

LA LETTRE DE XAVIER PAPER

WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 96

juillet 2016

EVALUATION : DECOTES ET COMPARABLES BOURSIERS

L'évaluation financière n'étant pas une science exacte, il est parfois judicieux de procéder à certains ajustements. Ainsi, afin de prendre en compte certaines spécificités propres à la société évaluée ou certains éléments de contexte, les experts indépendants peuvent être amenés à appliquer des décotes aux valeurs issues des méthodes d'évaluation mises en oeuvre.

Les développements qui suivent visent plus particulièrement la méthode des comparables boursiers. Faut-il appliquer une décote ? Si oui, dans quelles circonstances ? Quel niveau de décote appliquer ? Telles sont quelques-unes des questions auxquelles se propose de répondre le présent article. Pour ce faire, nous avons utilisé les rapports d'expertise indépendante (disponibles sur le site internet de l'Autorité des Marchés Financiers - www.amf-france.org) établis dans le cadre d'offres publiques ; ces rapports fournissent, selon nous, un bon panorama des pratiques existantes en matière d'évaluation.

METHODE DES COMPARABLES BOURSIERS

Cette méthode, dite analogique, consiste à déterminer la valeur d'une société par référence aux multiples implicites de sociétés cotées comparables. Son application, dans le cas où la société évaluée est française, se déroule selon les étapes suivantes :

- 1) Sélection d'un échantillon de sociétés comparables cotées françaises et/ou étrangères. Les sociétés sélectionnées sont considérées comme étant comparables dès lors qu'elles présentent suffisamment de similitudes avec la société évaluée, en termes :
 - de secteur d'activité : services / produits, clients, secteur géographique, etc. ;
 - de taille : chiffre d'affaires / capitalisation boursière ;
 - de profitabilité : marge opérationnelle, structure de coûts ; et
 - de perspectives de croissance de la marge opérationnelle et du chiffre d'affaires¹.
- 2) Sélection d'un ou de plusieurs soldes intermédiaires de gestion pour les besoins du calcul des multiples implicites : chiffre d'affaires, excédent brut d'exploitation, résultat d'exploitation et/ou résultat net.
- 3) Calcul des multiples implicites à partir du consensus² des analystes financiers portant sur les titres sélectionnés et de la valeur d'entreprise, cette dernière correspondant à la somme de la capitalisation boursière³, des intérêts minoritaires et de l'endettement net⁴.
- 4) Application des multiples implicites issus de la sélection des sociétés comparables cotées aux soldes intermédiaires de gestion de la société évaluée pour chacune des années retenues⁵.

Il convient de noter que la qualité des résultats issus de la méthode des comparables boursiers [...]

¹ Autant que faire se peut, les sociétés comparables cotées doivent avoir le même stade de maturité que la société évaluée.

² Les consensus sont extraits de bases de données financières (exemple : Thomson Reuters).

³ La capitalisation boursière est, le plus souvent, appréciée sur la base d'une moyenne (exemple : 1 mois).

⁴ L'endettement net est calculé à la date la plus proche de la date d'évaluation.

⁵ Les multiples implicites sont calculés sur plusieurs exercices, généralement une année historique et deux années prévisionnelles ; les multiples implicites des années prévisionnelles étant déterminés à partir du consensus des analystes financiers.

[...] dépend étroitement de la pertinence de l'échantillon des sociétés cotées sélectionnées ; c'est pourquoi cette méthode, bien qu'elle soit très utilisée dans le cadre d'une approche d'évaluation multicritères, est souvent retenue à titre secondaire.

PANORAMA DES PRATIQUES

Afin d'avoir une idée des pratiques en matière d'évaluation, nous avons, dans un premier temps, recensé les 67 rapports d'expertise indépendante établis entre janvier 2014 et décembre 2015. Le tableau ci-dessous présente, sous forme résumée, les résultats de l'analyse des décotes appliquées aux valeurs issues de la méthode des comparables boursiers dans le cadre d'offres publiques :

	Méthode des comparables boursiers				
	Appliquée par l'évaluateur				Non appliquée par l'évaluateur
	Décote	Pas de décote + commentaire sur décote	Pas de décote		
	Capitalisation < 1 milliard d'euros			Capitalisation > 1 milliard d'euros	
Nombre d'expertises indépendantes	10	7	29	8	13

Le tableau fait apparaître les résultats suivants :

- Parmi les 67 rapports d'expertise indépendante analysés, il ressort que 13 experts indépendants n'ont pas retenu la méthode des comparables boursiers dans l'approche d'évaluation multicritères. Notre analyse se concentre donc sur les 54 rapports d'expertise indépendante restants (= 10 + 7 + 29 + 8).
- Parmi les 54 rapports d'expertise indépendante pour lesquels la méthode des comparables boursiers est utilisée, à titre principal ou secondaire, 10 experts indépendants ont appliqué une décote, soit dans 19% des cas (= 10 / 54).
- S'agissant de la décote de taille (cf. infra, « Fondements de l'application d'une décote »), sur les 44 rapports d'expertise indépendante pour lesquels aucune décote n'est appliquée, 8 d'entre eux n'en nécessitent pas dans la mesure où les sociétés évaluées présentent une capitalisation boursière importante, supérieure à un milliard d'euros. Dès lors, le pourcentage précédent de 19% s'élève en réalité à 22% (= 10 / [54 – 8]) lorsqu'il est appliqué aux sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à un milliard d'euros.

En prenant comme base le nombre de rapports d'expertise indépendante pour lesquels l'application d'une décote aurait été justifiée (cf. supra c.), soit 46 (= 54 – 8), et le nombre de rapports d'expertise indépendante pour lesquels une décote a été effectivement appliquée (10), ou à défaut mentionnée comme étant justifiée par l'expert indépendant (7), il ressort que, pour 37% (= [10 + 7] / [46]) des rapports d'expertise indépendante visés, une décote est fondée.

FONDEMENTS DE L'APPLICATION D'UNE DECOTE

Dans la plupart des cas de l'échantillon, la décote appliquée a pour origine l'écart de taille, exprimée en termes de capitalisation boursière, existant entre les sociétés comparables cotées et la société évaluée. Le marché des actions permet en effet d'observer des multiples de valorisation d'autant plus élevés que la capitalisation boursière est importante. Dès lors, l'application de multiples implicites issus de sociétés comparables cotées dont la capitalisation boursière est significativement plus importante que celle de [...]

[...] la société évaluée est susceptible de conduire à une surévaluation. La décote de taille a pour objectif de corriger ce biais.

Ainsi, à titre d'illustration, parmi les 10 experts indépendants ayant appliqué une décote à la valeur issue de la méthode des comparables boursiers (cf. tableau supra), nous relevons que :

- pour 7 d'entre eux, la décote a pour origine un écart de taille ;
- pour 2 d'entre eux, la décote a pour origine un risque d'exécution du business plan ; et
- pour 1 d'entre eux, la décote a une double origine : un écart de taille et un risque d'exécution du business plan.

Il convient de remarquer que l'application d'une décote au titre d'un risque d'exécution du business plan est une démarche analogue à celle consistant à ajouter une prime de risque spécifique au coût du capital pour la méthode DCF⁶. Cette approche nous semble néanmoins discutable dans la mesure où, sur le plan conceptuel, le risque spécifique ne devrait être logiquement pris en compte qu'au seul niveau des flux de trésorerie d'exploitation.

En complément des commentaires précédents, il convient de préciser que :

- certains experts indépendants, ne souhaitant pas appliquer de décote, corrigent le biais lié à la taille en restreignant l'échantillon des sociétés comparables cotées à celles dont la capitalisation boursière est peu ou prou similaire à celle de la société évaluée ;
- d'autres experts n'appliquent aucune décote de taille : (1) soit parce que la capitalisation boursière de la société évaluée est suffisamment importante (supérieure à un milliard d'euros par exemple) justifiant dès lors l'absence de décote, (2) soit parce qu'il n'est pas jugé pertinent de tenir compte d'une décote, compte tenu de son caractère discrétionnaire et forfaitaire ; et
- certains experts indépendants justifient le calcul de la décote en se référant à des abaques publiées par des sources de référence (exemple : Ibbotson).

CONCLUSION

Les développements qui précèdent montrent qu'un nombre significatif d'experts indépendants considèrent qu'il est justifié d'appliquer une décote à la valeur issue de la méthode des comparables boursiers. Dans la majorité des cas, cette décote traduit l'écart constaté entre la capitalisation boursière des sociétés comparables cotées sélectionnées et celle de la société évaluée ; cet écart est de nature à conduire à une surévaluation des multiples implicites calculés. Si cette décote apparaît justifiée dans un certain nombre de cas, il convient néanmoins de ne pas perdre de vue son caractère parfois discrétionnaire, même si il est possible de se référer à des abaques. Le niveau de la décote appliquée par l'expert indépendant étant susceptible de conduire à une sous-évaluation, les analystes extérieurs à la société évaluée doivent donc faire preuve d'une vigilance particulière en la matière.

PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire
75017 Paris, France
+33 1 40 68 77 41
www.xavierpaper.com

Xavier Paper
+33 6 80 45 69 36
xpaper@xavierpaper.com

Patrick Grinspan
+33 6 85 91 36 23
pgrinspan@xavierpaper.com

⁶ *Discounted cash flows.*