

Valorisation par les méthodes analogiques

Comparaisons boursières et transactionnelles

1. Comparaisons boursières

La valorisation par comparaisons boursières constitue la méthode la plus fréquemment utilisée d'une part par les analystes dans le cadre de la détermination d'un cours objectif pour l'action d'une société cotée, d'autre part par les établissements présentateurs d'une offre publique (OPA, OPE ...) dans le cadre de la présentation de leur appréciation du prix d'offre.

Moins sophistiquée que la méthode DCF, la valorisation par comparaisons boursières, qualifiée de méthode « court terme » s'appuie sur des prévisions d'agrégats financiers (généralement issus du compte de résultat) à l'horizon de 2 ou 3 ans. Elle présente donc l'avantage de pouvoir être mise en œuvre, même en l'absence de disponibilité d'un plan d'affaires détaillé à moyen terme.

Pour valoriser une société cotée ou non par comparaisons boursières, on constitue un référentiel de sociétés présentant le même risque industriel, c'est-à-dire appartenant au même secteur d'activité. Pour chacune des sociétés de l'échantillon retenu, on calcule des multiples d'agrégats de compte du résultat : chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, PER... (Les définitions des agrégats anglo-saxons sont fournies en annexe 5). Les moyennes des multiples obtenues sont alors appliquées aux agrégats correspondants de la société à valoriser.

La Valeur d'Entreprise (VE) utilisée dans la plupart de méthodes de valorisation correspond à la valeur économique des actifs de l'entreprise c'est-à-dire aux immobilisations et au BFR. (Le passage du bilan comptable au bilan financier est décrit en annexe 2).

Compte tenu de l'équilibre du bilan, la VE correspond aussi à la valeur économique des ressources de l'entreprise, à savoir ses capitaux propres et sa dette financière nette.

Dans la mesure où la valeur économique des capitaux propres est reflétée par la capitalisation boursière de la société, on en déduit que :

$$VE = \text{Capitalisation boursière} + \text{Dette financière nette} \quad [19]$$

Par ailleurs :

$$\begin{aligned} VE &= \text{Immobilisations} + \text{BFR} \\ &= \text{Immobilisations d'exploitation} + \text{BFR} + \text{Immobilisations Financières} \end{aligned}$$

Dans la mesure où les immobilisations d'exploitation (c'est-à-dire les immobilisations incorporelles et corporelles) et le BFR constituent les actifs d'exploitation, on peut écrire :

$$VE = \text{Actifs d'exploitation} + \text{Immobilisations financières.}$$

Par conséquent :

$$\text{Actifs d'exploitation} = \text{VE} - \text{Immobilisations Financières} \quad [20]$$

Et finalement :

$$\text{Actifs d'exploitation} = \text{CB} + \text{DN} - \text{IF} \quad [21]$$

Où :

- CB = Capitalisation Boursière
- DN = Dette financière Nette
- IF = Immobilisations Financières

L'approche de valorisation par le multiple du chiffre d'affaires consiste à considérer que la valeur des actifs d'exploitation (Immobilisations autres que financières + BFR) est égale à un certain nombre de fois le chiffre d'affaires (CA) prévisionnel de l'entreprise. En d'autres termes :

Actifs d'exploitation = xCA, « x » étant le multiple recherché. Par conséquent :

$$x = \text{multiple de CA} = \frac{\text{actifs_d'exploitation}}{\text{CA}} = \frac{\text{CB} + \text{DN} - \text{IF}}{\text{CA}} \quad [22]$$

En remplaçant dans la formule précédente le CA d'une part par l'EBITDA, d'autre part par l'EBIT, on a :

$$y = \text{multiple d'EBITDA} = \frac{\text{actifs_d'exploitation}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{CB} + \text{DN} - \text{IF}}{\text{EBITDA}} \quad [23]$$

$$z = \text{multiple d'EBIT} = \frac{\text{actifs_d'exploitation}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{CB} + \text{DN} - \text{IF}}{\text{EBIT}} \quad [24]$$

Le PER est défini comme le rapport entre le cours de l'action (*Price*) et le résultat part action (*Earning*). On a donc :

$$\text{PER} = \frac{\text{cours}}{\text{BPA}} \quad [25]$$

Soit N = nombre d'actions de la société considérée. On peut alors écrire :

$$PER = \frac{cours \times N}{BPA \times N}.$$

Or : cours x N = capitalisation boursière

$$\text{Et : } BPA \times N = \frac{\text{Bénéfice}}{N} \times N = \text{Bénéfice}.$$

Par conséquent :

$$PER = \frac{\text{Capitalisation}_{\text{boursière}}}{\text{Bénéfice}} \quad [26]$$

Cette formule qui consiste à passer par la capitalisation boursière plutôt que par le cours de bourse présente l'avantage d'être systématiquement applicable, y compris lorsque la société a émis différentes catégories d'actions (actions ordinaires, actions à dividendes prioritaires...).

2. Comparaisons transactionnelles

Le principe est le même que pour les comparaisons boursières :

- constitution d'un référentiel boursier de transactions comparables, c'est-à-dire d'acquisitions de sociétés du même secteur d'activité que la société à valoriser ;
- détermination de multiples d'agrégats comptables pour chaque transaction : multiple de chiffre d'affaires, d'EBITDA, d'EBIT, PER... Les formules utilisées sont les mêmes que celles présentées dans le cadre des comparaisons boursières ; la capitalisation boursière est alors remplacée par le montant de la transaction ;
- calcul de multiples moyens ;
- application des multiples moyens aux agrégats correspondant de la société à valoriser. Il convient de noter que les multiples issus des agrégats du dernier exercice avant la réalisation des transactions comparables sont appliqués aux agrégats publiés lors du dernier exercice par la société à valoriser.