



LES DIFFÉRENTES FACETTES DE LA VALEUR : VALEUR INTRINSÈQUE ET VALEUR D'ACQUISITION

par Maurice NUSSENBAUM

Professeur à l'Université Paris IX Dauphine

Expert financier près

la Cour d'Appel de Paris

Associé de Sorgem

Lors d'une prise de contrôle d'une entreprise cotée, le prix payé par l'acquéreur est le plus souvent largement supérieur à la valeur boursière antérieure. On attribue cette différence à plusieurs facteurs :

- le prix à payer pour détenir le contrôle et les avantages qui s'y rattachent,
- l'anticipation des effets d'une gestion plus efficace,
- les effets de synergie qui peuvent prendre différents aspects :
 - acquisition de capacités de production...

— acquisition de réseaux de distribution,

— acquisition de parts de marché et optimisation des positionnements et des investissements publicitaires.

On considère parfois cet écart par rapport à la valeur boursière comme excessif et résultant uniquement de la volonté de l'acquéreur de détenir sa cible à tout prix.

Néanmoins la valeur boursière ne constitue qu'une référence ponctuelle de la valeur. C'est pourquoi on examinera successivement la valeur intrinsèque et la valeur d'acquisition.

LA VALEUR INTRINSÈQUE

La valeur intrinsèque correspond au point de vue de l'investisseur qui détient ou acquiert un paquet minoritaire d'actions dans le but d'encaisser des dividendes et de bénéficier d'une plus value à terme s'il décide de céder ses titres.

Cette plus-value est bien entendu impossible à estimer a priori c'est pourquoi les approches théoriques reposent le plus souvent sur l'actualisation jusqu'à l'infini des dividendes espérés (1).

Si la méthode est théoriquement juste elle pose en pratique le problème de la détermination des taux de croissance espérée des dividendes futurs. Compte tenu des niveaux actuels des

taux de rendement (autour de 3 % — 1^{er} trimestre 1989 avoir fiscal inclus), les estimations que l'on peut faire des prix théoriques des actions sont extrêmement dépendantes des hypothèses sur les taux de croissance futurs (2). On est donc conduit, soit à utiliser des méthodes de prévisions complexes qui risquent d'être arbitraires, soit à utiliser d'autres approches et en particulier à se référer aux PER, aux flux de trésorerie actualisés (discounted cash flow) ou encore aux ratios des valeurs de marché par rapport aux valeurs d'actif net comptable.

La référence au PER suppose de définir à la fois le PER de référence et le bénéfice auquel il s'applique.

Le PER de référence peut être sectoriel ou caractéristique du marché à un instant donné.

Dans certains secteurs ce PER reflète des anticipations d'OPA et conduit non pas à une évaluation de valeur intrinsèque mais incorpore déjà une anticipation de prise de contrôle. C'est le cas notamment en France des sociétés appartenant à la grande distribution ou à l'agro-alimentaire. En Grande-Bretagne, les anticipations d'OPA, pèsent moins lourd pour les valeurs de distribution que l'impact des anticipations inflationnistes et se traduisent par des multiples plus faibles qu'en France.

Le deuxième problème est lié au concept de bénéfice. Le résultat courant n'a pas le même sens en France que le concept anglo saxon puisque sont classés dans le résultat exceptionnel des éléments qui se rattachent en fait à des événements exceptionnels des activités ordinaires et qui à ce titre appartiennent au résultat courant anglo saxon. Il est difficile pour l'analyste externe de procéder à cette analyse qui est néanmoins nécessaire.

Par ailleurs, le bénéfice est lui-même dépendant des règles d'amortissement ▶

(1) Ce qui revient au même puisque la valeur anticipée de la valeur de cession reflète la somme actualisée des dividendes futurs de la date de la cession à l'infini.

(2) Avec un taux de rendement exigé par les actionnaires de 15 % et un taux de distribution de 50 % (dividende + plus value) une variation de 1 % du taux de croissance à l'infini modifie le PER de 25 %.

et de comptabilisation des acquisitions et des investissements immatériels.

La sous-estimation systématique de la prise en compte des valeurs incorporelles dans la détermination des valeurs d'apport lors des opérations de fusions acquisitions conduit à une majoration artificielle du résultat et donc de la rentabilité apparente alors qu'en fait leur estimation à leur vraie valeur augmente à la fois les capitaux propres, l'actif immobilisé et réduit le résultat courant.

Les comparaisons internationales sont à cet égard assez hasardeuses tant les règles comptables diffèrent. La comptabilisation et l'amortissement du goodwill aux États-Unis sur une durée allant jusqu'à 40 ans constitue une solution différente de la solution britannique (3) et de la solution française qui permet théoriquement l'inscription à l'actif des fonds de commerce acquis par opposition aux fonds de commerce créés.

Dans les 3 cas l'impact sur le résultat courant est différent et doit déboucher sur des redressements.

Les mêmes réserves s'appliqueraient à la prise en compte de critères de comparaison tels que le ratio capitalisation boursière/actif net comptable (market/book — price book ratio — PBR) dans la mesure où la valeur comptable connaît les insuffisances définies précédemment.

L'utilisation de la méthode des flux de trésorerie actualisés permet de résoudre en partie les problèmes précédents en neutralisant à la fois l'arbitraire de la définition des dividendes futurs et l'impact des politiques d'amortissement et de financement sur l'appréhension de la valeur. Cette méthode repose sur l'idée que seuls les flux de trésorerie potentiellement distribuables contribuent à la valeur de l'entreprise. De ce fait les flux qui doivent être réemployés pour faire face aux investissements de renouvellement, de croissance (qu'il s'agisse des investissements corporels ou incorporels) ou encore de l'augmentation des besoins de fonds de roulement ne sont pas pris en compte dans les flux actualisés.

Le flux ainsi défini est constitué du résultat d'exploitation (après impôt théorique) augmenté des dotations aux amortissements, des autres charges non déboursées et diminuées de l'augmentation du besoin en fonds de roulement et des investissements.

Son application pratique suppose de définir une période prévisionnelle, une valeur résiduelle et un taux d'actualisation. En fait l'analyse de sensibilité en faisant varier ces hypothèses permet d'aboutir à des hypothèses vraisemblables (4).

ANALYSE FINANCIÈRE LA VALEUR D'ACQUISITION

Elle diffère de la valeur intrinsèque qui ne repose que sur les seuls flux distribuables par l'entreprise car elle incorpore en plus la valeur attribuée par les acquéreurs potentiels au contrôle c'est à dire à la possibilité de gérer les ressources de l'entreprise, d'en désigner le président, de prendre les décisions d'investissement et de disposer de l'ensemble des flux de fonds générés par les actifs.

C'est pourquoi face à une acquisition il est nécessaire de définir non seulement la valeur intrinsèque mais aussi la prime à payer pour acquérir le contrôle.

Celle-ci n'est pas formalisable a priori comme peut l'être la valeur intrinsèque pour laquelle existent les différentes approches mentionnées plus haut. Cette différence s'explique par deux raisons :

- le marché de référence où s'évaluent les primes de contrôle n'est pas le même que celui où se traitent les valeurs individuelles puisque l'on n'achète pas la même chose : dans un cas il s'agit d'un flux de revenus futurs, dans l'autre s'y ajoute le pouvoir de gérer les actifs ;

- la valeur des primes de contrôle dépend pour l'acquéreur des valeurs de reconstitution des actifs à acquérir alors que la valeur intrinsèque n'est liée qu'aux flux distribuables. Généralement la valeur des actifs corporels peut-être plus facilement cernée que celle des actifs incorporels surtout s'ils ont une valeur spécifique de marché.

En ce qui concerne les actifs incorporels et le goodwill, la prime constitue pour l'acquéreur le prix de la certitude attachée à la possession de ces actifs. En effet, dans le cas des marques et des savoir-faire, il ne suffit pas d'envisager les dépenses, il faut, en plus, accepter d'attendre le temps nécessaire à la constitution de ces actifs et dans un marché où les places sont occupées par la concurrence, le résultat demeure fortement aléatoire ;

- la valeur dépend des résultats futurs de la cible compte tenu de la prise de contrôle c'est-à-dire en incorporant l'impact des éventuels effets de synergie. De ce fait il existe autant de prix d'offre que d'acquéreurs potentiels et c'est pourquoi cette valeur est difficilement formalisable.

Dans certains cas, la cible dispose d'avantages non reproductibles qui s'apparentent aux rentes de la théorie économique : réserves de matières premières, marques, brevets, parts de marché et la valorisation devient encore plus délicate.

Lorsque la CFAO offre de racheter les titres de la Ruche Méridionale dans

le cadre d'une OPA — OPE à un prix de 3.000 F (mars 1989), ce prix revient à évaluer la Ruche Méridionale à 100 fois le bénéfice de 1988 et 35 fois celui de 1987 niveau sans commune mesure avec l'évaluation boursière actuelle des groupes de distribution qui déjà, comme il a été indiqué plus haut, avec des PER de l'ordre de 15 à 25 incorporent une anticipation sectorielle de prise de contrôle. Cette contre-offre de la CFAO par rapport à l'offre initiale de Rallye ne peut s'interpréter qu'à la lumière de projets stratégiques concurrents des deux protagonistes et notamment l'élargissement d'un réseau de distribution axé sur le Sud de la France.

Le prix à payer devient difficile à déterminer de l'extérieur puisqu'il est nécessaire de connaître le business plan de la nouvelle entité qu'envisagent de construire les acquéreurs potentiels.

Lorsque le groupe Ucar (USA) prend le contrôle de Cofinea (Wonder et Mazda) il rachète essentiellement un ensemble qui détient 52 % du marché français des piles et 16 % du marché européen à un prix qui représente 45 fois les résultats nets de 1987 (hors effets concordataires qui se sont élevés à 160 MF).

De même lorsque Pernod Ricard acquiert en 1988 Irish Distillers Group (à la suite d'une OPA) sur la base d'un prix de 2,6 milliards de francs, cette offre représente 22 fois le résultat net de 1987 et 19,2 fois le résultat estimé de 1988. Cette acquisition permet à Pernod Ricard de compléter son réseau de distribution sur le marché nord américain et d'acquérir une gamme de marques prestigieuses de whiskeys irlandais. Face à cette offre, Grand Met était disposé à proposer un prix de 16 % plus élevé qui ne pourra être satisfaite du fait des offres de ventes irrévocables obtenues au préalable par Pernod Ricard. Là encore le prix de la transaction s'écarte sensiblement des références boursières et représente une surenchère d'environ 50 % par rapport à l'offre initiale.

Ces différents exemples montrent la difficulté d'une estimation externe des

(3) En Grande-Bretagne, le standard SSAP22 précise que pour être inscrit à l'actif, les actifs doivent être séparables de ce qui explique la comptabilisation dans les comptes consolidés des marques par certains grands groupes comme Grand Met lors des opérations d'acquisition. Le reste du goodwill est en pratique amorti dès l'acquisition. Un projet permettant l'amortissement sur une plus longue durée serait sur le point d'être adopté.

(4) Cf. M. Nussenbaum : *Prise de contrôle, fusions, acquisitions. Éléments théoriques et pratiques. Revue française de comptabilité*, décembre 1988 p. 88 à 97.

ANALYSE FINANCIÈRE

primes de contrôle. Ils ne visent pas à souligner l'aspect irrationnel de leur détermination car en principe, les prix payés doivent être cohérents avec la rentabilité future que compte en tirer l'acquéreur. On notera cependant, dans ces différents exemples, que le coût de reconstitution des actifs n'est pas une référence valable puisqu'il n'existe pas d'actifs substituables et que les actifs convoités ne peuvent pas être reconstitués.

L'analyse des transactions réalisées sur le marché constitue un bon indicateur de la valorisation des primes de contrôle, à un instant donné. Il faut cependant se garder d'effectuer des moyennes car par définition chaque cas est particulier et dépend des résultats escomptés de l'acquisition.

Le recours à un PER de référence est très souvent effectué tout en notant qu'il doit être corrigé pour tenir compte des caractéristiques spécifiques de la cible tel que :

- le taux de croissance supérieur ou inférieur par rapport à la référence choisie,
- l'endettement, ce qui peut conduire à la définition d'un PER sur une base non endettée (5),
- le capital de marques,
- le caractère plus ou moins récurrent du résultat sachant que le PER de référence s'applique à des résultats courant normalisés.

Dans certaines activités, il existe des conventions ou des pratiques qui ne peuvent être méconnues, pour déterminer les valeurs de contrôle. Citons, par exemple, les compagnies pétrolières pour lesquelles le prix est déterminé par rapport à l'équivalent en barils de pétrole des réserves ou bien les télévisions câblées qui sont estimées aux États-Unis en fonction de leur nombre d'abonnés, ou encore le cas des compagnies d'assurance-vie pour lesquelles les courtiers spécialisés et les banquiers d'affaires britanniques spécialistes du domaine définissent un prix d'offre en prenant en compte l'actif net réévalué, les valeurs actuelles des profits et celle du goodwill qui intègre la valeur de la clientèle et du réseau de distribution et tient compte, dans une certaine mesure de la rareté de l'offre des compagnies d'assurance-vie et la valeur de reconstitution du réseau de distribution (6).

(5) Le PER de comparaison peut être traduit en termes de multiple des résultats avant impôt et frais financiers en comparant la somme de la valeur des actions et de la valeur de marché de la dette au résultat avant impôt et frais financiers.

(6) La méthode utilisée par l'agent de change britannique Savory Milln consiste à définir un multiple des commissions payées au réseau en partant de l'hypothèse que le concurrent qui, toutes choses égales par ailleurs, souhaiterait prendre le contrôle d'un tel réseau devrait offrir des commissions plus élevées pour inciter les agents à le rejoindre. La valeur du réseau est alors analysée comme un multiple de ces commissions majorées.

CONCLUSION

Les deux approches de la valeur constituent des références complémentaires. Si la première est plus particulièrement destinée à l'investissement minoritaire, la seconde correspond à la valorisation maximale pour l'acquéreur qui le plus souvent a des activités complémentaires et saura en tirer la rentabilité maximale compte tenu des avantages qu'il pourra en tirer pour ses activités actuelles.

Cependant le marché anticipe les prises de contrôle et les valeurs intrinsèques sont tirées vers le haut par un coefficient correspondant à la probabilité de prise de contrôle affectée à l'entreprise ou au secteur auquel elle appartient.

Il existe une certaine déconnexion de ces observations pour les valeurs non cotées. Néanmoins avec le développement du second marché, dès lors que l'entreprise présente potentiellement des caractéristiques de taille et de qualité d'informations lui permettant d'être cotée, les références boursières deviennent généralisables.

La valeur d'acquisition apparaît ainsi comme fortement contextuelle et dépendante des différents types d'actifs de l'entreprise, souvent difficilement reproductibles (marques, réseaux...). De ce fait, son niveau est défini par l'acquéreur pour lequel les actifs ont le plus grand potentiel. ■

A propos de « PRINCIPES COMPTABLES ET RÉSULTAT DE L'ENTREPRISE »

Nous avons reçu de M. Guy Esculier, ingénieur-conseil, la lettre suivante :

« ... Mon attention a été attirée par l'article paru dans le numéro 495 du 15 juin et faisant suite à celui publié en avril 88 dans le numéro 482 sur *Principes comptables et résultat de l'entreprise*.

L'excellente étude de M. G. Sauvageot présente toutefois une lacune qui concerne précisément l'influence sur le résultat de l'évaluation en coût complet des en-cours et des stocks de produits finis, problème qui est le thème central de l'article que je vous ai proposé.

Les principes comptables et fiscaux réunis font répartir les charges indirectes de structure sur les quantités produites comme si elles étaient vendues et faisaient partie du chiffre d'affaires, en basant l'analyse de l'exploitation sur le

total des produits d'exploitation (ligne FR de l'imprimé fiscal 2052) : cela revient à anticiper sur les profits découlant des ventes de l'exercice suivant et, en cas de production supérieure aux ventes, à majorer d'autant le résultat par réincorporation dans les stocks d'une partie des charges d'exploitation et cela revient littéralement à « mettre des frais généraux en stock ».

Dans la méthode que je fais appliquer depuis vingt ans par toutes sortes d'entreprises industrielles pour qu'elles puissent maîtriser leur gestion, le cheminement en liste consiste à partir du seul chiffre d'affaires sans y ajouter la production stockée (ligne FM) pour aboutir d'abord à une marge brute sur coûts directs des quantités vendues, puis, après déduction des charges périodiques de structure, à un « résultat de gestion » qui ne tient pas compte des quantités produites invendues, pas plus que de leurs coûts directs.

La suite du cheminement de ce compte de résultat inclut en particulier un écart de frais incorporés par les coûts complets et permet de retrouver très exactement le résultat comptable et fiscal.

C'est avec intérêt que je prendrai connaissance des commentaires de la *Revue Banque* sur ces remarques en étant bien conscient de ce qu'elles peuvent avoir de « déroutant » pour tous ceux qui lisent les bilans et comptes de résultats des sociétés sans bien réaliser que les bénéfices annoncés incluent un certain volume de frais généraux de l'exercice clos qui ont été reportés sur l'exercice suivant par le jeu de l'évaluation en coût complet du stock final. Mon expérience m'a montré qu'il n'était pas rare que ce montant reporté soit plus élevé que le bénéfice annoncé, ce qui veut dire que, sur le plan d'une gestion réaliste, il y avait perte. » ■