

L'évaluation des grands crus viticoles bordelais



Par Maurice Nussenbaum, associé fondateur, Sorgem Evaluation



et Jérôme Niel, manager, Sorgem Evaluation

In vino veritas ?

Les transactions portant sur les grands crus, dont la presse financière se fait souvent l'écho en présentant des chiffres globaux et peu détaillés, soulèvent de nombreuses questions sur les méthodes de valorisation de ces actifs.

Ce marché, en fait très confidentiel, a fait l'objet d'une effervescence accrue avec l'arrivée d'investisseurs chinois ayant acquis plusieurs grands crus classés. On peut s'interroger sur la façon dont peuvent être évalués ces actifs, sachant que la valeur estimée n'est qu'une des composantes, certes majeure, du prix effectivement payé.

Avant de présenter les méthodes financières qui nous paraissent pertinentes pour évaluer ces actifs, il faut d'abord rappeler quels sont les principaux déterminants de la valeur d'un grand cru viticole bordelais.

Le premier prérequis de la valeur d'un grand cru est l'appellation définie par une délimitation géographique précise influençant la réputation et la notoriété du vin produit ; on peut ainsi citer les appellations Margaux, Pauillac, Saint-Estèphe, etc. Cette délimitation traduit une rareté qui crée également une rente foncière.

Les classements des vins bordelais permettent ensuite de hiérarchiser les vins au sein d'une région géographique déterminée. Les plus célèbres sont le classement de 1855, qui comporte 61 vins rouges du Médoc et 27 vins blancs liquoreux de Sauternes et de Barsac, et le classement de Saint-Emilion qui ne concerne que les vins de l'appellation «Saint-Emilion Grand Cru».

Distinct de l'appellation qui désigne seulement une zone géographique, le terroir influe fortement sur la qualité d'un vin, puisqu'il est dépendant de facteurs climatiques (exposition d'une parcelle au soleil), géologiques (nature du sol) ou humains (actions d'aménagement). Il peut ainsi y avoir plusieurs terroirs au sein d'une même appellation. La notation d'un vin par les critiques, le plus célèbre d'entre eux étant Robert Parker, influence sa notoriété et donc de fait le rayonnement commercial dont il peut bénéficier, parfois à une échelle mondiale. Les notes établies par ces critiques, dont le professionnalisme et l'indépendance sont souvent discutés, contribuent à la

création ou à la destruction de valeur d'un grand cru viticole.

Le nom de domaine va ainsi concentrer à la fois la valeur du terroir et celle de la marque. Ces actifs ont ici un caractère indissociable et concentrent l'essentiel de la valeur de la rente foncière.

Instauré dans les années 1970, le système des ventes en primeur est réservé aux meilleurs crus bordelais et permet à un domaine de vendre une partie de sa production annuelle, parfois jusqu'à 80 %, avant que celle-ci ne soit mise en bouteille. Ce système permet ainsi au producteur de sécuriser une partie plus ou moins conséquente de son chiffre d'affaires selon la qualité du millésime, le reste de la production étant conservé en stocks avant d'être vendu ultérieurement.

La grande volatilité qui affecte les déterminants de la valeur d'un grand cru bordelais, notamment du fait des aléas climatiques et de la conjoncture économique, rend difficile l'évaluation de ces actifs : les méthodes d'évaluation classiques doivent être transposées avec prudence et humilité sous peine d'aboutir à des valorisations incohérentes¹.

La valeur fondamentale d'une société peut être estimée à partir de méthodes intrinsèques, telles que les DCF (Cash Flows Actualisés), ou analogiques à partir de multiples de valorisation appliqués au résultat ou au chiffre d'affaires de sociétés comparables.

L'application de la méthode d'évaluation par les DCF repose in fine sur l'estimation de trois principaux paramètres : les flux de trésorerie prévisionnels, le taux d'actualisation et une valeur terminale.

Comme nous l'avons évoqué précédemment, les ventes en primeur peuvent parfois constituer une part significative du chiffre d'affaires d'un grand cru viticole bordelais. Modéliser les prévisions de ventes en primeur peut s'avérer être un exercice difficile compte tenu de l'extrême volatilité des prix, des quantités et du mix produits, les grands crus produisant généralement un «grand vin» à un prix relativement élevé et un second vin à un prix inférieur. La construction d'un business plan pertinent peut aussi se trouver fragilisée par les aléas climatiques futurs, tels que la grêle qui peut faire fluctuer fortement les rendements et la

qualité d'un vin. L'estimation d'un flux normatif, dans le cadre du calcul de la valeur terminale, s'avère également délicate dans la mesure où il est impossible de prévoir de manière certaine un niveau de rentabilité à l'infini.

Pour estimer le taux d'actualisation à partir d'un échantillon de sociétés comparables, il n'existe pas sur le marché français de société cotée détenant et exploitant uniquement un tel actif. Dans le domaine des vins et spiritueux, on peut ensuite se référer aux taux retenus pour les maisons de champagne ; il nous semble toutefois que le taux d'actualisation applicable à un grand cru bordelais doit nécessairement être supérieur à celui retenu pour une maison de champagne, dans la mesure où, en dépit des aléas climatiques récurrents qui font fluctuer fortement les rendements et la qualité, le grand cru ne peut pas diversifier ses approvisionnements et acheter des raisins ailleurs, a contrario de ce que peut faire une maison de champagne. De plus, compte tenu d'une plus grande variabilité des quantités et des prix, les grands crus de Bordeaux constituent un segment particulier, et plus risqué, du secteur du luxe.

Les méthodes de valorisation analogiques reposent sur l'utilisation de multiples issus soit de sociétés comparables cotées, soit de transactions ayant porté sur des sociétés comparables. Concernant la recherche de sociétés comparables cotées, on a vu précédemment, pour l'estimation du taux d'actualisation, qu'il était difficile de trouver de purs comparables à un grand cru bordelais. Afin de transposer de manière efficiente cette méthode à l'évaluation d'un grand cru bordelais, on peut toutefois, en première approche, se référer aux multiples d'EBITDA de groupes de luxe et de maisons de champagne. Les résultats obtenus pourront éventuellement être corrigés d'une décote tenant compte de la plus petite taille et de plus la grande illiquidité d'un grand cru bordelais par rapport aux géants du secteur des vins et spiritueux.

L'utilisation de la méthode de valorisation par les multiples de transaction requiert tout d'abord de définir quels sont les domaines comparables au grand cru viticole évalué. Au-delà des hiérarchies entre grands crus fixées par les classements bordelais, dont la relative ancienneté pourrait désormais être discutée, le niveau de prix

primeur constitue un élément de hiérarchie des grands crus en catégories comparables, dans la mesure où ce prix est le reflet, dans un modèle économique donné, de l'engouement du marché pour le vin produit par chaque grand cru.

En pratique, nos expériences professionnelles montrent toutefois que la recherche dans les bases de données traditionnelles de références de multiples implicites issus des transactions réalisées sur les grands crus bordelais est rendue difficile par la très grande confidentialité de ces opérations : le montant final du deal étant rarement communiqué officiellement fait souvent l'objet d'estimations par certains spécialistes du secteur. L'évaluateur peut dans un premier temps, à partir de ces transactions, estimer un prix de marché à l'hectare pour un cru donné à la date de la transaction, le seul paramètre certainement maîtrisé étant la surface de production du domaine objet de la transaction.

Il lui faut ensuite utiliser ces références pour évaluer le cru étudié à la date d'aujourd'hui ce qui implique une double extrapolation : dans le temps, pour passer d'une référence à une date à une estimation à une date différente et dans l'espace, pour passer d'un cru à un autre.

On peut alors estimer le prix à l'hectare d'un grand cru à partir de la connaissance de prix à l'hectare implicites issus de transactions plus ou moins anciennes sur des domaines comparables, ces prix à l'hectare étant ensuite corrigés d'un facteur temps pour tenir compte du décalage éventuel entre les dates de transaction et d'un facteur d'ajustement calculé à partir du ratio existant entre les prix primeurs desdits domaines.

Ces réflexions illustrent les écueils que doit surmonter l'évaluateur pour valoriser de façon objective un grand cru bordelais. Malgré le caractère confidentiel des transactions et l'insuffisance des références pertinentes dans les bases de données, une démarche d'évaluation financière rigoureuse permet de recouper les valeurs de marché connues et traditionnellement accordées à chaque grand cru par les professionnels du secteur et d'apporter des réponses spécifiques aux cas particuliers. ■

1. Cf. notamment : *Mémoire de fin d'études sous la supervision de M. Maurice Nussenbaum intitulé Evaluation des domaines viticoles bordelais de Paul Halard & Aurélie Heckel, Master 225, université Paris-Dauphine, octobre 2012.*