

CONTRÔLER LA PERTINENCE D'UN ÉCHANTILLON

PAR CHRISTOPHE J. NIJDAM, ASSOCIÉ GÉRANT DE CAPITALACTION ET MAÎTRE DE CONFÉRENCES À SCIENCES PO PARIS



Christophe J. Nijdam, après une carrière au Crédit Lyonnais New York comme analyste financier, est entré au CCF en tant que sous-directeur pour les 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, enseignant en parallèle la corporate finance en tant que maître de conférences à l'IEP Paris.

MÉTIER

Alors que l'évaluation d'entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie disponible est sensible aux taux d'actualisation et de croissance à l'infini, et à l'horizon des prévisions, l'évaluation par les comparables boursiers laisse place, quant à elle, à la subjectivité dans le choix de l'échantillon et des multiples à appliquer. Christophe J. Nijdam propose des pistes pour contrôler la pertinence de cet échantillon, à partir d'une formule. Une formule dérivée du modèle de Gordon Shapiro permet d'établir la relation entre flux de trésorerie et multiples pour juger ainsi de la pertinence des entreprises composant l'échantillon. L'addition d'une variable discriminante, comme le taux de croissance comparé au multiple de capitalisation du bénéfice (PER) en fait office dans le cadre du PEG, permet aussi d'améliorer la sélection de l'échantillon.

Évaluer une entreprise est plus un art exigeant qu'une science exacte.

L'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF) demeure cependant la méthode d'évaluation réputée la plus rigoureuse, car c'est la seule qui intègre pleinement le modèle économique propre à l'entreprise étudiée, sa viabilité, ses besoins de financement et l'opinion du

marché reflétée par le taux d'actualisation. Elle est notamment reconnue comme étant de qualité supérieure à la méthodologie des comparables boursiers car, même si la bourse venait à disparaître, l'approche DCF permet, tout du moins en théorie, de déterminer la valeur de n'importe quel actif économique pour des bailleurs de fonds dits rationnels, qu'ils soient apporteurs de fonds propres ou pourvoyeurs de dettes financières. Le DCF confère ainsi une évaluation de type intrinsèque, (relativement) indépendante des facteurs extérieurs comme, par exemple, la conjoncture des marchés financiers.

Les analystes connaissent aussi les limites du DCF. S'il permet de confronter rationnellement les hypothèses de l'acheteur et du vendeur, le DCF procure une évaluation lourde à mettre en œuvre, et surtout sensible aux montants absolus

des flux de trésorerie (et donc aux hypothèses clés d'exploitation), au taux d'actualisation (le coût moyen pondéré du capital), à l'horizon des prévisions et au taux de croissance à l'infini retenus. Toutes choses étant égales par ailleurs, plus les flux sont importants, plus la valeur actuelle est élevée. Plus le taux d'actualisation est faible, plus la valeur est élevée. Plus la durée des prévisions est longue, plus la valeur est élevée. Enfin, plus la croissance à l'infini est forte, plus la valeur est élevée (et inversement dans les quatre cas).

Les tenants de l'efficience parfaite des marchés considèrent que le cours de bourse reflète le prix d'équilibre confrontant offre et demande à un instant donné et, en tant que tel, que ce mécanisme de formation du prix de marché représente, à lui seul, la véritable valeur de l'entreprise. Quand on estime la valeur intrinsèque d'une entreprise en DCF, on fait, en quelque sorte, l'hypothèse que le marché se trompe sur l'évaluation de cette entreprise spécifique, mais qu'il finira par corriger à terme son erreur. Quand on évalue une entreprise en lui appliquant des multiples boursiers comparables, on part, en quelque sorte, du postulat différent suivant : le marché peut se tromper sur cette entreprise spécifique, mais il a raison en moyenne sur le secteur auquel elle appartient. La composition de l'échantillon d'entreprises dites comparables est donc critique. Cette sélection suit habituellement

quelques principes, non exhaustifs, de similarité : métier, secteur, mode de distribution, type de clientèle, taille et stratégie de l'entreprise, cyclicité et saisonnalité de l'activité, croissance et répartition géographique du chiffre d'affaires, niveau et décomposition de la rentabilité économique, flottant du capital et liquidité du titre... Le choix de l'échantillon laisse ainsi beaucoup de place aux approximations d'appréciation, tout comme à une certaine subjectivité de l'analyste, qui peuvent sensiblement modifier le résultat de l'évaluation, sans que ce biais puisse être aussi clairement repéré par un tiers que dans l'approche DCF.

Alors que le DCF se déduit à partir d'hypothèses *explicites* (flux, taux, croissance, durée), l'approche analogique des multiples boursiers induit ces hypothèses de façon *implicite*. Si les hypothèses du DCF sont la cause et l'évaluation intrinsèque en est l'effet, l'évaluation comparative est, à l'inverse, la condition et ses hypothèses en sont les conséquences.

Du coup, une entreprise peut très bien apparaître, simultanément, surévaluée en DCF et sous-évaluée en comparables boursiers, quand les entreprises composant l'échantillon de référence sont toutes surévaluées par la bourse. Cela a notamment été le cas lors du gonflement de la bulle technologique en 1999-2000 (ou inversement depuis l'automne 2001).

Une formule dérivée du modèle de Gordon Shapiro (GS) permet de rétablir un lien entre DCF « explicite » et comparable « implicite », pour juger ainsi de la pertinence de la présence, ou non, de telle ou telle entreprise au sein d'un échantillon.

Selon le modèle intrinsèque d'actualisation des dividendes de GS, le cours d'une action (VPA_0) est égal à la valeur actualisée du dividende par action du prochain exercice (DPA_1) sur un horizon infini, avec un taux de rentabilité exigé sur capitaux propres (K_{cp}) supérieur au taux de croissance constant (g) du dividende :

$$VPA_0 = DPA_1 / (K_{cp} - g)$$

Le dividende DPA_1 , étant égal au bénéfice par action du prochain exercice (BPA_1) multiplié par le taux de distribution du dividende exprimé en pourcentage du bénéfice (d), l'équation de GS peut également se poser comme suit :

$$VPA_0 = (BPA_1 \times d) / (K_{cp} - g)$$

$$VPA_0 / BPA_1 = d / (K_{cp} - g)$$

$$VPA_0 / BPA_1 = PER$$

Le modèle d'actualisation des dividendes nous permet donc d'établir un lien direct avec le multiple de capitalisation des bénéfices, le rapport cours sur bénéfice, ou *price earning ratio* (PER). On peut notamment déduire de ce lien la relation bien connue entre croissance (g) et PER : « À croissance élevée, multiple élevé. »

Par application de la formule de GS, on peut poser que la valeur d'une entreprise (VE_0), à croissance constante, est égale

à la valeur actualisée du flux de trésorerie disponible du prochain exercice (FTD_1), que nous appelons flux économique, sur un horizon infini, avec un taux de rentabilité exigé sur capitaux investis (cm_{pc}) supérieur au taux de croissance constant (g) du flux économique :

$$VE_0 = FTD_1 / (cm_{pc} - g)$$

Nous pouvons réécrire les constituants du flux économique par rapport à l'excédent brut d'exploitation (EBE), avec les notations suivantes :

REX = résultat d'exploitation (par exemple, 70 unités)

IS = taux d'imposition des sociétés (33 %)

DAP = dotation aux amortissements et provisions (30 unités)

Capex = investissements industriels et financiers, nets des désinvestissements éventuels (35 unités)

Var. BFR = variation du besoin en fonds de roulement (10 unités)

$$FTD = REX (1 - IS) + DAP - Capex - var. BFR$$

$$FTD = (EBE - DAP) (1 - IS) + DAP - Capex - var. BFR$$

Le montant réinvesti dans l'entreprise (R) correspond à ($DAP - Capex - var. BFR$), ce qui permet d'alléger l'équation. Après substitution du flux économique ainsi réécrit, la formule de la valeur d'entreprise devient :

$$VE_0 = [(EBE_1 - DAP_1)(1 - IS) - R_1] / (cm_{pc} - g)$$

En divisant les deux côtés de l'équation par l'EBE, nous rétablissons un lien d'équivalence entre DCF et le multiple de l'EBE par rapport à la valeur d'entreprise (VE/EBE) :

$$VE_0 / EBE_1 = \{ [(EBE_1 - DAP_1)(1 - IS) - R_1] / EBE_1 \} / (cm_{pc} - g)$$

Par exemple, avec un coût moyen pondéré du capital de l'entreprise (cm_{pc}) à 9 % et un taux de croissance constant (g) de 3 %, pour un flux économique aux caractéristiques précitées, le multiple maximum de l'EBE qu'un investisseur rationnel sera prêt à payer ressort à 5,3 x :

$$VE / EBE = \{ [(100 - 30)(1 - 33\%) - (30 - 35 - 10)] / 100 \} / (9\% - 3\%)$$

$$VE_0 / EBE_1 = 5,3 \times$$

Si le multiple qui est extériorisé par le cours de bourse est, disons, de 10 x, cette entreprise est potentiellement surévaluée et doit être écartée de l'échantillon des comparables.

Si le multiple calculé est au contraire, disons, de 3 x, cette société est potentiellement sous-évaluée par la bourse et

doit être, en toute logique, aussi éliminée du périmètre de comparaison.

Les cinq variables qui président à la détermination du multiple VE/EBE sont mises en exergue dans l'équation précédente. Toutes choses étant égales par ailleurs,

1. moins les amortissements et provisions sont conséquents dans la composition de l'EBE, plus le multiple peut être élevé;
2. plus le taux d'IS est faible, plus le multiple peut être élevé;
3. plus les réinvestissements requis pour sécréter la croissance attendue sont peu importants, plus le multiple peut être élevé;
4. moins le coût du capital est onéreux, plus le multiple peut être élevé;
5. plus la croissance attendue est forte, plus le multiple peut l'être également.

Il importe donc de bien comprendre quels sont ces facteurs déterminants pour expliquer les différences éventuelles entre les multiples ressortant d'entreprises *a priori* comparables, dans le seul but d'élargir de l'échantillon celles qui n'ont plus de raisons objectives d'en faire partie *a posteriori*.

Si l'utilisation d'une variable discriminante permet de contrôler la pertinence de l'inclusion d'une entreprise spécifique dans l'échantillon, on doit cependant garder à l'esprit que tous les déterminants ont leur importance et que le multiple constaté n'est que l'expression résumée, à un moment donné, d'un très grand nombre de facteurs.

Ainsi, si le taux de croissance des bénéfiques (g) joue le rôle de discriminant quand il est mis en rapport avec le multiple de

capitalisation des bénéfiques (PER) dans le cadre du ratio *price to earning growth* (PEG), désormais d'usage très courant, il ne faut pas oublier que le taux de distribution (d) et le risque spécifique à l'entreprise, synthétisé dans le taux de rentabilité exigé sur capitaux propres (KCP), sont également des déterminants dans le modèle de GS.

Cette précaution ayant été prise, le montant réinvesti dans l'entreprise (R), exprimé en pourcentage de l'EBE, est un bon discriminant pour contrôler l'homogénéité des entreprises d'un échantillon dans le cadre du multiple VE/EBE. Comme évoqué plus haut, le taux de réinvestissement de l'EBE doit s'entendre au sens large, comme la somme de la variation du BFR et des investissements industriels et financiers, nets des désinvestissements éventuels (Capex) et des dotations aux amortissements et provisions (DAP). Concrètement, si le multiple d'EBE qui ressort d'une valeur particulière de l'échantillon est de 6 x alors que son taux de réinvestissement ne mobilise que 30 % de l'EBE, est-il pertinent d'inclure cette valeur dans l'échantillon qui va être appliqué à l'entreprise cible que vous souhaitez évaluer, et dont le réinvestissement consomme plus de 60 % de l'EBE? Ce faisant, vous surévaluez la cible.

Une fois assimilé le lien conceptuel entre coefficient d'actualisation et multiple de capitalisation, on peut adapter la formule dérivée de GS à d'autres multiples. L'approche peut aussi être aménagée pour prendre en compte des hypothèses d'horizon plus réduit que l'infini, et des taux de croissance différenciée selon plusieurs échelles de temps. ◉

LE CFAF+ ATELIERS CFAF

DESTINÉS AUX DIRECTEURS FINANCIERS OU CHARGÉS DE COMMUNICATION FINANCIÈRE

Durée : 1 journée

Objectif : permettre aux responsables d'entreprise de comprendre comment analystes et gérants utilisent l'information communiquée par leur société ; adapter ainsi leur communication aux besoins du marché.

2 types d'ateliers sont proposés :

- **Comment et pourquoi communiquer auprès de la communauté financière ?** (4 ateliers par an)

Présentation des deux grandes catégories d'analystes, leur façon de travailler et leur besoin en terme d'information en provenance de l'entreprise.

Approche de l'évaluation, le rôle d'un stratégeste dans les décisions de gestion avec en conclusion le point de vue d'un gérant.

- **Évaluation et stratégie** (2 ateliers par an)

Cet atelier vient logiquement compléter le précédent.

Après un rappel du cheminement de l'information de l'émetteur au gérant, les participants sont confrontés aux approches différentes des analystes « sell side » et « buy side » dans l'appréciation d'une stratégie d'entreprise en terme d'évaluation.

Pour connaître les dates de ces ateliers et pour vous inscrire vous pouvez consulter la rubrique
« Formation » du site de la Sfaf : www.sfaf.com