

Évaluation d'entreprise

Plan du cours

1. Introduction à l'évaluation d'entreprise
2. L'approche patrimoniale
3. L'approche par le rendement et la détermination du coût du capital
4. Les méthodes hybrides et l'évaluation par les flux
5. L'approche par les comparables

Le PER

L'APPROCHE PAR LES COMPARABLES

L'estimation par le PER

- ▲ Rappel : $PER = P_0/BPA$
 - ▲ Le Bénéfice par action (BPA) est lui-même égal au Bénéfice net (B) divisé par le nombre N d'actions
 - ▲ D'où $PER = P_0/(B/N) \Leftrightarrow P_0 \times N/B$ ce qui revient à diviser la capitalisation boursière par le bénéfice B
- L'évaluation par les comparables consiste à multiplier le PER par le B de l'entreprise à évaluer, soit :

$$PER \times B \Leftrightarrow P_0 \times \frac{N}{B} \times B = P_0 \times N$$

- Ce qui revient à donner la valeur de la capitalisation de l'entreprise

Coût des fonds propres et coefficient de capitalisation des bénéfices

- ▲ Le taux de capitalisation des bénéfices est égal à : $k = 1/PER$
- ▲ **K est une mauvaise approximation du coût des fonds propres**
- ▲ En réalité, le PER dépend de g , le taux de croissance futur : plus g est grand, plus le PER est élevé

Les facteurs d'évaluation du PER

- ▲ Hypothèse : le dividende mis en paiement l'année suivante est une fraction du BPA actuel, d'où :

$$D_1 = d \times BPA_0 \text{ et } PER = \frac{P_0}{BPA_0}$$

$$\text{or d'après GS : } P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

$$\text{d'où : } \frac{dBPA_0}{(k - g)BPA_0} \Rightarrow PER = \frac{d}{k - g}$$

- Conclusion : pour une politique de distribution fixée (d) et un taux de rentabilité exigé par le marché k , plus le taux de croissance anticipé (g) est élevé et le PER grand

Valeur du PER en fonction de k et g

PER	$g=8\%$	$g=10\%$	$g=12\%$
$k = 13\%$	8,0	13,3	40,0
$k = 14\%$	6,7	10,0	20,0
$k = 16\%$	5,0	6,7	10,0

Source : M. Albouy, *Décisions financières et création de valeur*, 2000, p. 168

Coefficient de capitalisation et coût des fonds propres

Le coefficient peut être égal au coût des fonds propres, à condition que R_e soit égal au taux de rentabilité R_i exigé par le marché :

$$\begin{aligned}
 & \text{Si } R_i = R_e \\
 & \text{comme : } g = (1-d)R_e \\
 \Rightarrow PER &= \frac{d}{R_i - g} = \frac{d}{R_i - (1-d)R_i} = \frac{1}{R_i} \\
 & d' où $k = R_i = R_e$
\end{aligned}$$

Le modèle de Bates

L'APPROCHE PAR LES COMPARABLES

Le modèle d'évaluation de Bates

- ▶ Les deux principales utilisations du modèle de Bates sont :
 1. La détermination de la valeur maximale d'une société pour que l'investisseur obtienne le TRI qu'il s'est fixé comme objectif de rentabilité
 2. La valorisation d'un titre à partir de ses prévisions de résultats à moyen terme et d'un taux de retour attendu en fonction du risque de marché attaché à la société en question

Modèle de Bates : démonstration

- ▶ A partir de la formule générale :

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

- ▶ Et sachant que :

$$D_t = D_0(1+g)^t = dBPA_0(1+g)^t$$

et que $P_0 = PER_0 BPA_0$

et $P_n = PER_n BPA_n$

Modèle de Bates : démonstration (suite)

- ▶ On peut écrire :

$$P_0 = PER_0 B_0 = \sum_{t=1}^n \frac{dB_0(1+g)^t}{(1+k)^t} + \frac{PER_n B_0(1+g)^n}{(1+k)^n}$$

et $PER_0 = d \sum_{t=1}^n \frac{(1+g)^t}{(1+k)^t} + PER_n \left[\frac{1+g}{1+k} \right]^n$

Modèle de Bates : démonstration (suite et fin)

Or :

$$d \sum_{t=1}^n \frac{(1+g)^t}{(1+k)^t} = S = d \left(\frac{1+g}{1+k} \right) \times \frac{\left(\frac{1+g}{1+k} \right)^n - 1}{\left(\frac{1+g}{1+k} \right) - 1} = d \left(\frac{1+g}{1+k} \right) \times \frac{\left(\frac{1+g}{1+k} \right)^n - 1}{\left(\frac{g-k}{1+k} \right)} = S = d \left(\frac{1+g}{g-k} \right) \left[\left(\frac{1+g}{1+k} \right)^n - 1 \right]$$

$$d' où PER_0 = d \left(\frac{1+g}{g-k} \right) \left[\left(\frac{1+g}{1+k} \right)^n - 1 \right] + PER_n \left(\frac{1+g}{1+k} \right)^n$$

Qui peut également s'exprimer sous la forme de :

$$PER_0 = PER_n A - dB$$

Modèle de Bates : exemple

- ▲ Horizon $N = 5$ ans
- ▲ Taux de croissance anticipé des dividendes $g = 10\%$
- ▲ Taux requis $r_e = 15\%$
- ▲ Taux de distribution des dividendes $d = 50\%$
- ▲ le multiplicateur prévu au bout de 5 ans $PER_n = 10$

Modèle de Bates : exemple (fin)

- ▲ D'après les tables de Bates :
 $B = 4,4$ et $A = 0,8$
- ▲ $PER_0 = (0,5 \times 4,4) + (10 \times 0,8) = 10,2$
- ▲ Si $BPA_0 = 50$, alors $P_0 = 50 \times 10,2 = 510$
