

# LA THEORIE DE LA VALEUR DE L'ENTREPRISE

**Laurent BATSCH**  
**Professeur de sciences de gestion**  
**Université PARIS-DAUPHINE, CEREG (umr cnrs)**

L'évaluation d'entreprise s'appuie sur quelques concepts fondamentaux de la théorie économique : coût du capital, valeur actuelle, prix d'équilibre, couple rentabilité/risque, anticipations, etc. Plutôt qu'un rappel didactique, on énoncera ici neuf propositions relatives aux fondements théoriques de l'évaluation d'entreprise.

La seconde partie propose ensuite un panorama des trois grandes approches de l'évaluation : approche actuarielle, approche comparative, approche mixte. Chacune de ces approches peut s'appliquer soit au capital-actions (à droite du bilan), soit à l'actif économique (à gauche du bilan). Le croisement de trois approches et de deux objets d'évaluation dessine six « cases » dans lesquelles peuvent s'inscrire l'ensemble des méthodes financières d'évaluation.

## I. Les fondements théoriques

### 1. Qu'est-ce que la « valeur de marché » ?

Le terme générique de « valeur de marché » d'un actif recouvre deux types de mesure. Dans un premier sens, ce terme désigne une valeur négociable et constatée sur un marché à l'instant considéré : il s'agit alors d'un prix de transaction plutôt que d'une valeur (le cours d'une action cotée ou le prix du m<sup>2</sup> de bureau, par exemple). La valeur de marché prend une autre signification pour désigner une valeur calculée ou valeur de rentabilité : il ne s'agit plus d'un prix observable mais du niveau de prix « économiquement correct ». La valeur de marché d'un actif se mesure alors comme la valeur actuelle des revenus futurs de cet actif : et cette valeur

actuarielle nécessite, pour être calculée, de mobiliser une projection de revenus futurs d'une part, et un coût du capital de référence (taux d'actualisation) d'autre part.

Il ne suffit pas qu'un bien fasse l'objet de quelques échanges pour faire vivre un marché de ce bien. La qualité d'un marché, c'est de faciliter la formation des prix en centralisant l'offre d'une part, la demande d'autre part, et en organisant la confrontation entre celles-ci. Dans les économies rurales, les foires au bétail fixaient les prix de référence : elles permettaient de trouver un prix d'équilibre, à l'intersection des exigences minimales des vendeurs et des « plafonds » acceptables par les acheteurs.

Pour « révéler » un prix, il faut donc des transactions concentrées dans le temps et dans l'espace. Précisément, un marché est le lieu de ces transactions répétitives. Et l'intensité des transactions sur un actif définit sa « liquidité » : celle-ci est fonction du nombre d'opérations d'achat et vente et de leur montant.

Pour les actifs servant de support à l'investissement, quels sont les marchés ? On sait qu'il existe un marché des actions et des obligations (la Bourse des valeurs mobilières), et plus largement des marchés d'instruments financiers incluant d'autres titres tels que les Bons du trésor, les billets de trésorerie, les produits dérivés. Il existe aussi un marché pour l'immobilier (immobilier résidentiel ou immobilier de bureaux). Mais il n'existe pas de « marché des entreprises ». Même si elles font l'objet de cessions et d'acquisitions, les entreprises sont trop hétérogènes et les conditions des transactions sont trop disparates pour que l'ensemble de ces opérations constitue un marché.

D'où la réponse des financiers : la « titrisation » des actifs tangibles permet précisément de contourner la difficulté et de créer une procédure d'évaluation permanente (la cotation) ; la finance est au service de l'économie réelle. Il faudrait donc élargir le champ d'action des marchés financiers : par exemple, les sociétés foncières cotées rendent un meilleur service économique que les foncières non cotées.

Il reste que beaucoup d'actifs ne sont pas titrisés et bien qu'ils soient « sans marché » (mais pas en-dehors de l'économie de marché !), ils doivent être évalués. N'ayant pas de prix observable, ces actifs sont cependant « évaluables » : on sait calculer une « valeur de marché » pour des « actifs sans marché ».

## 2. Valeur actuelle ou équivalente

Le marché « révèle » une valeur mais l'existence de celle-ci est indépendante du marché : tout actif à même de dégager des revenus futurs a le statut d'objet d'investissement, qui possède à ce titre une valeur de rentabilité. Il existe donc une valeur de marché pour tout actif, même en l'absence de marché organisé pour cet actif. Tout actif utilisé comme support d'investissement suscite une espérance de revenus et de rentabilité futurs : ces deux paramètres déterminent la valeur calculée de l'actif, c'est-à-dire le prix maximal qu'un investisseur est prêt à consentir pour l'acquérir. Cette valeur est « théorique » dans la mesure où elle n'a pas été observée sur un marché concret, elle n'est pas un prix de transaction, mais c'est une valeur réaliste pour autant que le calcul recourt à des paramètres inspirés de l'observation.

Dans sa décision, l'investisseur est censé comparer la valeur actuelle des revenus attendus avec le capital à investir pour s'assurer que l'investissement envisagé satisfait au taux de rentabilité requis. L'investisseur n'engagera son capital que si l'opération lui laisse espérer une rentabilité au moins égale au coût du capital. Dans la décision d'investissement, trois variables sont donc en jeu : 1) le prix de l'actif investi ; 2) le taux de rentabilité exigible (coût du capital) ; 3) les revenus futurs. Les revenus attendus de l'investissement peuvent prendre deux formes : soit des flux périodiques, soit la réalisation d'une valeur terminale de cession de l'actif.

Considérons d'abord un actif dont le revenu est capitalisé (non distribué) : toute sa valorisation passe en plus-value. Si  $X_n$  est la valeur future de  $X_0$  dans  $n$  années pour un taux de rentabilité annuel moyen  $t$ , alors :

$$X_n = X_0 * (1 + t)^n$$

Inversement, la valeur de  $X_n$  en date 0 est  $X_0$  telle que :

$$X_0 = X_n / (1 + t)^n = X_n * (1 + t)^{-n}$$

On dit que  $X_n * (1 + t)^{-n}$  est la valeur actuelle (en date 0) de  $X_n$ .

La valeur actualisée ou actuarielle d'un flux ou d'un actif se définit mathématiquement comme l'inverse de la valeur future. Le calcul actuariel concrétise le raisonnement économique fondé sur le coût d'opportunité. En effet, si l'actif  $X$  est censé « fructifier » à un certain taux  $t$ , alors il est logique que la valeur « équivalente » de  $X_0$  dans  $n$  années soit  $X_0 * (1 + t)^n$  et que dans l'autre sens la valeur « équivalente » de  $X_n$  aujourd'hui soit  $X_n * (1 + t)^{-n}$ .

La valeur actuelle d'un flux est à l'instant donné sa valeur équivalente compte tenu de la rentabilité future qu'il doit « normalement » rapporter. Cette valeur actuelle est à la fois inférieure et équivalente à la valeur future :

- elle est numériquement inférieure car le montant facial de la valeur actuelle est plus petit que la valeur future ;

- elle est équivalente du point de vue de l'utilité du propriétaire du capital car il est équivalent pour lui de disposer de  $X_0$  en date 0 ou de  $X_0 * (1 + t)^n$  en date n dès lors que t représente le coût du capital X.

Supposons maintenant que l'actif X rapporte des flux  $F_i$  à la fin de chaque année pendant n années, au terme desquelles cet actif aura acquis une valeur résiduelle  $VR_n$ . Le calcul devient ;

$$X_0 = F_1 (1+t)^{-1} + F_2 (1+t)^{-2} + \dots + F_n (1+t)^{-n} + VR_n (1+t)^{-n}$$

Le coût du capital est la rentabilité minimale et anticipée rémunérant correctement la prise de risque à la date de la décision compte tenu des opportunités du marché. Il sert de taux d'actualisation des revenus futurs de l'investissement. Pour juger de l'opportunité d'un investissement, il faut donc vérifier que la valeur actualisée de tous les flux futurs est au moins égale à la « mise » initiale de fonds. La différence entre cette somme de flux futurs actualisés et l'investissement initial est appelée la « valeur actuelle nette » (VAN). Un investissement peut donc être engagé à condition que sa VAN soit positive.

### 3. Coût du capital et taux d'équilibre

Supposons qu'un actif engendre un flux de revenu F (constant et à perpétuité, pour simplifier les annotations) et que le coût du capital pour cet actif soit le taux t. La valeur de cet actif en date n s'écrira :  $X_n = F / t$

Par ailleurs, le flux F correspond à une rentabilité réelle au taux noté r :

$$F = r X_{n-1}$$

$$\text{Il vient : } X_n = X_{n-1} (r / t) = X_0 (r / t)^n$$

Cette relation élémentaire suffit à montrer que la valorisation d'un actif dépendra du rapport entre deux taux de rentabilité : le taux r mesurant les performances réalisables et le taux t correspondant au niveau de performance exigible en raison des opportunités du marché (le coût du capital). Le rapport entre ces deux taux est donc déterminant. On remarque en outre que si les investisseurs

réalisent des arbitrages, alors les deux taux s'égalisent  $r = t$ , et on a l'égalité :  $X_n = X_{n-1}$ .

Supposons en effet que  $r > t$ , les investisseurs se porteront acquéreurs de cet actif dont le prix montera et ramènera ipso facto le taux  $r$  à un niveau inférieur à  $t$ . Mais ce renversement de situation où  $r < t$  n'est pas plus durable, car les détenteurs de l'actif vont s'en défaire si sa rentabilité est insuffisante, le prix va alors baisser et la rentabilité remontera. Ainsi, le taux  $t$  est le taux d'équilibre et tendanciellement le taux  $r$  converge vers  $t$ . Le coût du capital est le point de convergence des taux réels dans un système de marchés parfaits où tous les arbitrages se font sans restriction ni délai.

Mais l'état d'équilibre est une figure théorique. Dans la dynamique concurrentielle, les acteurs tentent de « sur-performer » et de dépasser les points d'équilibre. Ainsi, le coût du capital est le « taux couperet », celui qu'il faut au moins égaliser pour justifier l'investissement : il est évidemment souhaitable de faire mieux que ce taux, même si à l'équilibre des marchés, le coût du capital est la référence vers laquelle convergent toutes les performances. Les investisseurs vont donc tenter de trouver les allocations qui excèdent le coût du capital. La dynamique de l'investissement tient dans cette course entre la rentabilité minimale exigible et la rentabilité réalisable.

#### **4. Comment valoriser un capital investi ?**

Revenons à l'exemple simple d'un capital investi en date 0 et revendu en date  $n$ , sans autre revenu que la plus-value finale. Il n'y a donc qu'une seule source possible d'augmentation de la rentabilité de cette opération, c'est la maximisation de la plus-value, donc de la valeur terminale. Qu'est-ce qui peut contribuer à majorer cette valeur terminale ? Il y a deux sources de « réévaluation » par le marché :

- Les perspectives de flux  $F$  peuvent être revues à la hausse. L'évaluation repose d'abord sur les cash-flows attendus. Ceux-ci peuvent être améliorés en raison de l'émergence d'une nouvelle donne économique.

- Le coût requis sur le capital qui sert de taux d'actualisation peut baisser. La condition est que le niveau de risque diminue lui-même, soit en raison de l'évolution des conditions macro-économiques, soit grâce à une meilleure maîtrise de son activité par l'entreprise.

Dans les deux cas, seule l'émergence d'informations nouvelles autorise et incite à modifier les paramètres de l'évaluation fondamentale. L'efficacité commande que l'information circule vite, sans déformation ni discrimination : l'accès de tous en temps réel à la même information n'est pas seulement une question d'équité, ou plutôt cette équité est une condition de l'efficacité s'il est vrai que l'établissement d'un « juste prix » facilite les transactions et les réallocations de capitaux. Dans ce cadre de la théorie des marchés financiers, l'efficience informationnelle (dont la « transparence » est un aspect, pas le seul) est une condition de l'efficacité économique.

Naturellement, le raisonnement précédent s'applique à la baisse : le capital est « dévalorisé » si les flux qui en sont attendus sont revus en baisse, ou si le risque de l'investissement augmente, entraînant à la hausse le coût du capital. Ainsi, un investisseur qui pourrait se satisfaire de réaliser le coût du capital cherchera néanmoins à « faire mieux » en utilisant tous les leviers de maximisation des flux d'une part et de réduction des risques d'autre part.

En résumé, la mise en valeur d'un investissement consiste à « creuser l'écart » entre le taux de rentabilité possible et le taux de rentabilité minimale (coût du capital) et cela suppose 1) de maximiser les revenus du capital concerné, 2) de réduire son coût (donc son risque).

## **5. Valeur et sur-valeur**

Le coût du capital est une norme dictée par les conditions du marché. En réalisant ce minimum, l'entreprise « colle » au mouvement d'ensemble de l'économie, elle « prend » de la valeur mais pas plus que le reste des actifs, elle garde donc son rang comparativement aux autres actifs. En ce cas, on dit qu'elle « conserve » sa valeur : certes, elle a acquis une plus-value et dans ce sens sa valeur a augmenté et l'actionnaire s'est enrichi, mais la valeur acquise est simplement « normale ». Dans ce cas d'une rentabilité égale au coût du capital, on est fondé à dire que la valeur acquise par l'entreprise est « équivalente » à sa valeur initiale, signifiant ainsi que l'accroissement de valeur vient simplement maintenir au même niveau l'utilité de l'actionnaire. En fait c'est l'utilité de l'actionnaire qui est « conservée », plutôt que la valeur de l'entreprise qui croît réellement.

Soit une action de prix  $X_0$  en date 0. Supposons que les anticipations de croissance annuelle de la valeur de X sont de 10% pour les n prochaines années :

$$X_n = X_0 * (1 + 10\%)^n$$

Le taux de 10% représente la rentabilité réelle escomptée, mais tel n'est pas encore le coût du capital. Dans cet exemple, on suppose en outre que l'action X est complètement atypique par rapport aux performances obtenues par les autres titres présentant le même niveau de risque : ceux-ci laissent espérer une rentabilité de 6% sur les n prochaines années. Les investisseurs se contenteraient donc d'une perspective de rentabilité de 6% même pour l'action X, car ce taux rémunérerait correctement leur risque dans les conditions « dominantes » du marché. De sorte que la référence normative devient ce taux de 6%. La valeur future « normale » de X devrait donc être :  $NX_n = X_0 * (1 + 6\%)^n$

En résumé, à la date actuelle, on a les anticipations suivantes :

$$\text{Valeur de marché « normale » : } NX_n = X_0 * (1 + 6\%)^n$$

$$\text{Valeur de marché « réelle » : } X_n = X_0 * (1 + 10\%)^n$$

$$\text{Plus-value « normale » : } NX_n - X_0 = X_0 * (1,06^n - 1)$$

$$\text{Plus-value « réelle » : } X_n - X_0 = X_0 * (1,1^n - 1)$$

Le cours espéré « réellement » est supérieur au cours « normalement » satisfaisant. Le titre X devrait donc offrir de meilleures performances que la norme et son cours en année n devrait intégrer une sur-valeur SV :

$$SV = X_n - NX_n = X_0 * (1,1^n - 1,06^n)$$

On remarque que cette sur-valeur est aussi égale à la différence entre la plus-value « réelle » et la plus-value « normale » :

$$X_n - X_0 - [NX_n - X_0] = X_n - NX_n = SV$$

Ainsi, la sur-valeur n'est pas égale à la plus-value, elle est égale à l'excédent de la plus-value « réelle » par rapport à la plus-value « normale ». Cette remarque souligne la distinction fondamentale opérée par la théorie financière entre le profit (sous-entendu normal) et le sur-profit (éliminé dans les conditions de fonctionnement de marchés parfaits).

Dans les conditions d'un marché parfait, dès que la possibilité de la sur-valeur est repérée, elle est instantanément anéantie : le titre X fera l'objet d'une demande qui va faire monter son cours jusqu'à ce que sa rentabilité réelle ne dépasse plus la norme. Dans l'exemple, le cours  $X_0$  deviendra  $X'_0$  tel que :

$$X'_0 * (1 + 6\%)^n = X_0 * (1 + 10\%)^n, \text{ soit } X'_0 = 1,038^n * X_0$$

Si l'arbitragiste intervient au tout début du processus d'arbitrage, il paie  $X_0$  pour un titre qui va très rapidement valoir  $X'_0 = 1,038^n * X_0$ . Il réalise donc un profit d'arbitrage égal à  $X'_0 - X_0$ . En même temps, les opérations d'arbitrage élèvent le prix de l'actif et ramènent sa rentabilité réelle au niveau du coût du capital.

Ainsi, pour un investisseur à la recherche d'une « sur-valeur », la performance résultera de l'écart entre la rentabilité attendue et la rentabilité normale. Cet écart est théoriquement annihilé par le fonctionnement d'un marché parfait. Le jeu des arbitragistes est de repérer des écarts pour en tirer parti avant les autres intervenants et, en même temps, ce jeu est censé auto-détruire l'opportunité d'arbitrer.

## **6. La gestion des risques : facteur-clé**

Par définition, le coût du capital désigne le coût d'opportunité, ou le taux-couperet de la rentabilité minimale à satisfaire. La rentabilité réellement espérée est théoriquement égale au coût du capital, mais conceptuellement elle ne lui est pas identique et pratiquement elle peut s'en éloigner ; dans ce cas, l'écart fait apparaître une sur-valeur, un excédent de plus-value par rapport à la « norme ». L'intérêt de l'investisseur est de repérer un écart positif entre le « réel » et la norme. Tout le raisonnement repose sur des anticipations : la norme comme la performance « réelle » sont des prévisions, celles-ci préjugent du verdict de la vie mais elles ne prononcent pas le verdict...

Le coût du capital est donc le « retour » minimum nécessaire pour conserver sa valeur, celle-ci étant tributaire du risque porté par l'allocation du capital. Au-delà du coût du capital stricto sensu, la création de valeur vient améliorer la performance visée. L'objectif d'un investisseur financier est de maximiser la différence entre cette performance et le coût du capital.

L'investisseur a donc intérêt à maximiser le taux de rentabilité réel et à minimiser le coût du capital, ce qui revient à augmenter les performances et à réduire le risque parallèlement. Est-il possible de réduire le risque (donc le coût du capital) sans sacrifier la performance ? Cet objectif est-il compatible avec l'enseignement de la théorie financière selon laquelle le niveau de la performance est lié au niveau de la prise de risque ? La réduction du risque peut être acquise par trois moyens :

- la maîtrise des aléas affectant la performance de l'actif ;



- l'utilisation de procédés de couverture et de compensation :
- la diversification des actifs investis.

## 7. Gestion d'entreprise et gestion des risques

Dans le cas de l'entreprise, la gestion des risques appelle deux remarques particulières. En premier lieu, l'objectif de réduction du risque par la domination des marchés peut conduire à développer des pratiques anti-concurrentielles. C'est pourquoi, plus l'environnement financier des entreprises se montre exigeant sur leurs performances, plus les autorités de régulation des marchés doivent être fortes et plus les politiques de la concurrence doivent se montrer efficaces.

En second lieu, le principe de diversification a une signification restreinte quand il est activé par une entreprise. En effet, la diversification ne doit pas être, en théorie, un objectif poursuivi par l'entreprise. D'abord parce que l'objectif prioritaire de domination des marchés impose à l'entreprise de concentrer ses ressources plutôt que de les disperser. Ensuite parce que la composition d'un portefeuille est du ressort des actionnaires et/ou des gérants de portefeuille.

Et dans un espace concurrentiel international, la domination des marchés pousse à l'implantation géographique internationale plutôt qu'à la diversification des métiers : cette implantation multinationale est souvent qualifiée de « diversification » géographique, alors qu'elle ressort davantage d'une logique de domination que de diversification.

Finalement, le recours à l'un ou l'autre des trois moyens de réduction du risque dépend de la nature des actifs concernés et de la personnalité de l'investisseur.

	<b>Gestionnaire de portefeuille</b>	<b>Gestionnaire d'entreprise</b>
<b>Maîtrise du risque</b>	Sélection des actifs	Domination des marchés
<b>Couverture du risque</b>	Contrats à terme, Dérivés	Assurances, Contrats à terme, Dérivés,
<b>Diversification du risque</b>	Classes d'actifs	Pays

## 8. Coût de remplacement et coût du capital

Le coût du capital est donc la rentabilité normale : il est une mesure de la valorisation de l'actif et de l'équivalence de l'utilité de l'investisseur. Il est un indicateur à la fois d'enrichissement du patrimoine et de conservation de l'utilité.

Si le coût du capital n'est qu'une mesure de « conservation de la valeur » selon l'expression consacrée mais ambiguë, il ne doit pas être assimilé pour autant à un coût de maintien ou de remplacement du capital.

Un capital n'est pas forcément investi dans des titres financiers et ceux-ci peuvent être le support d'actifs non financiers. Le coût du capital a donc un certain rapport avec le prix d'achat des biens de production. Il en va du coût du capital comme du coût de n'importe quel autre facteur : à l'image des matières premières ou du travail, le capital est « consommé ». Un capital investi se déprécie tout au long de sa durée de vie. Un double transfert de valeur va s'opérer :

- une fraction de la valeur de chaque immobilisation est incorporée dans les biens ou services qu'elle contribue à élaborer ;
- l'exploitation de l'immobilisation va permettre de constituer dans l'entreprise un capital d'expérience et de notoriété qui servira lui-même à développer de nouvelles affaires.

La création de richesse par l'entreprise est un solde net (qui doit être positif) entre une création et une destruction de valeur. Un bien de production doit dégager plus de valeur qu'il n'en détruit. Dans le processus de destruction créatrice, le but est la création nette. Mais il reste vrai que les actifs productifs se déprécient à raison de leur usage et de leur obsolescence.

Le cas des actifs corporels fait ressortir une notion que les actifs financiers permettent mal d'appréhender : un actif productif « s'use », il ne produit de la valeur qu'au prix d'une utilisation coûteuse. Le capital investi a un coût d'exploitation ou coût de remplacement.

On a noté :  $X = F / t$  la valeur de l'actif X.

Si DR est la dépense de remplacement du capital, et FB le flux brut dégagé par celui-ci :  $F = FB - DR$ .

Il vient :  $X = (FB - DR) / t = (FB / t) - (DR / t)$ . On a donc :

$X = \text{Valeur brute} - \text{Valeur de remplacement}$

On voit que la valeur de remplacement est une valeur de marché, calculée comme la valeur actuelle des coûts futurs de renouvellement.

L'approche financière n'ignore pas la dépense de remplacement du capital ; elle le traite comme un prélèvement sur les revenus futurs, comme des cash-flow futurs négatifs. Et elle procède à l'actualisation des coûts de remplacement comme de tous les flux futurs.

On retiendra donc deux acceptions du « coût du capital ». En tant qu'investissement, le capital est l'objet d'une espérance de revenu minimum. Ce coût est un taux de rentabilité espéré pour le futur. C'est l'acception économique et académique de l'expression, telle qu'utilisée ici. En tant que facteur de production, le capital a un coût d'acquisition, divisible en coût de remplacement annuel (ou amortissement). Ce coût est une consommation de valeur. Il importe de souligner que le coût du capital dans sa première acception tient compte du coût d'usure, il est net des dépenses de remplacement.

Dans l'évaluation financière d'un actif, la valeur se calcule logiquement sur la base de flux nets, c'est-à-dire des flux de revenus diminués des investissements de maintien. De sorte que le coût du capital qui sert de taux d'actualisation représente un taux net mesurant la mise en valeur du capital au-delà de son maintien. Car pour conserver sa valeur relative, cet actif ne doit pas seulement maintenir sa valeur nominale mais l'accroître au coût du capital.

## **9. Conclusion : que mesure le taux d'actualisation ?**

Le taux d'actualisation utilisé pour évaluer un actif financier intègre les deux acceptions du coût du capital : il s'applique à des flux nets et représente donc le taux de rentabilité requis au-delà de la reconstitution de l'actif.

Reprenons l'exemple d'un coût du capital de 6%. Si l'actif X dégage un flux brut  $FB = 80$  incluant une dépense de remplacement  $DR = 20$ , il vient un flux net  $F = 60$  et cet actif est évalué ainsi :  $X = 60 / 6\% = 1\ 000$ . Si l'on devait raisonner sur la base du revenu brut  $FB$ , alors il faudrait augmenter le taux d'actualisation et rajouter au coût du capital le coût de remplacement :  $X = 80 / 8\% = 1\ 000$ . Le taux mesurant le coût de remplacement est ici de 2% (soit la différence entre 8% et 6%).

On peut écrire la relation suivante :

$$\text{Coût du capital} = \text{rentabilité brute} - \text{dépense de maintenance}$$

Cette relation peut être exprimée en valeurs ou en taux. Dans l'exemple précédent, on a en valeurs :  $60 = 80 - 20$  et en taux :  $6\% = 8\% - 2\%$ .

En résumé, le coût du capital n'est pas assimilable au coût de remplacement, fut-il exprimé en valeur de marché, mais à un taux résiduel reflétant un excédent de rentabilité par rapport à la simple reproduction du capital. Et la « conservation » de la valeur va au-delà de la reconstitution de la structure à l'identique, inclut une certaine croissance de cette structure, une croissance « interne » et « normale » dans une économie dynamique.

	<b>10%</b> <i>DE VALEUR</i>	<b>RENTABILITÉ ESPERÉE</b>
<b>CRÉATION</b>	<b>6%</b>	<b>COÛT DU CAPITAL</b>
<b>CONSERVATION</b>	<i>DE L'UTILITÉ</i> <b>0%</b>	
	<b>-2%</b>	<b>COÛT DE REPLACEMENT</b>

Il faut donc souligner que la « création de valeur » est l'excédent de rentabilité allant au-delà d'une double « couverture » : couverture du coût de remplacement du capital et couverture de la croissance standard.

## II. Approches et méthodes d'évaluation

Le lecteur intéressé par les manuels d'évaluation d'entreprise constatera un « trou noir » dans les publications sur ce sujet au cours des années 1990. La tradition dans ce domaine était plutôt comptable. L'évaluation d'entreprise est longtemps resté l'apanage des experts-comptables confrontés des problèmes de transmission d'entreprise, de succession, etc. Mais la diffusion de la culture financière et de l'évaluation des actifs a fini par rejaillir sur l'évaluation d'entreprise. Alors que le « goodwill » est longtemps resté une sorte de concession faite par les comptables à l'approche actuarielle, cette dernière est devenue la référence obligée dans toute procédure d'évaluation d'entreprise. On comprend alors que le basculement de l'approche comptable vers l'approche financière ait bouleversé le champ de l'évaluation et laissé sans plume les auteurs de vieille tradition. Depuis quelques années, commencent à paraître des ouvrages de facture financière focalisés sur l'évaluation d'entreprise.

### 1. Au-delà du désordre apparent

L'ensemble des modèles financiers d'évaluation d'entreprise peuvent se regrouper en trois approches : l'approche fondamentale ou actuarielle, l'approche comparative, l'approche mixte. Chacune de ces approches s'applique soit à l'évaluation directe des actions, soit à l'évaluation de l'actif économique de l'entreprise (immobilisations et BFR).

	<b>Approche actuarielle</b>	<b>Approche comparative</b>	<b>Approche mixte</b>
<b>Valeur de l'Actif</b>	<b>« DCF » Free Cash-Flows</b>	<b>Multiples (CA, EBE, REX)</b>	<b>EVA/MVA, « q » de Tobin</b>
<b>Valeur des Actions</b>	<b>Dividendes, Gordon-Shapiro</b>	<b>PER, Bates</b>	<b>Goodwill</b>

La multiplicité des modèles ou prétendus tels est parfois l'alibi de l'empirisme. En effet, la pluralité des solutions est de nature à justifier la relativité des résultats obtenus et à « couvrir » les négligences méthodologiques. Le désordre des méthodes fonctionne comme l'alibi de l'incertitude relative à leurs résultats. Le travail de « mise en ordre » des méthodes n'offre donc pas seulement l'intérêt intellectuel de toute typologie, il est nécessaire à la montée en rigueur des pratiques d'évaluation.

## 2. L'approche actuarielle ou fondamentale

### 2.1 La valeur de l'action

Si la valeur d'un actif est égale à la somme de ses revenus actualisés, on en déduit aisément la valeur d'une action :

$$C_0 = \sum_{i=1}^n DIV_i (1+k)^{-i} + C_n (1+k)^{-n}$$

avec  $C_i$  le cours à l'année  $i$ ,  $DIV_i$  le dividende de l'année  $i$  et  $k$  le coût du capital-actions.

A son tour,  $C_n$  peut s'écrire :

$$C_n = \sum_{i=n+1}^{n+m} DIV_i (1+k)^{-i} + C_{n+m} (1+k)^{-n-m}$$

et par itération, il vient :

$$C_0 = \sum_{i=1}^{\infty} DIV_i (1+k)^{-i}$$

La référence à l'infini se suppose pas qu'on anticipe l'existence de l'entreprise à perpétuité, mais qu'en cas de cession, de dissolution ou de fusion l'entreprise aura à cette date une valeur égale à la chronique ultérieure de ses dividendes. De plus, la plus-value sur cours ne disparaît pas des revenus actualisés, elle est en quelque sorte diluée dans la chronique infinie des dividendes.

Ce modèle sert de base aux analystes financiers. Ils font des projections de chiffre d'affaires, dont ils déduisent les bénéfices futurs ; ils appliquent ensuite un

taux de distribution de dividendes aux bénéficiaires par action prévisionnels pour en déduire la chronique des dividendes.

La formule de Gordon-Shapiro n'est qu'une simplification obtenue en posant l'hypothèse d'un taux de croissance constant ( $g$ ) des dividendes à l'infini :

$$C_0 = \frac{DIV_1}{k - g}$$

La sensibilité de cette formule au choix du taux  $g$  n'a d'égale que la difficulté à justifier le niveau d'un taux de croissance perpétuel. C'est pourquoi l'usage de la formule de Gordon-Shapiro doit être prudent et réservé.

Quant au coût du capital-actions, il procède en général d'un modèle de type « Capital Asset Pricing Model » (CAPM) :

$$k_a = R_f + \beta_a (R_m - R_f)$$

avec  $k_a$  le coût du capital de l'action  $a$ ,  $R_f$  le coût de l'actif sans risque,  $R_m$  le coût du portefeuille actions de marché,  $\beta_a$  le coefficient de sensibilité du titre aux variations de la prime de risque du marché actions.

## 2.2 La valeur de l'actif

Le même modèle s'applique à l'actif économique de l'entreprise.

$$V_0 = \sum_{i=1}^n FCF_i (1 + cmpc)^{-i} + V_n (1 + cmpc)^{-n}$$

avec  $V_i$  la valeur de marché de l'actif économique à l'année  $i$ ,  $FCF_i$  le « free cash-flow » de l'année  $i$  et  $cmpc$  le coût moyen pondéré du capital.

A la différence des actions, l'actif économique (AE) n'est pas seulement financé par les actionnaires, mais aussi par les créanciers financiers. La valeur  $V$  de AE procède donc des revenus globaux de AE (pas seulement les dividendes mais aussi les intérêts versés aux banquiers). Pour faire simple, on peut écrire :

$$FCF = DIV + Intérêts$$

ou encore

$$FCF = EBE - impôt - investissement$$

Logiquement, le taux d'actualisation correspond au coût global des deux types de capitaux qui financent l'actif économique :

$$cmpc = k \frac{C}{V} + i(1-t) \frac{D}{V}$$

avec  $k$  le coût du capital-actions,  $i$  le taux d'intérêt,  $t$  le taux d'imposition des bénéfices,  $C$ ,  $D$  et  $V$  les valeurs de marché respectivement des actions, de la dette financière et de l'actif économique.

### 3. L'approche comparative

L'approche comparative substitue la recherche d'un prix au calcul d'une valeur. En effet, les prix de transaction observables ont le mérite d'être disponibles et d'être acceptés par les parties. Il s'agit alors de trouver un moyen de transposer les prix de transaction constatés sur une entreprise sur une autre qui n'a pas encore fait l'objet de transaction.

L'intérêt de cette approche est son pragmatisme : si le but de l'évaluation est de fixer un prix, autant en référer directement aux prix du moment. Elle évite aussi les difficultés méthodologiques de l'évaluation actuarielle (prévision de flux, mesure du coût du capital).

Elle n'est pas exempte de critiques pour autant. En reproduisant les prix existants, elle s'inscrit dans la tendance du marché, et reproduit ses aléas conjoncturels. De plus, elle repose sur la disponibilité d'une information assez représentative pour asseoir une comparaison fiable : or, la constitution d'un échantillon de taille significative conduit souvent à relâcher les exigences relatives à sa représentativité et à sa comparabilité. Enfin, les méthodes comparatives offrent un certain nombre de limites techniques : par exemple, le PER (price / earning ratio) ne permet pas d'évaluer les sociétés affichant une perte comptable.

Dans l'approche comparative, on peut ranger les méthodes suivantes :

- Les multiples d'indicateurs d'activité : soit le volume de l'activité (par exemple la surface de vente pour évaluer un magasin), soit la valeur de l'activité (par exemple, le chiffre d'affaires pour évaluer un fonds de commerce).
- Les multiples de performances : soit pour évaluer l'actif économique (multiple de l'excédent brut d'exploitation, multiple du résultat



d'exploitation), soit pour évaluer le capital-actions (multiple du résultat net ou PER, multiple de la capacité d'autofinancement).<sup>1</sup>

#### 4. L'approche mixte

L'approche mixte combine valeur comptable et valeur de marché. Plus précisément, la valeur de marché (V) est calculée comme la somme de la valeur comptable de l'actif économique (AE) et d'une survaleur (SV) :

$$V = AE + SV$$

Si l'on suppose pour simplifier que la valeur de marché de la dette financière est égale à sa valeur comptable, alors en soustrayant cette valeur de V et de AE dans la relation ci-dessus, il vient :

$$C = CP + SV$$

où CP sont les fonds propres comptables de l'entreprise. Dans cette dernière relation, SV est identique au traditionnel goodwill.

Plusieurs formules ou méthodes d'évaluation du goodwill coexistent. Elles procèdent toutes par actualisation d'un sur-profit (lequel est la source de la survaleur) mais elles diffèrent par leur mesure de ce sur-profit.

L'approche mixte a également été remise au goût du jour par Stern et Stewart. La survaleur prend pour eux le nom de « market value added » (MVA). L'intérêt de leur démarche est de proposer une mesure annuelle de la création de valeur « Economic Value Added » :

$$CV_i = REX_i(1-t) - cmpc * AE_{i-1}$$

avec REX pour résultat d'exploitation. On voit que la création de valeur annuelle est la différence entre le résultat d'exploitation réalisé par l'entreprise et le résultat minimum exigé par les bailleurs de fonds. Ici, AE représente une approximation de la valeur de remplacement de l'entreprise.

On montre en outre une relation simple entre la survaleur SV et les créations de valeur annuelles :

$$SV = \sum_{i=1}^{\infty} CV_i(1 + cmpc)^{-i}$$

---

<sup>1</sup> Pour le modèle de Bates, qui procède d'une extension du PER, voir par exemple Batsch, *Finance et Stratégie*, Economica, 1999.

Cette relation est vérifiée sous réserve de retenir une hypothèse simplificatrice forte : on doit supposer que le « free cash-flow » est correctement approximé par l'expression REX (1-t).

Enfin, à propos de mixité entre approches comptable et financière, il reste à évoquer le ratio « q » de Tobin :

$$q = \frac{\text{Valeur de Marché}}{\text{Valeur de Remplacement}}$$

Ce ratio peut être rangé dans l'approche mixte à condition d'admettre que la valeur nette comptable de l'actif est une bonne approximation de la valeur de remplacement (c'est une réserve importante).

### **5. Pour conclure sur les méthodes...**

- 1) Les pratiques d'évaluation font encore souvent une large place au bilan comptable. Celui-ci offre une sorte de valeur plancher de référence. De plus, il reste une information privilégiée pour toutes les sociétés non cotées et non évaluées par le marché financier.
- 2) Pour évaluer une entreprise diversifiée, il est souvent opportun de décomposer celle-ci, afin d'évaluer séparément chacune de ses branches. En règle générale, il est préférable d'évaluer isolément chaque type d'actifs, par exemple de dissocier le cas des actifs d'exploitation et celui des actifs financiers.
- 3) Le principe d'unicité de la valeur peut être contredit par les résultats empiriques issus de la diversité des méthodes employées. Une partie de ces divergences est technique et tient aux hypothèses des méthodes. Mais une fois isolée l'incidence de ces hypothèses, il convient de réduire les écarts par un travail de mise en cohérence des paramètres mobilisés dans les différentes méthodes.
- 4) Enfin, la théorie financière des options a trouvé dans l'entreprise un nouveau champ d'application. En présentant l'avenir de l'entreprise comme un bouquet d'options (option de croissance de tel projet, option d'abandon de tel autre, option de retarder un investissement, etc.), on peut valoriser une entreprise sur la base de ces options dites « réelles » qui s'offrent à elle. Ce champ mérite un long développement ; de plus, il s'éloigne de la

problématique du coût du capital dans le sens qui intéresse et qui rapproche les « comptables nationaux » et les « financiers ». C'est pourquoi on n'en a pas traité ici.

## **Conclusion**

Stock et flux, bilan et résultat, bilan comptable et bilan économique, flux comptable et flux de trésorerie, valeur historique et valeur de marché, valeur comptable et valeur de remplacement, valeur de l'entreprise et structure financière, coût du capital et performance, coût de l'action et coût de l'actif, coût actuariel et coût de remplacement, etc. : l'évaluation d'entreprise mobilise un bon nombre de couples célèbres et/ou tumultueux en théorie financière de l'entreprise.

A ce titre, elle est un champ privilégié pour l'expérimentation des concepts issus de la théorie. Elle est un espace d'opérationnalisation. Au carrefour de la théorie et de la « boîte à outils », l'évaluation d'entreprise est constitutive d'une véritable doctrine financière.