

Pratique de l'évaluation d'entreprises

"Crise des méthodes ou méthodes de crise ?"

Franck Ceddaha

21/01/2004

Les méthodes d'évaluation

Valeur actuelle au Wacc des flux de trésorerie avant frais financiers et après impôts

Valeur de marché ou d'utilisation des différents éléments de l'actif économique (immo. et BFR)

Multiple boursier ou de transaction d'un solde avant frais financiers (multiple du C.A., E.B.E. ou R.Ex.)

Valeur d'entreprise

Valeur des capitaux propres

Intérêts minoritaires

Valeur de la dette

Valeur actuelle au taux exigé par les actionnaires des flux de trésorerie avant frais financiers et après impôts

Actualisation de flux de dividende

Multiple boursier ou de transaction d'un solde après frais financiers (PER, PCF)

Valeur actuelle des flux (intérêts et principal) au taux exigé par les créanciers

La "crise de confiance" des investisseurs sur les méthodes d'évaluation prend 2 formes :

- ❑ Une crise "horizontale" entre les différentes méthodes
- ❑ Une crise "verticale" au sein de chaque méthode

Une crise horizontale

- I. **Un manque de confiance dans les états financiers**
- II. Le retour de l'analyse de liquidité
- III. Le problème des comptes consolidés et des flux de trésorerie

Un manque de confiance dans les états financiers

- Au-delà des scandales et faillites aux Etats-Unis, les investisseurs financiers ont "perdu confiance" dans les états financiers des groupes cotés et la méfiance est devenue la règle

Un manque de confiance dans les états financiers

Saint-Gobain,
juillet 2002 :

Saint-Gobain, Communiqué - "Jusqu'à présent, Saint-Gobain estimait que la couverture d'assurance de CertainTeed suffisait pour couvrir les litiges d'amiante aux Etats-Unis. Cependant, l'évolution récente de la situation américaine incite à une prudence accrue. C'est pourquoi le Groupe a décidé d'enregistrer dans ses comptes au 30 juin 2002 une provision destinée à couvrir les futurs risques liés à l'amiante. [...] Saint-Gobain prévoit de procéder de la même façon chaque année afin de maintenir un niveau de couverture constant."

Scor,
octobre 2002 :

Scor, Communiqué, 30 octobre 2002 - "Le résultat net de l'exercice 2002 devrait être une perte nette estimée de l'ordre de 250 millions d'euros. [...] La société a dû ramener à la stricte valeur de marché son investissement dans Swiss Life par une provision pour l'exercice d'un total de 100 millions d'euros."

Adecco,
Janvier 2004:

Adecco, Communiqué, 12 janvier 2004- «The reasons for the delay in completion of the audit include:

The identification of material weaknesses in internal controls in the Company's North American operations of Adecco Staffing
The resolution of possible accounting, control and compliance issues in the Company's operations in certain countries "

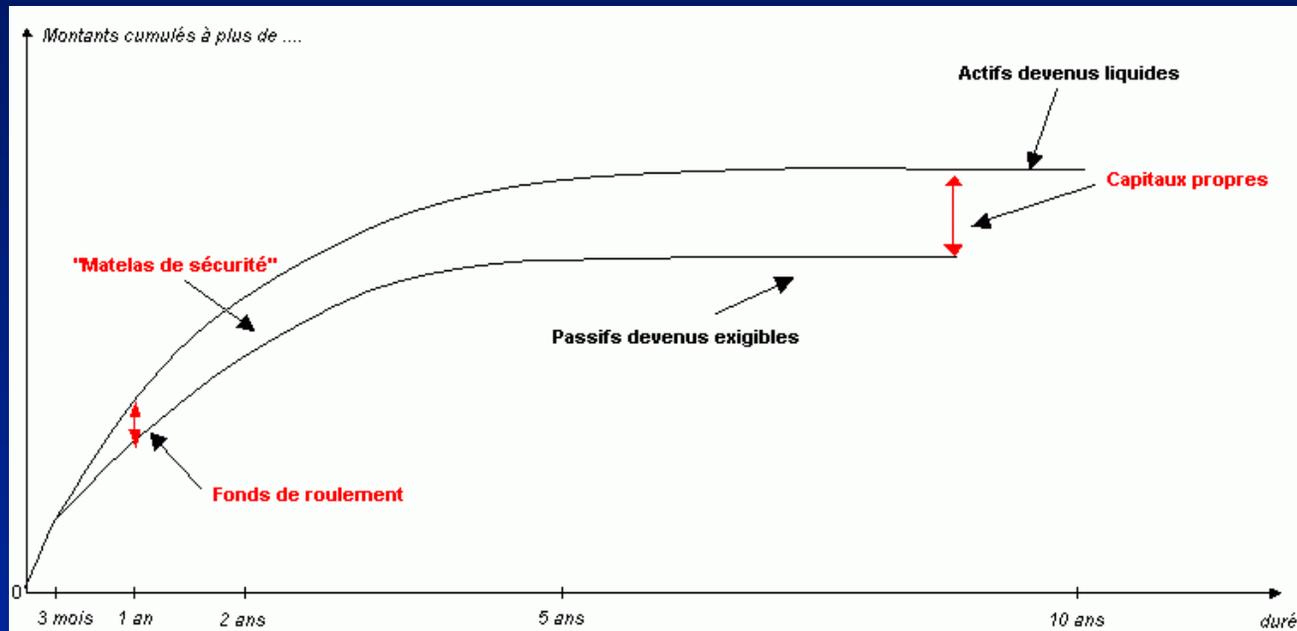
Une crise horizontale

- I. Un manque de confiance dans l'information financière
- II. Le retour de l'analyse en liquidité**
- III. Le problème des comptes consolidés et des flux de trésorerie

Une redécouverte de la notion de liquidité

- Après la mort du fonds de roulement, on assiste à un retour d'un raisonnement en liquidité à très court terme sous la pression des agences de rating

La liquidité



Source : «Finance d'Entreprise», P. Vernimmen

Le problème de la structure financière

- Cette redécouverte de la notion de liquidité pose dès lors le problème de la structure financière : faut-il encore raisonner en terme de dette nette ?

Alcatel has not requested the bank syndicate to renew the short-term tranche of € 700 million. The availability of the € 1,375 million tranche maturing on April 9, 2005 is not affected by this decision.

The availability of this syndicated revolving credit facility is not dependent upon Alcatel's credit ratings. At June 30, 2003, the credit facility had not been drawn and remained undrawn at the date of approval of the first half 2003 financial statements by the Board of Directors. Alcatel's ability to draw on this facility is conditioned by compliance with certain financial covenants (which are identical to the financial covenants relating to the SVF Trust vendor financing securitization program). There are two ratios, the first one is a gearing ratio (net debt/equity including minority interests) and the second is a ratio linked to the capacity of Alcatel to generate cash to reimburse its debt. Alcatel was compliant with these financial covenants at June 30, 2003. Given the continuing impact of the current economic conditions on Alcatel, Alcatel can provide no assurance that it will remain compliant with such financial covenants in the future.

Une crise horizontale

- I. Un manque de confiance dans l'information financière
- II. Le retour de l'analyse de liquidité
- III. Le problème des comptes consolidés et des flux de trésorerie**

Difficulté pour une maison-mère d'agglomérer des flux des filiales pour rembourser ses dettes

- Les analystes ont pris conscience de la difficulté de rembourser la dette de la maison-mère avec les flux de trésorerie générés par des filiales contrôlées majoritairement mais pas à 100%

Le problème des comptes consolidés et des flux de trésorerie

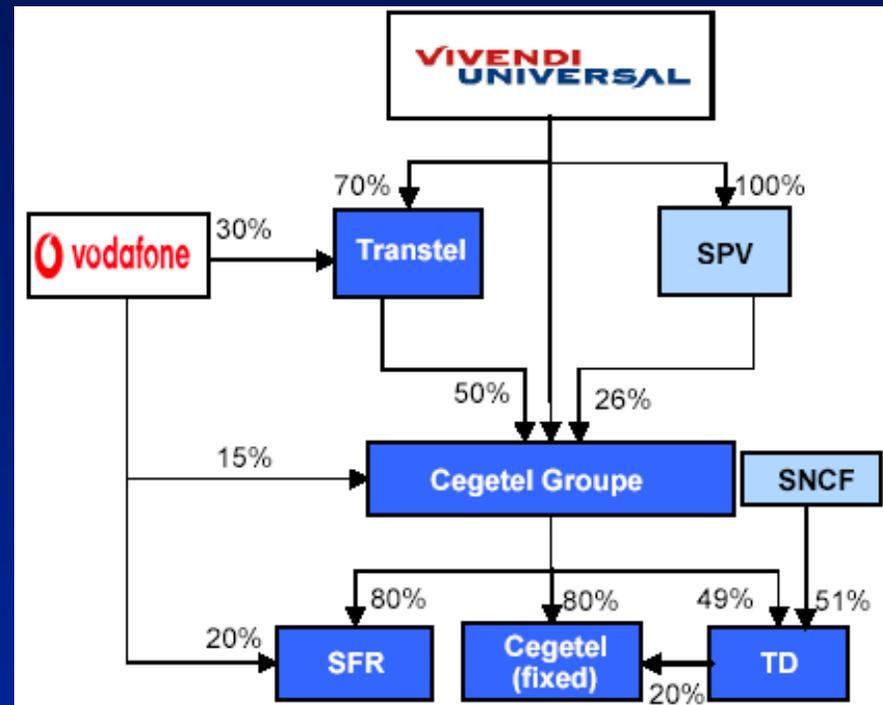
□ Exemple 1 : Vivendi Universal et Cegetel

Business Unit Cegetel

Au 30/09/02	€ Millions
CA	5 246
EBITDA	1 806
EBIT	1 206

Source : Extrait des comptes de Vivendi Universal au 30/09/2002

Organigramme avant simplification



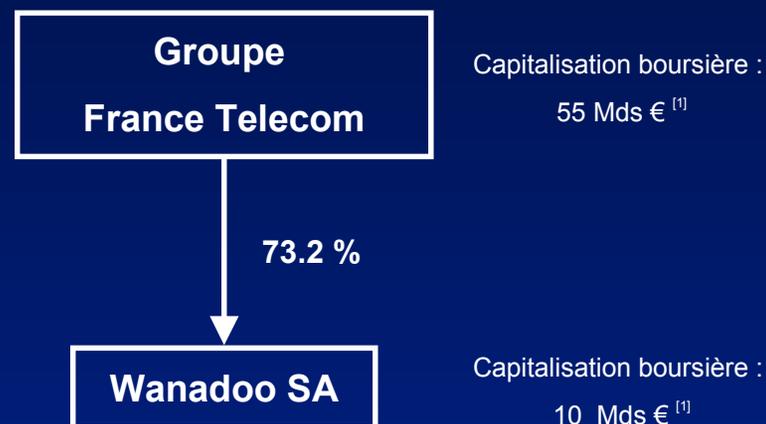
Source : Vivendi Universal

Le problème des comptes consolidés et des flux de trésorerie

□ Exemple 2 : France Telecom et Wanadoo

<u>France Telecom</u>	<u>€ Millions</u>
Dette brute au 30/06/03	58 897
Trésorerie au 30/06/03	9 568

<u>Wanadoo</u>	<u>€ Millions</u>
Dette brute au 30/06/03	399
Trésorerie au 30/06/03	1 991



^[1] Au 15/01/04

Source : Résultats semestriels de France Telecom et Wanadoo au 30/06/2003

Un problème qui s'applique également à :

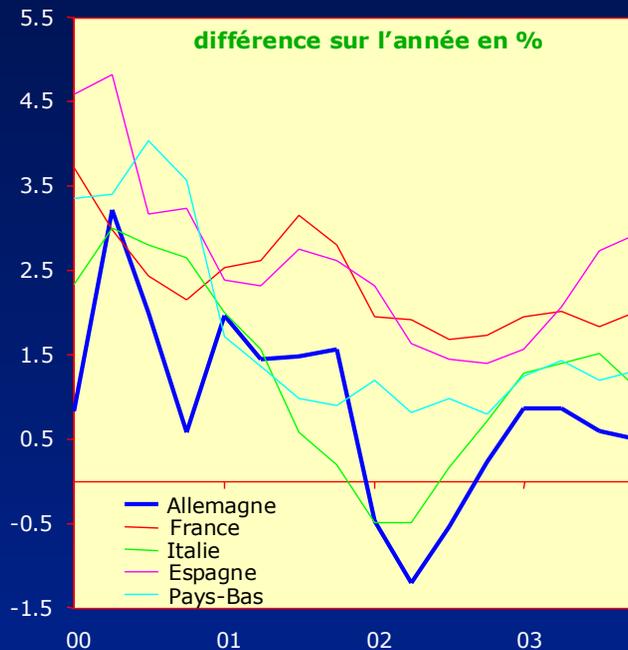
- La location financière
- La rentabilité de l'actif économique et la juste valeur
- Les effets fiscaux

Une crise verticale

- I. La méthode des multiples**
- II. La méthode DCF
- III. La méthode patrimoniale

Un marché européen très corrélé au marché US

Divergence de consommation en Europe ^[1]



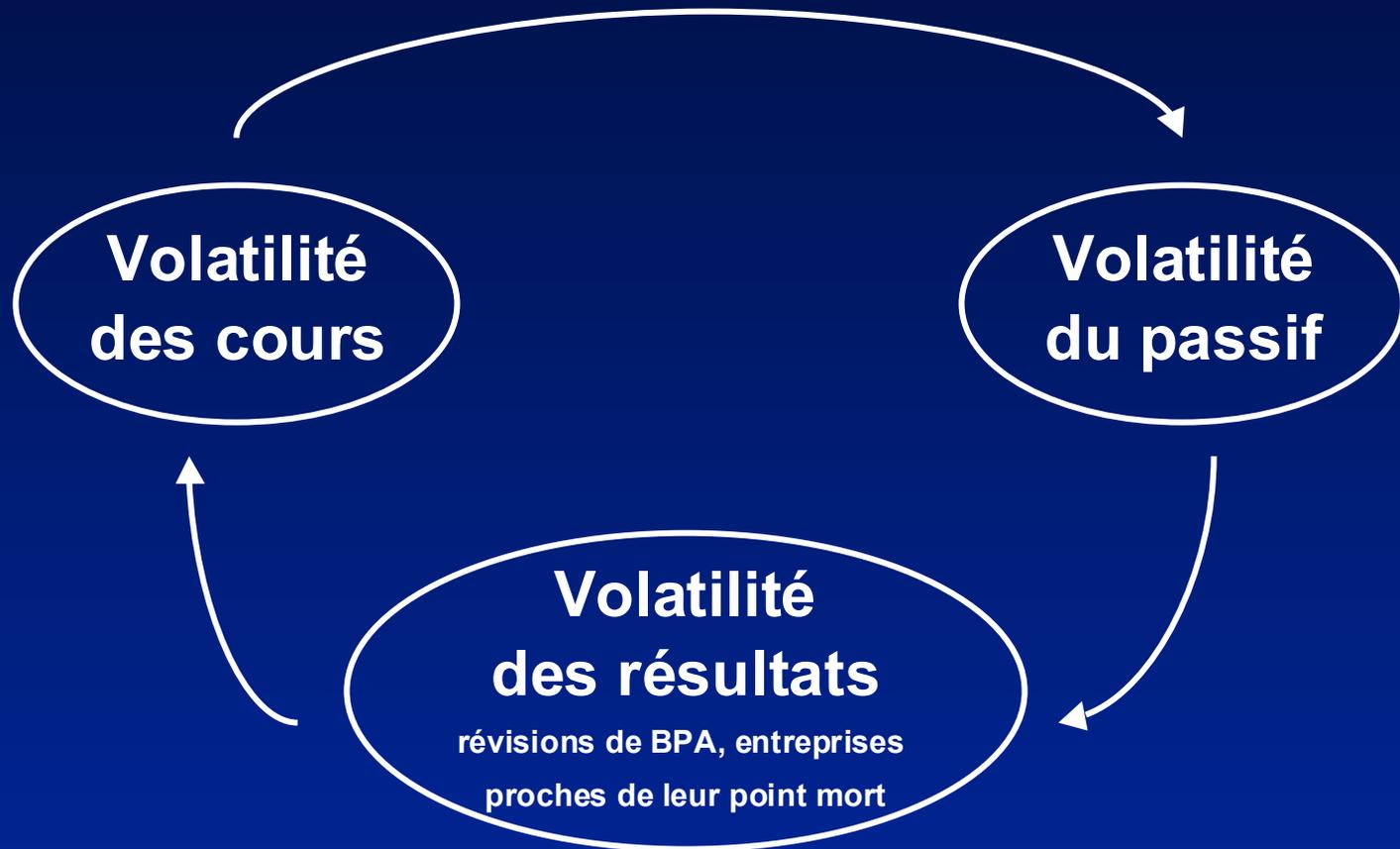
Actions US et européennes ^[1]



^[1] Source : Note d'analyste

Malgré les divergences de consommation entre les pays en Europe, la performance des actions européennes reste très corrélée au marché US

Une forte volatilité des cours de bourse



Une forte volatilité des cours de bourse

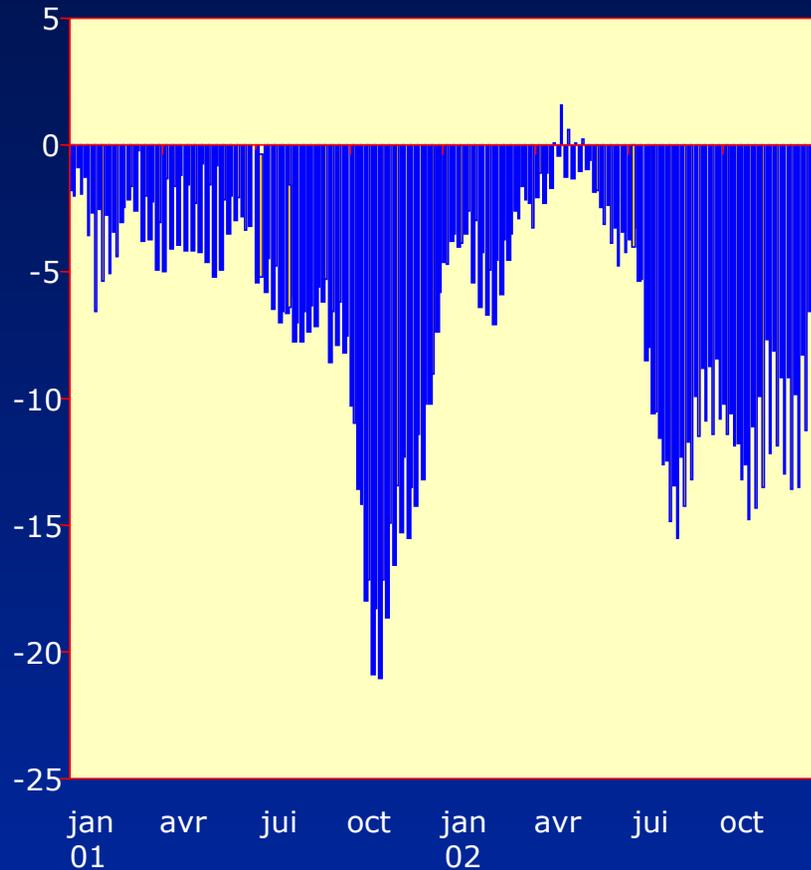
Volatilité du CAC 40 depuis 1988



Source: Datastream

Une forte volatilité des cours de bourse

Révision des bénéfices par action en Europe



Source: Note d'analyste

Une crise des soldes dans la méthode des multiples

- Le multiple du chiffre d'affaires enfin décrédibilisé
- Le multiple d'EBITDA a montré ses limites en ignorant l'intensité capitalistique
- Les multiples d'EBITA et d'EBIT, conceptuellement les plus justes, sont affectés par les provisions sur actifs d'exploitation, les frais de restructuration, ou les ajustements de juste valeur des incorporels

Un retour dangereux du PER qui sur-valorise la dette et sous-valorise les capitaux propres

- Soient A et B 2 entreprises de taille et perspectives identiques et évoluant dans le même secteur:

Société	A	B
Résultat d'exploitation	150	177
- frais financiers	30	120
- impôts sur les sociétés (40%)	48	23
= résultat net	72	34
Capitalisation boursière	1800	?
Valeur de la dette (à 10% l'an)	300	1200

- Le PER de A est de: $1800/72 = 25$. En appliquant ce multiple à B, on obtient une valeur des capitaux propres de B de : $25 \times 34 = 850$
- Le multiple du résultat d'exploitation de A ressort à 14. En appliquant ce multiple à B, on obtient une valeur d'entreprise de 2478, soit une valeur des capitaux propres de **1278**



Le PER sur-valorise la dette et sous-évalue la valeur des capitaux propres

Une crise verticale

- I. La méthode des multiples
- II. La méthode DCF**
- III. La méthode patrimoniale

Des hypothèses financières irréalistes ont décrédibilisé la méthode

□ Wanadoo - l'exemple d'un broker :

Cours d'introduction en bourse :	19 €
Objectif de cours :	25 €
Cours au 03/02/2003 :	5.22 €

*Des hypothèses
opérationnelles
discutables par
nature*

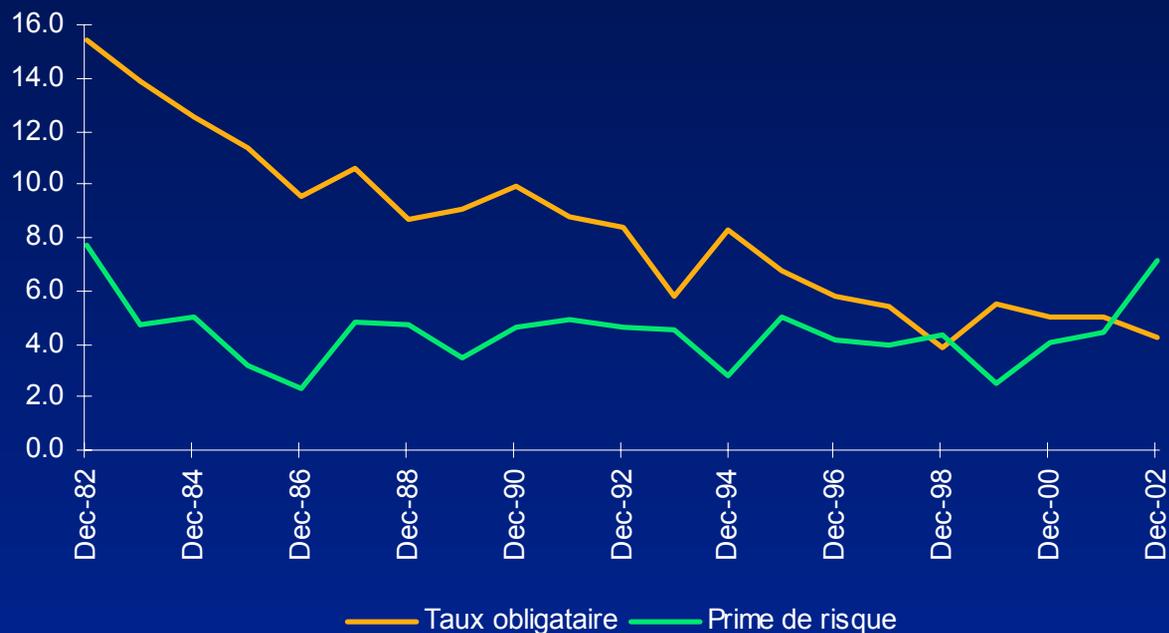
€ millions	Prévisions				Réal			
	1999	2000e	2001e	2002e	1999	2000	2001	2002
CA	799	979	1363	1888	810	1111	1563	1935
EBITDA	77	-2	14	167	77	-66	-82	75

*Mais des hypothèses
financières irréalistes
pour l'entreprise et le
secteur*

Taux de l'argent sans risque :	5.3%
Prime de marché :	3.5%
Coût de la dette :	6.3%
Beta :	1.6
WACC :	9.2%
Taux de la croissance à l'infini :	5.0%
Part de la valeur finale :	90.4%

Prime de risque

Prime de risque depuis 1982



Source : Associés en Finance

Taux obligataire : Taux Swap Euribor à 10 ans

Prime de risque = Espérance de rentabilité des actions de la zone euro - taux obligataire

Is the Beta dead ?

Assurances vie



Assurances



Tendances actuelles

- ❑ L'horizon court terme ne permet souvent pas d'avoir une visibilité qui dépasse la fin de l'exercice
- ❑ Les analystes continuent à faire des prévisions à 2-3 ans mais utilisent peu la méthode DCF dans leur travail de valorisation

Une crise verticale

I. La méthode des multiples

II. La méthode DCF

III. La méthode patrimoniale

Une méthode difficile à mettre en œuvre

- ❑ L'évaluation des actifs incorporels devient de plus en plus problématique dans le contexte de la juste valeur : goodwill, R&D
- ❑ Des passifs latents
- ❑ Une fiscalité latente difficile à évaluer



Une méthode devenue difficile à appliquer sauf aux sociétés foncières et aux sociétés holding

□ Saint-Gobain, sum-of-the parts :

Sum-of-parts					
Division	T/O	EBITDA	Op profit	Reason	Valuation EURm
Flat Glass	4428	805	551	Filks EV/EBITDA	3462
Insulation & Reinforcement	3339	623	402	Rockwool PE	2892
Containers	4192	758	404	12x PE	3200
Total Glass	11959	2186	1357		9553
Abrasives	1520	195	120	20% disc. to Av of 3M, Milacron and SIA PE of 17x	1077
High performance plastics	940	120	70	20% disc. to Av. 3M, Dupont and Smiths Ind PE of 22x	813
Ceramics	1440	160	90	Av. Cookson, M. Crucible, Coorstek PE of 11x	653
Total	3900	475	280		2544
Building Materials	3311	512	375	Sector average PE - 10x	2475
Distribution	10715	718	535	Wolseley EV/EBITDA - 10% discount	4380
Pipe	1835	200	130		1000
Total Housing	15861	1430	1040		7855
Total	31721	4091	2677		19952
Net debt				End-2002 net debt	-6996
Investments & Associates				Mainly Vivendi Universal	195
Minorities				Book value	-423
Asbestos liability				As per our NPV calculation	-1371
Total Value					11356
No Shares - m					343.2
Value per share - EUR					33
Current price - EUR					30.6
Premium / (Discount)					-7%

Les investisseurs raisonnent moins en valeur qu'en rendement

- Hésitation des investisseurs devant le risque d'une chute des cours
- Recherche d'une performance dite décorellée, fondée sur le rendement
- Raisonnement en arbitrage sur deux valeurs, sur une valeur et un titre donnant accès au capital, sur un effet "news"...

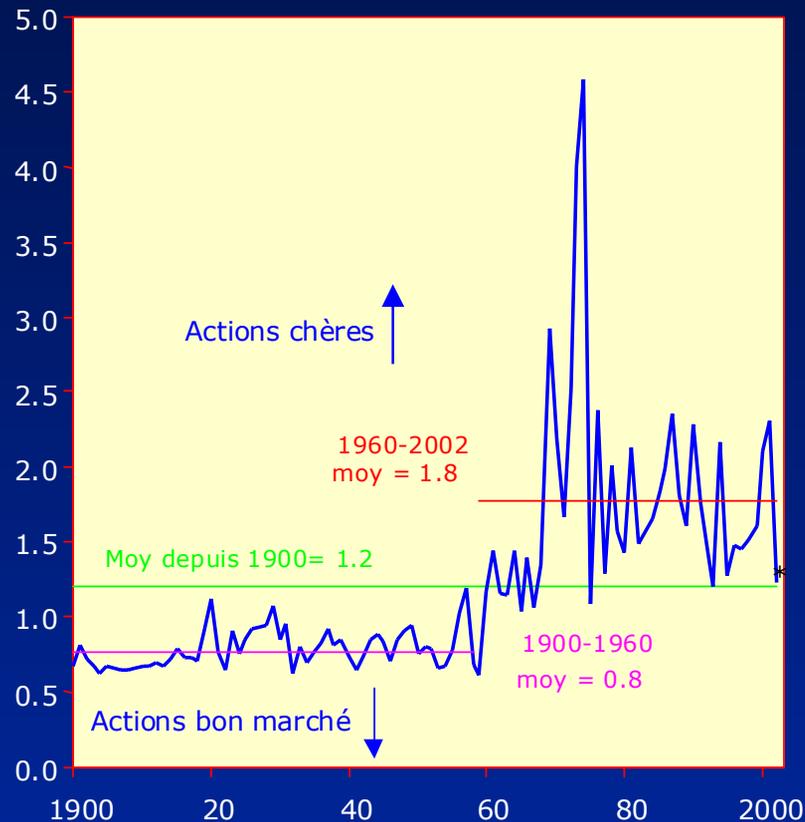


Moindre intérêt pour la valeur intrinsèque des sociétés

Conclusion : Moins d'engouement pour le papier actions

Les investisseurs raisonnent moins en valeur qu'en rendement

Ratio taux d'intérêt / dividendes au Royaume-Uni depuis 1900



Source : Note d'analyste