULTEIT ECONOMIE EN BEDRIJFSKUNDE

## Flux de trésorerie actualisé (DCF)

	DCF des fonds propres	DCF de l'entreprise	
Flux de trésorerie :	<b>FCFE</b> Flux de trésorerie disponibles attribuables aux fonds propres	<b>FCFF</b> Flux de trésorerie disponibles attribuables aux fonds propres et fonds étrangers	
Taux d'actualisation :	<b>Coût des fonds propres</b>  <u>Base</u> : des investissements plus risqués impliquent un coût plus élevé des fonds propres <u>Modèle</u> : CAPM : taux d'intérêt sans risque + bêta * (prime de risque)	<b>Coût moyen pondéré du capital (CMPC)</b> $CMPC = k_e * (E/(D+E)) + k_d * (D/(D+E))$ $k_d = \text{Coût de la dette } (1-t)$ E, D : valeur de marché E et D	
Profil de croissance :	<b>Croissance stable</b> 	<b>en 2 étapes</b> 	<b>en 3 étapes</b> 

## Taux de croissance

Année	FCFF	Taux de croissance
2000	1.80	
2001	6.40	255.56%
2002	19.30	201.56%
2003	41.20	113.47%
2004	78.00	89.32%
2005	97.70	25.26%
2006	122.30	25.18%

- **Moyenne géométrique = 102%**

## Valeur actuelle ajustée (VAA)

<b>Valeur de l'entreprise</b>	
<b>=</b>	
<b>Valeur pure des opérations</b>	FCFF actualisés au coût des fonds propres <i>comme si l'entreprise est 100% financée par fonds propres</i>
<b>+</b>	
<b>Effets secondaires financiers</b>	Valeur actuelle de l'avantage fiscal sur les intérêts payés, les subventions, les garanties financières, les frais d'émission, les coûts de faillite, etc.

## En résumé

- Il n'existe pas d'évaluation objective. Acceptez l'incertitude
- Quatre catégories de base de techniques d'évaluation  
Utilisez différentes techniques d'évaluation mais pas aléatoirement.
- Méthode supérieure : modèles DCF
  - Concordance entre les flux de trésorerie adéquats et le taux d'actualisation approprié
  - Taux d'actualisation variables au fil du temps
  - Attention à la valeur de la continuité d'exploitation (taux de croissance).