

LA LETTRE DE XAVIER PAPER

WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 110

septembre 2017

EVALUATION D'UN ETABLISSEMENT BANCAIRE : QUELLES DIFFERENCES AVEC UNE ENTREPRISE INDUSTRIELLE ET COMMERCIALE ?

D'un point de vue économique et financier, les entreprises industrielles et commerciales et les établissements bancaires présentent de nombreuses différences. A titre d'exemple, dans les établissements bancaires, la dette financière a une nature très particulière ; elle permet de répondre aux besoins de l'activité bancaire et correspond aux ressources monétaires assurant le financement des prêts octroyés aux clients. Elle ne doit pas être confondue avec la dette financière proprement dite qui, elle, permet habituellement d'assurer le financement des actifs immobilisés. En outre, compte tenu de leur caractère systémique, les établissements bancaires sont soumis à des contraintes réglementaires, dites prudentielles, qui leur imposent de maintenir un niveau minimum de fonds propres (les « **fonds propres pruden**tiels »), constitutif d'un « matelas » de sécurité en cas de défaut de paiement des emprunteurs.

L'objet du présent article est de présenter les méthodes d'évaluation des entreprises industrielles et commerciales et des établissements bancaires et d'analyser les principales différences observées.

EVALUATION DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES ET COMMERCIALES

Outre les méthodes de valorisation fondées sur le cours de bourse (pour les entreprises cotées), sur les transactions récentes portant sur le capital, ou sur l'actif net comptable, il existe deux grandes familles de méthodes permettant d'évaluer les entreprises :

1) Les méthodes intrinsèques

Ces approches de valorisation consistent à actualiser les flux générés par l'entreprise dans le futur sur la base d'un taux d'actualisation qui reflète le risque supporté par les actionnaires et/ou les créanciers. Elles sont dites « intrinsèques » car elles reposent sur l'hypothèse d'une valeur des capitaux propres fondée sur la profitabilité future de l'entreprise à évaluer.

S'agissant des entreprises industrielles et commerciales, la méthode la plus largement mise en œuvre par les évaluateurs est celle de l'actualisation des flux de trésorerie disponible (*Discounted cash flows* [DCF]¹). C'est une méthode indirecte puisque l'entreprise est évaluée globalement ; la valeur des fonds propres s'obtient en déduisant l'endettement net de la valeur d'entreprise, le taux d'actualisation étant égal au coût du capital, soit le risque supporté par les actionnaires et les créanciers.

2) Les méthodes analogiques

Les approches de valorisation analogiques consistent à évaluer une entreprise par référence à des entreprises dites comparables dont on connaît la valeur, soit parce qu'elles sont cotées (méthode des comparables boursiers), soit parce qu'elles ont fait l'objet d'une transaction récente dont les caractéristiques ont été publiquement révélées (méthode des transactions comparables). Pratiquement, l'évaluation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société à évaluer (chiffre d'affaires, excédent brut d'exploitation, résultat d'exploitation et/ou résultat net) les multiples implicites observés sur l'échantillon de sociétés comparables sélectionnées.

¹ Dénommée également *DCF to the firm* par opposition à la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires ou *DCF to equity*.

S'agissant des entreprises industrielles et commerciales, les multiples généralement privilégiés par les évaluateurs sont ceux issus de l'excédent brut d'exploitation et/ou du résultat d'exploitation dans la mesure où ils permettent d'appréhender la valeur de l'entreprise évaluée sur la base de sa capacité bénéficiaire. A l'image de la méthode DCF, il s'agit donc d'une méthode indirecte ; la valeur des fonds propres est égale à la valeur d'entreprise, déterminée sur la base des multiples implicites, sous déduction de l'endettement net.

EVALUATION DES ETABLISSEMENTS BANCAIRES

Pour les raisons évoquées en préambule, les notions de valeur d'entreprise et de coût du capital sont sans objet dans les établissements bancaires ; l'évaluation de ces derniers repose donc exclusivement sur l'approche directe, qui permet de procéder à l'évaluation de leurs capitaux propres sans devoir déterminer, au préalable, leur valeur d'entreprise. Cette différence majeure par rapport aux entreprises industrielles et commerciales étant soulignée, l'évaluation des établissements bancaires repose également sur deux grandes familles de méthodes, les méthodes intrinsèques et les méthodes analogiques.

S'agissant des méthodes intrinsèques, les méthodes appliquées sont habituellement les suivantes :

- Actualisation des flux de dividendes distribuables²

Cette méthode consiste à déterminer la valeur des capitaux propres d'un établissement bancaire en actualisant les résultats nets futurs distribuables aux actionnaires au coût des fonds propres, soit le risque supporté par ces derniers.

L'évaluation repose sur la détermination du coût des fonds propres et sur la prise en compte du ratio de solvabilité, généralement estimé sur la base de l'objectif de couverture des risques que se fixe le management de l'établissement bancaire. Ce ratio permet de déterminer le capital excédentaire en début de période ainsi que la quote-part de résultat net à affecter aux fonds propres prudentiels au titre de la période explicite et de la valeur terminale.

- Modèle théorique de Gordon³

Cette méthode vise à déterminer le prix théorique (V_{FP}) qu'un investisseur est prêt à offrir pour un actif compte tenu de son risque (coût des fonds propres, COE), de sa rentabilité normative mesurée par le retour sur capitaux propres (ROE) et de son taux de croissance à long terme (g) selon la formule suivante :

$$V_{FP} = \text{Capitaux propres} \times (\text{ROE} - g) / (\text{COE} - g)$$

Cette méthode, qui correspond à la capitalisation d'un flux à l'infini, est pertinente lorsque l'activité de l'établissement bancaire s'inscrit dans une logique de continuité d'exploitation et s'accompagne d'une croissance stable. Elle est rapide dans sa mise en œuvre et est applicable indépendamment du métier de l'établissement bancaire (banque de réseau, banque d'investissement...).

S'agissant des méthodes analogiques, à l'image des entreprises industrielles et commerciales, la méthode la plus couramment appliquée est celle des comparables boursiers. Les multiples implicites les plus couramment utilisés sont les suivants :

- Multiple de résultat net⁴

Cette méthode, qui permet de calculer directement la valeur des capitaux propres, est également utilisée pour l'évaluation des entreprises industrielles et commerciales. Néanmoins, pour ces dernières, son usage est relativement limité dans la mesure où les écarts de structure financière existant entre les sociétés comparables introduisent un biais dans les calculs ; en effet, le résultat net est déterminé après incidence des charges et des produits financiers.

² *Dividend Discount Model (DDM).*

³ *Warranted equity Value (WEV).*

⁴ *Price Earnings ratio (PER).*

- Multiple d'actif net⁵

Cette méthode consiste à appliquer aux fonds propres ajustés de l'établissement bancaire les multiples de fonds propres normalisés (PBR) moyens observés sur un échantillon d'établissements bancaires comparables. L'ajustement susvisé consiste à déduire l'excédent de fonds propres constaté⁶, d'une part de la capitalisation boursière, d'autre part des capitaux propres.

Il est fréquent de procéder à une régression linéaire entre le PBR et le ROE de l'échantillon sélectionné ; en effet, la capitalisation boursière d'un établissement bancaire est d'autant plus élevée que son ROE l'est lui-même. Dans ce cas, le PBR utilisé n'est plus celui directement issu de l'échantillon ; il est déduit du ROE grâce à la droite de régression linéaire.

- Multiple d'actif net hors actifs incorporels⁷

Cette méthode est une variante de la précédente. Elle consiste à utiliser l'actif net sous déduction des actifs incorporels. La droite de régression linéaire en résultant est caractérisée par un taux de corrélation plus élevé que celui calculé à partir des PBR, en l'absence de prise en compte des éventuels goodwill figurant au bilan des établissements bancaires sélectionnés⁸.

PRINCIPALES DIFFERENCES ENTRE LES ENTREPRISES INDUSTRIELLES ET COMMERCIALES ET LES ETABLISSEMENTS BANCAIRES

Alors que l'évaluation des entreprises industrielles et commerciales privilégie les approches indirectes, les approches directes s'imposent a contrario lors de l'évaluation des établissements bancaires. Les notions de coût du capital et de rentabilité économique, qui sont centrales s'agissant des entreprises industrielles et commerciales, sont sans objet s'agissant des établissements bancaires. Pour ces derniers, seules priment les notions de coût des fonds propres et de retour sur fonds propres.

S'agissant des méthodes intrinsèques, les flux prévisionnels retenus pour l'évaluation des établissements bancaires (DDM) correspondent aux résultats nets anticipés (flux comptables actualisés au coût des fonds propres). De son côté, la méthode DCF, lorsqu'elle s'applique aux entreprises industrielles et commerciales, conduit à actualiser des flux de trésorerie d'exploitation au coût du capital.

Compte tenu des contraintes prudentielles auxquelles sont soumis les établissements bancaires, l'application de la méthode DDM passe par la détermination préalable d'un ratio de solvabilité.

S'agissant des méthodes analogiques, les multiples applicables aux entreprises industrielles et commerciales reposent habituellement sur l'excédent brut d'exploitation et/ou sur le résultat d'exploitation ; ceux applicables aux établissements bancaires reposent plutôt sur le ratio de capitalisation boursière sur résultat net (PER) et/ou sur le ratio de capitalisation boursière sur capitaux propres (PBR).

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

⁵ *Price-to-book ratio* (PBR).

⁶ Fonds propres en excès des fonds propres prudentiels.

⁷ *Price-to-tangible-book ratio* (PTBR).

⁸ En pratique, les investisseurs considèrent les goodwill comme des non valeurs.