

Création de valeur économique et création de valeur actionnariale, même combat

FCFF, EVA, FCFE, SVA... toutes les méthodologies de valorisation par actualisation donnent un résultat identique, pour peu qu'elles soient appliquées avec des hypothèses cohérentes.

Certains évaluateurs opposent, à tort, les méthodologies de valorisation par l'actualisation du flux économique (*free cash flow to firm*, FCFF) et de la rente économique (*economic value added*, EVA). Lorsque ces méthodologies sont appliquées avec rigueur, c'est-à-dire avec des hypothèses cohérentes, elles donnent un résultat identique. Il en va de même dans les méthodologies d'actualisation du flux actionnarial (*free cash flow to equity*, FCFE) et de la rente actionnariale (*shareholder value added*, SVA), la dernière étant plus particulièrement adaptée pour l'évaluation des établissements bancaires dont le niveau des capitaux propres est réglementé.

La valeur naît de la confrontation entre rentabilité et risque : il y a création de valeur uniquement quand la rentabilité est supérieure au risque.

ACTUALISATION DU FLUX ÉCONOMIQUE (FCFF)

Le célèbre modèle d'évaluation DCF (*discounted cash flows*) consiste à actualiser une série de flux de trésorerie disponible, décrits sous l'acronyme anglo-saxon de FCFF (*free cash flow to firm*), que nous appellerons flux économiques.

Le flux économique est le résultat opérationnel de l'exercice (ROP_n) après impôt normatif des sociétés (IS), augmenté des amortissements et provisions d'exploitation (DAP_n) et diminué de la variation du besoin en fonds de roulement (ΔBFR_n) et des investissements incorporels, corporels et financiers de l'année ($Capex_n$). Le résultat opérationnel après impôt s'appelle résultat économique – Nopat chez les Anglo-Saxons (*net operating profit after tax*). En d'autres termes, le flux économique n'est rien d'autre que le résultat économique, amputé de la croissance de l'actif économique comptable sur l'exercice (ΔAE_{n-1}). L'actif économique comptable (AE) étant la somme de tous les actifs immobilisés (AI = incorporels, corporels, financiers) et du besoin en fonds de roulement (BFR), soit le total des capitaux engagés dans une activité.

Ces flux économiques sont actualisés au coût du capital économique, mieux connu sous le nom de Wacc (*weighted average cost of capital*), qui est le coût moyen pondéré exigé par les bailleurs de fonds, actionnaires et créanciers, à la date de l'évaluation. La pondération se fait par itération en valeur

intrinsèque des capitaux propres (VCP) et de l'endettement financier net (VD), et non pas en montants comptables. Le coût des capitaux propres (Kcp) et le coût de l'endettement financier net (Kd) s'établissent à l'aide du modèle d'équilibre des actifs financiers (Medaf).

Le Wacc doit refléter l'intégralité du risque afférent aux flux économiques, à savoir la somme du risque économique et du risque financier de l'entreprise. Le risque économique proprement dit est induit par le poids des charges fixes par rapport aux charges variables dans la composition des charges d'exploitation de l'entreprise (Opex) : plus les charges fixes sont importantes, plus l'atteinte du seuil de rentabilité opérationnelle – donc, le dépassement du point mort d'exploitation pure (*operating breakeven*) – est difficile et plus le risque économique est élevé.

Le risque financier est fonction, quant à lui, du poids de l'endettement financier net (VD) par rapport aux capitaux propres comptables (CP) dans la structure de financement de l'entreprise : plus l'endettement financier net (VD) est élevé, plus l'atteinte du seuil de rentabilité – désormais financière – est délicate à cause du coût résiduel persistant après bouclier fiscal de l'endettement financier net qui augmente à la fois les charges fixes du compte de résultat (intérêts contractuels) et celles du tableau de flux (échéances de remboursements contractuels de l'endettement). Du coup, le risque d'insolvabilité est plus élevé. ▶

Le risque économique est induit par le poids des charges fixes par rapport aux charges variables : plus les charges fixes sont importantes, plus l'atteinte du seuil de rentabilité opérationnelle est difficile et plus le risque économique est élevé.



**CHRISTOPHE
J. NIJDAM,
MEMBRE DE LA
SFAF, MAÎTRE
DE CONFÉRENCES
À SCIENCES
PO PARIS**

a débuté sa carrière au Crédit Lyonnais New York comme analyste financier, il est entré au CCF en tant que sous-directeur des marchés des capitaux et Swap. En 1989, il rejoint le Crédit du Nord New York comme directeur général États-Unis avant d'intégrer en 1992 l'équipe du Nouvel Economiste. En 1994, il crée CapitalAction dont il est associé-gérant. Aujourd'hui il est également membre de l'AACIF (association des analystes-conseillers en investissements financiers) et de la SFEV (société française de l'évaluation).

- Le DCF donne la valeur intrinsèque de l'actif économique (VAE_n), plus communément appelée valeur d'entreprise (VE), dont il convient de retrancher l'endettement financier net (VD) pour obtenir la valeur intrinsèque des capitaux propres (VCP).

ACTUALISATION DE LA RENTE ÉCONOMIQUES (EVA)

L'EVA (*economic value added*) mesure la création de valeur économique sur une année. Elle consiste à retrancher de la rentabilité économique (Roce, *return on capital employed*) le coût du capital économique (Wacc) et à appliquer ce différentiel de rente économique à la taille de l'actif économique comptable de départ (AE_{n-1}).

Le Roce est le résultat économique de l'exercice ($Nopat_n$) rapporté à la taille de l'actif économique comptable de départ (AE_{n-1}).

Quand la rentabilité économique (Roce) est supérieure au coût du capital économique (Wacc), il y a création de valeur économique (EVA). À l'inverse, il y a destruction de valeur économique.

L'actualisation des EVA au coût du capital économique (Wacc), ajoutée à l'actif économique comptable du début de l'exercice (AE_{n-1}), nous donne également la valeur intrinsèque de l'actif économique (VAE_n). En retranchant de cette valeur d'entreprise (VE) l'endettement financier net (VD), on obtient la valeur intrinsèque des capitaux propres (VCP), qui doit rationnellement être identique à celle obtenue par les FCFF.

Le FCFF prend un flux complet sécrété par l'actif économique, l'EVA mesure un différentiel à partir du même actif économique.

ACTUALISATION DU FLUX ACTIONNARIAL (FCFE)

Le DCF peut aussi s'appliquer à des flux actionnaires, dénommés FCFE (*free cash flow to equity*). Le flux de trésorerie disponible pour l'actionnaire est le résultat net de l'exercice (RN_n), augmenté des amortissements et provisions d'exploitation (DAP_n) et diminué de la variation du besoin en fonds de roulement (ΔBFR_n) et des investissements incorporels, corporels et financiers de l'année ($Capex_n$), multipliés par le rapport des capitaux propres comptables de début d'année (CP_{n-1}) sur la taille de l'actif économique comptable de départ (AE_{n-1}).

En d'autres termes, à structure de financement inchangée, le flux actionnaire n'est rien d'autre que le résultat net, amputé de la part de la croissance de l'actif économique financée par des capitaux propres comptables sur l'exercice (ΔCP_{n-1}). Pour être cohérent, les flux actionnaires sont actualisés au coût des capitaux propres (Kcp), établi avec le Medaf à la date de l'évaluation.

Le DCF appliqué aux flux actionnaires donne directement la valeur intrinsèque des capitaux propres (VCP), qui doit logiquement être égale à celles établies indirectement à partir des FCFF et des EVA.

ACTUALISATION DE LA RENTE ACTIONNAIRE (SVA)

La SVA (*shareholder value added*) mesure la création de valeur actionnaire sur une année. Elle consiste à retrancher de la rentabilité des capitaux propres comptables (ROE, *return on equity*) le coût des capitaux propres (Kcp) et à appliquer ce différentiel de rente actionnaire à la taille des capitaux propres comptables d'ouverture (CP_{n-1}).

Le ROE est le résultat net de l'année (RN_n) rapporté à la taille des capitaux propres comptables du début d'exercice (CP_{n-1}). Quand la rentabilité actionnaire (ROE) est supérieure au coût des capitaux propres (Kcp), il y a création de valeur actionnaire (SVA). À l'inverse, il y a destruction de valeur actionnaire.

L'actualisation des SVA au coût cohérent des capitaux propres (Kcp), ajoutée aux capitaux propres comptables de départ (CP_{n-1}), nous donne directement la valeur intrinsèque des capitaux propres (VCP), qui doit, en toute rigueur, être aussi similaire à celles obtenues par les FCFF, les EVA et les FCFE.

Le FCFE prend un flux complet sécrété par les capitaux propres, la SVA mesure un différentiel à partir des mêmes capitaux propres.

ÉGALITÉ DES QUATRE APPROCHES D'ACTUALISATION

Prenons, dans un but pédagogique, la valeur intrinsèque d'une rente à l'infini à taux de croissance constant (g) et illustrons par quelques chiffres.

Rente à l'infini à croissance constante (g) :

valeur = [revenu $\times (1 + g)$] / (taux $- g$) avec deux conditions de cohérence pour g :

$$g = - (DAP_n - \Delta BFR_n - Capex_n) / AE_{n-1} = \Delta AE_{n-1} / AE_{n-1}$$

$g \leq$ taux de croissance à long terme de l'économie

- rentabilité économique = ROCE = 12 %
- coût du capital économique = WACC = 10% (avec coût endettement financier net de 5,7% après IS à 30%)
- actif économique comptable de début d'exercice = $AE_{n-1} = 100$
- rentabilité des capitaux propres = ROE = 21,5%
- coût des capitaux propres = Kcp = 14%
- capitaux propres comptables de début d'exercice = $CP_{n-1} = 40$
- endettement financier net = VD = 60
- taux de croissance constant à l'infini = $g = 2\%$

On peut dès lors écrire les formules des valeurs d'entreprise (VE) des FCFF, EVA, FCFE et SVA comme ci-dessous :

- VE FCFF = $[(ROCE \times AE_{n-1}) - (g \times AE_{n-1})] / (WACC - g)$
- VE FCFF = $[(12\% \times 100) - (2\% \times 100)] / (10\% - 2\%) = 10 / 8\% = 125$
- VE EVA = $[(ROCE \times AE_{n-1}) - (WACC \times AE_{n-1})] / (WACC - g) + AE_{n-1}$
- VE EVA = $[(12\% \times 100) - (10\% \times 100)] / (10\% - 2\%) + 100 = (2 / 8\%) + 100 = 125$
- VE FCFE = $[(ROE \times CP_{n-1}) - (g \times CP_{n-1})] / (Kcp - g) + VD$
- VE FCFE = $[(21,5\% \times 40) - (2\% \times 40)] / (14\% - 2\%) = (7,8 / 12\%) + 60 = 125$
- VE SVA = $[(ROE \times CP_{n-1}) - (Kcp \times CP_{n-1})] / (Kcp - g) + CP_{n-1} + VD$
- VE SVA = $[(21,5\% \times 40) - (14\% \times 40)] / (14\% - 2\%) + 40 + 60 = (3 / 12\%) + 40 + 60 = 125$

On note, de façon subsidiaire, que la différence entre la valeur intrinsèque de l'actif économique (VAE_n) et l'actif économique comptable de départ (AE_{n-1}) représente la somme des créations de valeur prospectives, qu'elles soient de nature économique (EVA) ou actionnaire (SVA), actualisées au taux cohérent avec le flux (Wacc pour l'EVA, Kcp pour la SVA). La valeur de l'endettement financier net (VD) étant de nature « fixe » (car contractuelle), le solde résiduel – qu'on assimile à la MVA (*market value added*) quand l'entreprise est cotée en bourse – correspond à la survaleur extériorisée (goodwill, GW) dans le traitement comptable des fusions-acquisitions (nonobstant l'application formelle de la règle comptable internationale IFRS 3⁽¹⁾).

- $VE - AE_{n-1} = VCP - CP_{n-1} = GW = MVA$
- $MVA = EVA_n / (WACC - g) = SVA_n / (Kcp - g)$

ce qui donne, pour l'illustration précédente :

$$GW = MVA = 125 - 100 = 65 - 40 = 2 / 8\% = 3 / 12\% = 25$$

VALORISATION DIRECTE DES CAPITAUX PROPRES D'UN ÉTABLISSEMENT BANCAIRE (VCP)

Pour valoriser une société industrielle ou commerciale, les professionnels privilégient l'approche par la valeur d'entreprise (VE), la valeur des capitaux propres (VCP) étant obtenue indirectement après déduction de l'endettement financier net (VD). Pour évaluer un établissement bancaire, il convient au contraire de valoriser directement ces capitaux propres (VCP). En effet, l'endettement financier net (VD) d'une banque est inhérent à son activité d'intermédiation et de transformation : c'est, en quelque sorte, sa matière première. Elle représente les ressources que l'établissement bancaire prête à ses clients, qui sont à la base de son chiffre d'affaires (produit net bancaire). De plus, les fonds propres d'une banque doivent respecter un niveau minimum réglementaire (Bâle I, suivi de Bâle II en 2008), leur conférant une valeur stratégique essentielle.

Le PBR (Price to Book ratio) trouve toute sa pertinence dans le secteur bancaire.

Dans ce contexte sectoriel spécifique, la méthodologie par l'actualisation de la rente actionnaire (SVA) est particulièrement adaptée aux établissements bancaires. Enfin, on notera que lorsqu'on rapporte la valeur intrinsèque des capitaux propres (VCP), établie à l'aide des SVA, aux capitaux propres comptables d'ouverture (CP_{n-1}), on obtient le PBR (*price to book ratio*), ratio d'évaluation qui trouve toute sa pertinence dans le secteur bancaire.

CRÉATION DE VALEUR, MARKET VALUE ADDED (MVA) ET PRICE TO BOOK RATIO (PBR)

La formule d'évaluation intrinsèque des capitaux propres par actualisation des SVA peut aussi s'écrire ainsi :

- $VCP \text{ SVA} = CP_{n-1} \times [(ROE - g) / (Kcp - g)]$
- $VCP / CP_{n-1} = [(ROE - g) / (Kcp - g)] = PBR$

ce qui donne, pour l'illustration précédente :

$$PBR = 65 / 40 = (21,5\% - 2\%) / (14\% - 2\%) = 1,625$$

Ainsi, plus une entreprise crée de la valeur actionnaire, plus son PBR est élevé. Et plus cette création de valeur sera en croissance, plus le PBR sera fort. Autrement dit, le PBR n'est qu'une autre forme d'expression de la MVA, reflet de la croissance rentable⁽²⁾. ■

Pour consulter ce texte dans son intégralité : www.sfaf.com rubrique « archives ».

(1) Qui impose l'estimation de tous les actifs acquis à leur « juste valeur » (*fair value*), laissant sous cette appellation de « survaleur » – stricto sensu – uniquement le solde des actifs non réévalués ou non évaluables.

(2) Ce postulat ne tenant que sous la contrainte – bien évidemment – que le cours de bourse d'une entreprise cotée reflète à tout moment les anticipations de création de valeur à venir.