



Groupe de travail sur l'application de la méthode des « Comparables boursiers »

Groupe de travail piloté par Olivier Grivillers (HAF Audit & Conseil)

Membres du groupe de travail

Maxime Hazim (HAF Audit & Conseil)
Eric Le Fichoux (Advisorem)
Enguerran de Crémiers (Duff & Phelps)
Olivier Courau (Finexsi)
Jean-Marc Brichet (Finexsi)
Guillaume Giné (Didier Kling & Associés)
Hugues de Noray (Advolis)
Edouard Loeper (Prorevise)

0. Etat des lieux sur la méthode des comparables boursiers

0.1. Introduction

La méthode des comparables boursiers n'est pas régie par une réglementation spécifique. Il n'existe pas en effet de corpus réglementaire propre à l'application de cette méthode d'évaluation.

En revanche, différents organismes ont émis des recommandations relatives à la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers dont l'AMF¹ au niveau français et des associations professionnelles telles que l'IVSC² et l'IPEV³ au niveau international.

0.2. Recommandations AMF en France

En France, des recommandations existent telles que celles émises par l'AMF à la suite de la publication en 2005 du rapport Naulot intitulé « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées ».

A cet effet, la recommandation AMF n°2006-15 créée en 2006 et mise à jour en 2010 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières réaffirme le principe de l'approche multicritères avec l'utilisation des « approches analogiques » notamment.

Cette recommandation indique par exemple que « *l'expert indépendant s'assure notamment, pour la méthode analogique :*

- *que les sociétés de l'échantillon sont suffisamment comparables en termes de risque, de rentabilité et de croissance,*
- *que les multiples tiennent compte des spécificités de l'entreprise et des comparables à évaluer,*
- *que l'échantillon des comparables boursiers est composé de sociétés dont les titres sont suffisamment liquides [...] ».*

0.3. Recommandations internationales

0.3.1. Recommandations IVSC

L'IVSC a pour objectif d'accroître la confiance du public dans les processus d'évaluation, en créant un cadre conceptuel pour des évaluateurs formés de façon appropriée et ayant un comportement éthique. Les normes internationales d'évaluation « IVS » (*International Valuation Standards*) sont des recommandations destinées à être utilisées dans le cadre de missions d'évaluation utilisant les concepts et principes généralement reconnus.

Concernant la méthode des comparables boursiers, l'IVSC a émis récemment (« IVS 2017 ») un certain nombre de recommandations sur la pertinence du choix des sociétés comparables à sélectionner (âge/maturité de la société, industrie, *business model*, rentabilité, croissance historique et croissance attendue) et sur la fiabilité des données financières disponibles pour ces sociétés (comptes audités/non audités, référentiel comptable utilisé, etc.).

D'après ces recommandations, une analyse comparative qualitative et quantitative doit être réalisée avec l'ensemble des sociétés comparables, ainsi qu'une analyse du cours de bourse de chaque comparable afin de statuer sur la pertinence du cours de bourse utilisé.

¹ Autorité des Marchés Financiers.

² *International Valuation Standards Committee.*

³ *International Private Equity Valuation.*

L'IVSC indique en outre que des primes et décotes peuvent être utilisées pour tenir compte des différences entre la société à évaluer et les sociétés comparables sélectionnées. Ces primes et décotes peuvent permettre notamment d'intégrer dans l'évaluation l'incidence de la faible liquidité ou de l'absence de liquidité pour la société à évaluer par rapport aux sociétés comparables (*Discount for Lack of Marketability*, « DLOM »).

0.3.2. Recommandations IPEV

L'EVCA (« *European Private Equity & Venture Capital Association* ») a émis en 1993 un certain nombre des recommandations générales (mises à jour en 2001 et plutôt destinées à la communauté du capital investissement) concernant les pratiques d'évaluation, en mettant à l'honneur principalement deux méthodes de valorisation.

La première approche, dite approche conservatrice (« *Conservative Value* »), consistait à valoriser les investissements à leur coût historique. La seconde approche, dite approche de « valeur de marché » (« *Fair Market Value* »), était préconisée lorsque la valorisation d'une société pouvait être réalisée par comparaison de multiples entre des sociétés opérant dans un même secteur.

En 2005, l'EVCA a publié les *IPEV Valuation Guidelines* en généralisant l'usage de la « Juste Valeur » (« *Fair Value* ») au sein de la communauté du capital investissement.

Les recommandations IPEV ont été adoptées à leur publication par de nombreuses associations professionnelles du capital investissement. Elles visent à promouvoir les meilleures pratiques et à harmoniser progressivement les méthodes de valorisation au niveau mondial. Même si les recommandations IPEV ne sont pas contraignantes, elles font office de référence auprès d'une grande majorité des investisseurs et sont reconnues compatibles avec la plupart des normes comptables internationales, notamment les IFRS⁴ et les US GAAP⁵. De nombreuses sociétés de gestion y font référence au sein d'un document présentant la politique de valorisation interne.

Dans la dernière édition datée de décembre 2015, le guide IPEV indique que le choix (multiple de chiffres d'affaires, d'EBITDA, d'EBIT ou de résultat net par exemple) doit être opéré en fonction de la taille, de l'âge/la maturité, de l'industrie, de la localisation géographique, du profil de risque et des perspectives de croissance de la société.

Le guide IPEV indique notamment que pour les sociétés qui ont des revenus nets stables dans le temps, il peut être approprié d'utiliser des multiples de rentabilité (EBITDA, EBIT, résultat net). Pour les entreprises qui viennent de s'établir mais qui n'ont pas atteint une rentabilité suffisante ou encore pour des sociétés subissant des pertes, ces multiples ne sont pas pertinents et, dès lors, un multiple de chiffre d'affaires (CA) peut être retenu.

Le guide IPEV indique par ailleurs que l'utilisation de multiples de résultat net (P/E) nécessite que les sociétés comparées aient une structure financière similaire.

0.3.3. Normes IFRS

La norme IFRS 13⁶ sur l'introduction de la « Juste Valeur » (« *Fair Value* ») en 2011 a eu un impact important au sein de la communauté des évaluateurs.

La norme indique que « *la Juste Valeur est le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif ou payé pour le transfert d'un passif dans une transaction ordonnée sur le marché principal (ou le plus avantageux) à la date d'évaluation selon les conditions courantes du marché (i.e. un prix de sortie), que ce prix soit directement observable ou estimé en utilisant une autre technique d'évaluation.* »

La norme IFRS 13 ne recommande pas l'utilisation de méthodes de valorisation en particulier, mais indique que « *l'entité doit utiliser des techniques d'évaluation qui sont appropriées aux circonstances*

⁴ *International Financial Reporting Standards*.

⁵ *United States Generally Accepted Accounting Principles*.

⁶ *Fair Value Measurement* ou Évaluation de la juste valeur.

et pour lesquelles il existe des données d'entrée suffisantes pour évaluer la juste valeur, maximisant l'utilisation de données d'entrée observables (approche de marché) qui sont pertinentes et minimisant l'utilisation de données d'entrée non observables ».

Cette hiérarchie place au plus haut niveau les prix cotés (non ajustés) sur des marchés actifs pour des actifs ou des passifs identiques (données d'entrée de niveau 1), et au niveau le plus bas les données d'entrée non observables (données d'entrée de niveau 3).

La norme IFRS 13 présente la méthode des comparables comme une « *technique d'évaluation qui se fonde sur les prix et d'autres informations pertinentes générées par des transactions de marché sur des actifs, des passifs ou un groupe d'actifs et de passifs (par exemple une entreprise) identiques ou comparables (c'est-à-dire similaires)* ».

Par ailleurs, la fondation IFRS (« *IFRS Foundation* ») a publié en décembre 2012 des recommandations et des exemples d'utilisation (mis à jour en février 2013) concernant notamment la méthode des comparables (« *Illustrative examples to accompany IFRS 13 Fair Value Measurement* »). Ces recommandations concernent notamment le choix du multiple qui doit être le plus pertinent possible du point de vue d'un participant de marché (« *market participant* ») avec la prise en compte du *business model*, de la base d'actifs et de la structure financière. La comparabilité des sociétés sélectionnées doit s'apprécier au regard du marché servi, de la taille et de la zone géographique.

Ces recommandations mettent l'accent également sur l'utilisation de primes et décotes qui permettent de procéder aux ajustements nécessaires comme, par exemple, la décote de liquidité (« *Discount for the lack of liquidity* »).

1. Portée et limite de la méthode des comparables boursiers

1.1. Définition de la méthode des comparables boursiers

L'approche analogique d'évaluation par les comparables boursiers consiste à évaluer une société par comparaison avec des entreprises présentant des caractéristiques semblables et cotées sur un marché boursier permettant de connaître ainsi leur valeur.

Elle se fonde sur l'hypothèse que les cours de bourse sont réellement pertinents. La capitalisation boursière (valeur des fonds propres) des sociétés retenues sert de référence pour calculer les multiples induits pour les agrégats jugés pertinents (ceux-ci sont, selon leur nature, exprimés en fonction soit de la valeur d'entreprise soit de la valeur des fonds propres). Ces multiples sont ensuite appliqués aux données de l'entreprise à évaluer.

Les multiples peuvent être liés au compte de résultat (multiple de chiffre d'affaires, d'EBITDA et/ou de résultat net) ou au bilan (multiple de fonds propres) ou bien encore, plus rarement, liés à des indicateurs sectoriels (nombre de mètres carrés dans l'hôtellerie, puissance électrique dans l'énergie, nombre de lits dans les maisons de retraite, etc.).

Un comparable boursier est une société cotée dont les caractéristiques en termes d'activité, de marché, et de taille sont estimés comparables à la société objet de l'évaluation, et dont le cours de bourse est jugé pertinent compte tenu de son flottant, de sa liquidité et de son suivi par les analyses financiers.

1.2. Limites de la méthode des comparables boursiers

La construction d'un échantillon de comparables boursiers est un exercice complexe et laissant la place au jugement, une société n'étant jamais comparable en tous points à une autre.

1.2.1. Limites portant sur les sociétés comparables

Parfois, la société à évaluer se trouve sur un marché de niche sur lequel il n'existe pas de sociétés comparables pertinentes. Ou bien, pour de jeunes sociétés venant de se lancer sur un marché donné, il est difficile de les comparer avec les acteurs traditionnels de ce marché qui peuvent être beaucoup plus matures et d'une taille plus conséquente. En outre, sur un marché donné, lorsqu'il existe des sociétés de même taille et de même maturité, il est possible qu'elles n'aient pas la même rentabilité ni la même structure de financement, ce qui pose des limites à leur comparabilité.

Dans le cas où il n'existe pas de comparables sur le même marché que la société à évaluer, des comparables peuvent être identifiés sur des marchés connexes ; dans ce cas, il est possible que les différences de marché en termes de réglementation, de compétitivité, de débouchés ou encore de fiscalité aient des impacts importants sur la rentabilité et les perspectives de croissance entre les sociétés, ce qui pose là encore des limites à leur comparabilité.

Enfin, cette méthode se fonde sur des agrégats tels que l'EBITDA qui sont parfois calculés de façon non homogène au sein de l'échantillon de sociétés qui a été constitué, ce qui peut introduire des biais de comparabilité. L'EBITDA est en effet un agrégat financier qui n'est pas défini par les normes comptables internationales et on observe souvent des différences importantes dans la formation de cet agrégat d'une société à l'autre.

D'autres distorsions concernant les problématiques comptables peuvent également limiter la comparabilité entre sociétés (activation des charges en immobilisations, amortissement ou dépréciation des écarts d'acquisition, etc.).

1.2.2. Limites portant sur le cours de bourse des sociétés comparables

Pour que la capitalisation boursière des sociétés comparables puisse être prise en compte dans les ratios de multiples (au numérateur), il est nécessaire que le cours de bourse puisse être considéré comme pertinent et représentatif de leur valorisation.

Or chaque entreprise peut avoir fait face à un événement extraordinaire récent (perte d'un marché important, changement de direction, mauvaise communication, perte soudaine de la confiance des investisseurs) avec des conséquences parfois importantes sur le cours de bourse pouvant provoquer une forte volatilité, ce qu'il conviendra d'analyser afin de retenir ou d'écarter le critère du cours de bourse.

Il existe également des cas où la société cotée comparable est de petite taille et la rotation du flottant n'est pas suffisante pour que son titre puisse être considéré comme liquide. Il en va de même pour des sociétés de taille plus conséquente mais dont le flottant ne constitue qu'une partie réduite du capital, ce qui peut également réduire la liquidité du titre.

Enfin, il n'est pas rare pour des sociétés de petite taille ou de taille moyenne que le cours de bourse ne soit pas suivi par un panel étendu d'analyses financiers, ce qui suscite également des interrogations quant à la pertinence de la prise en compte du critère du cours de bourse des comparables.

2. Choix de l'échantillon et analyse des comparables boursiers

2.1. Approche méthodologique

2.1.1. Identification d'un premier échantillon provisoire à partir des critères de tri des bases de données en retenant des indicateurs clefs

L'élaboration de l'échantillon des sociétés comparables représente l'élément critique de la mise en œuvre de la méthode, car plus l'échantillon sera représentatif de la société à évaluer plus la méthode sera précise et les résultats obtenus pertinents.

L'échantillon est constitué en plusieurs étapes au cours desquelles l'analyse par le professionnel permet d'affiner le degré de comparaison.

Dans un premier temps l'expert indépendant constitue un échantillon provisoire à partir de bases de données financières et boursières selon des critères qu'il a identifiés lors de son analyse de la société à évaluer ; il s'agit en particulier du secteur d'activité, de la zone de présence géographique, de la taille ; d'autres critères peuvent être pris en compte en fonction des caractéristiques de la société à évaluer pour limiter le nombre de comparables ressortant de ce premier tri.

Dans un second temps le professionnel va analyser le degré de comparabilité des éléments de l'échantillon avec la société à évaluer.

2.1.2. Analyse de l'échantillon provisoire afin de circonscrire un échantillon pertinent

Les sociétés constituant l'échantillon provisoire font l'objet de travaux d'analyse sur la base de l'information publique disponible pour chacune d'entre elles (informations réglementées, rapports annuels, communications financières, articles de presse...).

Cette analyse s'appuie sur la connaissance des caractéristiques de la société à évaluer à partir desquelles l'expert indépendant apprécie le caractère comparable. Elle doit être la plus approfondie possible et requiert un esprit critique de la part du professionnel, car elle conduira *in fine* à la détermination de l'échantillon pertinent qui servira de base à la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers. Les résultats des travaux d'évaluation et la pertinence des résultats obtenus dépendent de la qualité de l'analyse qui a été effectuée pour circonscrire cet échantillon pertinent.

2.2. Construction d'un échantillon provisoire

2.2.1. Identification des facteurs clefs de sélection

2.2.1.1. Périmètre géographique/secteur d'activité pertinent en fonction des caractéristiques de la société à évaluer

Le secteur d'activité est un critère de sélection déterminant compte tenu des particularités propres à chaque activité. Au-delà des secteurs spécifiques tels que le secteur financier (banques et assurances notamment) et le secteur immobilier qui conduiront à privilégier des multiples sectoriels spécifiques (cf. § 3.1.3), chaque secteur possède ses propres caractéristiques en termes de (i) perspectives de croissance en fonction du degré de la maturité du marché et de l'environnement concurrentiel, (ii) niveau de rentabilité opérationnelle en fonction des conditions d'exploitation, (iii) politiques d'investissement et de financement reflétées dans les données financières.

En sus de ces spécificités sectorielles, il convient de tenir compte des différences pouvant exister entre les zones géographiques en termes de maturité du marché, d'environnement concurrentiel, de

particularités locales, de réglementation nationale et de données macroéconomiques telles que l'évolution du PNB ou le taux d'inflation.

Il convient en conséquence de veiller à la comparabilité des agrégats des sociétés identifiées et d'éliminer les facteurs susceptibles de fausser l'analyse.

2.2.1.2. Taille des comparables par référence à celle de la société à évaluer

La notion de taille des sociétés (exprimée par exemple par le montant du chiffre d'affaires ou de la capitalisation boursière) revêt également une importance dans la construction de l'échantillon de comparables, car il s'agit d'un facteur pouvant fausser la comparaison. La taille peut avoir une incidence non seulement sur les agrégats, notamment la rentabilité opérationnelle (structure de coûts moins favorable), mais également sur l'appréciation du cours de bourse, suivant le postulat qu'un risque accru est attaché aux entreprises de petite taille.

La notion de taille peut également avoir une incidence sur la pertinence du cours compte tenu d'une présomption de moindre liquidité et suivi du titre (cf. § 2.2.1.3). Une faible taille traduit souvent un manque de diversification et ainsi une plus grande exposition aux évolutions de la conjoncture ; elle s'accompagne également d'une plus forte concentration des pouvoirs de direction.

En pratique deux approches sont observées sur les missions d'expertises indépendantes : celle qui consiste à retenir un échantillon de sociétés de taille équivalente, et celle qui consiste à retenir un échantillon de sociétés de taille plus importante en appliquant le cas échéant une décote de taille ; ces deux approches peuvent être combinées, étant précisé que la première solution, qui semble idéale, n'est pas toujours appliquée au regard du facteur d'illiquidité et de l'absence de suivi par les analystes.

2.2.1.3. Suivi régulier par un panel d'analystes et données prévisionnelles disponibles

La méthode des comparables boursiers suppose que le cours de bourse soit considéré comme pertinent et constitue une référence de valeur de la société cotée. Le suivi régulier par un panel d'analystes compte parmi les critères reconnus pour apprécier la pertinence du cours de bourse. Ce suivi justifie l'attractivité du titre de la société concernée avec une fréquence des transactions assurant tant la pertinence des prix y afférents que le cours en résultant.

Le cours de bourse traduit les anticipations par les acteurs de la valeur d'une société. Il s'appuie sur les performances futures attendues et doit être apprécié en fonction des données prévisionnelles, lesquelles ne sont disponibles que si la société fait l'objet d'un suivi régulier par des analystes financiers élaborant des prévisions en fonction de leur connaissance de la société et de leur appréciation du secteur dans lequel elle intervient. Les bases de données financières et boursières sont alimentées avec des données prévisionnelles appelées « consensus de marché » découlant des prévisions des analystes en charge du suivi de la société (« consensus »).

La fréquence du suivi par un panel suffisamment important d'analystes est également nécessaire pour pouvoir disposer de données prévisionnelles pertinentes.

2.2.1.4. Informations publiques disponibles

L'analyse croisée de l'ensemble des informations disponibles permet au professionnel de mieux appréhender les sociétés identifiées comme comparables, et ainsi d'apprécier la pertinence de leur choix pour élaborer l'échantillon.

L'information publique, accessible entre autres sur le site des sociétés concernées et sur celui de l'AMF, comprend les publications périodiques légales (document de référence annuel et rapport semestriel notamment), les restitutions des réunions de présentation des résultats ou d'autres réunions réservées aux investisseurs ainsi que les communiqués de presse.

Il convient toutefois de rappeler que dans certains cas cette information peut être limitée voire inexistante, ce qui *de facto* conduit le professionnel à exclure la ou les sociétés concernées.

2.2.1.5. Flottant et liquidité suffisants des titres des sociétés présumées comparables

Les deux autres critères usuellement retenus pour apprécier la pertinence du cours de bourse sont :

- le niveau du flottant, *i.e* les titres qui sont susceptibles d'être échangés en bourse, exprimé en pourcentage par rapport à la capitalisation boursière. Il correspond à la part de capital de la société détenue par le public et certains actionnaires identifiés (car ayant franchi un seuil de déclaration) mais qui sont susceptibles de céder tout ou partie de leurs titres dans le cadre d'une transaction de marché ;
- la liquidité appréciée à partir de la rotation du flottant, *i.e* le nombre de titres échangés exprimé en pourcentage du flottant sur une période définie.

2.2.2. Etendue de l'échantillon

2.2.2.1. Nombre de références suffisant pour être pertinent

L'approche analogique fondée sur l'appréciation de la valeur d'une société en fonction de ses principales références sectorielles nécessite que l'échantillon retenu soit représentatif du secteur concerné. La notion de représentativité dépend du nombre de références obtenues et pour lesquelles l'information disponible permet de déterminer des multiples.

La mise en œuvre de la méthode s'appuie sur l'utilisation de ces multiples. Usuellement il est procédé au calcul du multiple moyen et du multiple médian de l'échantillon. Les résultats ainsi obtenus ne sont pertinents que s'ils tiennent compte d'un nombre suffisant de références.

Dans le cas où le nombre de références est insuffisant, le professionnel peut élargir ses critères de sélection. Les résultats obtenus devront toutefois être analysés pour apprécier la pertinence de cette alternative, car l'élargissement des critères se fait aux dépens de la précision requise pour garantir la fiabilité des résultats selon cette approche.

En l'absence de règle établie sur la taille de l'échantillon, il revient au professionnel d'en apprécier le caractère représentatif ou non et de juger si cette méthode est pertinente ou non dans la présentation de ses travaux d'évaluation. Dans certains cas il pourra estimer qu'un échantillon de taille limitée ne remet pas en cause le choix de cette méthode.

2.2.2.2. Dispersion des multiples obtenus en première approche

La dispersion des multiples obtenus nécessite de s'interroger sur ce constat. Elle requiert une analyse pour en identifier les causes et s'assurer de la pertinence des résultats. Le professionnel pourra être amené à ajuster l'échantillon provisoire après avoir analysé les données susceptibles de fausser les résultats.

2.3. Détermination de l'échantillon pertinent

2.3.1. Informations pouvant être utilement collectées par l'expert indépendant sur les comparables boursiers

Dans le cadre de ses travaux d'analyse devant lui permettre de constituer l'échantillon pertinent sur lequel sera construite l'approche analogique, le professionnel doit veiller à consulter toute information publique disponible susceptible de lui permettre de documenter son étude, d'avoir la connaissance la plus complète des sociétés retenues et de pouvoir justifier d'en avoir écarté d'autres (cf. § 2.4).

2.3.1.1. Historiques de cours et de dividendes

L'étude des données historiques des cours sur courte ou moyenne période permet d'apprécier le niveau du cours des sociétés identifiées à la date de l'évaluation et de relever pour certaines d'entre elles des situations « anormales » susceptibles de remettre en cause la pertinence du cours à cette date (cf. § 2.3.4).

Le niveau des dividendes et les dates de versement peuvent également avoir une incidence sur le cours de bourse.

Par ailleurs, des différences de politique de versement de dividendes d'une société à l'autre peuvent également expliquer des multiples de valorisation hétérogènes compte tenu de l'incidence de ce critère dans l'appréciation d'une société par les investisseurs.

Un comparable boursier présentant une politique de dividende atypique est susceptible d'être écarté de l'échantillon.

2.3.1.2. Dernier document de référence (ou équivalent : 10K aux États-Unis par exemple)

Le document de référence est une source d'informations très complète pour comprendre l'activité récente de la société, sa stratégie opérationnelle, les évolutions observées historiquement et ses caractéristiques en termes de positionnement sur ses marchés notamment.

Il est également utile pour identifier les éléments à prendre en compte dans le passage entre la capitalisation boursière (valeur des fonds propres) et la valeur d'entreprise sous-tendant le calcul des multiples.

2.3.1.3. Derniers communiqués de presse des comparables boursiers

L'évaluation étant réalisée à une date donnée, il convient de collecter toute l'information disponible à cette date pour les sociétés sélectionnées dans l'échantillon des comparables boursiers, et qui n'est pas nécessairement accessible dans les documents de référence annuels. C'est ainsi que l'étude des communiqués les plus récents permet de compléter utilement la connaissance acquise préalablement d'une société, et de comprendre certaines évolutions récentes de son cours de bourse qui a pu être impacté positivement ou négativement par des annonces récentes.

2.3.1.4. Notes d'analystes disponibles

Il convient également de prendre connaissance des notes d'analystes disponibles, dont l'utilité pour l'analyse dépend de leur contenu (cf. § 4.1.1) qui peut être très variable.

Elles peuvent inclure des données prévisionnelles, dont l'examen nécessitera la vigilance du professionnel (cf. § 4.1.3), et dans le cas où la méthode des comparables boursiers a été utilisée par les analystes, un échantillon de sociétés du secteur.

Le professionnel pourra rapprocher son échantillon de celui proposé par l'analyste et analyser les différences ressortant de cette comparaison.

2.3.2. Identification des caractéristiques clefs et du « business model » de chaque comparable

La détermination de l'échantillon nécessite d'identifier les caractéristiques essentielles de chaque comparable afin de les apprécier au regard de celles de la société à évaluer.

2.3.2.1. Historique / gouvernance

La situation de la société à la date de l'évaluation résulte de choix qui ont été effectués au fil du temps par sa direction. La connaissance de l'historique permet de comprendre comment la société est parvenue à sa configuration actuelle et s'est positionnée sur son secteur d'activité de référence, ainsi que les dates clés des décisions stratégiques et le cas échéant de réorientation. Elle permet d'apprécier son positionnement sur son marché en fonction de l'antériorité et de la notoriété acquise.

La gouvernance comprise comme le mode et la qualité de direction de la société est également un facteur important car son dirigeant ou ses dirigeants au sens large sont les personnes qui l'incarnent dans ses relations avec les tiers. La personnalité du ou des dirigeants et les compétences reconnues sont également un facteur d'appréciation de la société. Des changements de direction préfigurent parfois un changement dans la stratégie ou des périodes de transition plus incertaines qui peuvent être différemment interprétées par les investisseurs et impacter ainsi le cours de bourse. Une gouvernance « équilibrée » permet également d'éviter une concentration des pouvoirs et les risques qui y sont associés.

Des perturbations de cours liées à la gouvernance peuvent conduire le professionnel à écarter de l'échantillon une société comparable.

2.3.2.2. Marchés, segments de marchés ou débouchés couverts

Une bonne connaissance des marchés ainsi que des débouchés commerciaux des sociétés identifiées est essentielle puisqu'il s'agit d'éléments qui conditionnent le niveau du chiffre d'affaires (et pour partie la rentabilité d'exploitation) ainsi que les perspectives de développement à court/moyen terme en fonction de l'évolution des besoins de la clientèle. Il convient de s'assurer du degré de comparabilité entre les sociétés identifiées afin de veiller à l'homogénéité de l'échantillon de comparables boursiers avec la société à évaluer.

2.3.2.3. Aspects réglementaires (régulations spécifiques, statut fiscal, environnement)

Les aspects réglementaires sont une composante importante du modèle d'activité de la société puisqu'ils s'imposent à elle et doivent ainsi être pris en compte par le professionnel. Il peut s'agir des réglementations spécifiques fixant les prix de vente (cas des activités régulées de distribution d'énergie avec les tarifs réglementés fixés par une autorité de tutelle par exemple) ou autorisant les mises en vente (dans le domaine pharmaceutique par exemple : autorisation de mise sur le marché ou échéance de tombée des brevets dans le domaine public et arrivée des produits génériques...).

D'autres aspects réglementaires tels que les contraintes environnementales peuvent se traduire par des coûts spécifiques d'exploitation (dépollutions de sites industriels, remise en état des sites d'extraction, etc.). Il convient de s'assurer du degré de comparabilité entre les sociétés identifiées afin de préserver l'homogénéité de l'échantillon et pouvoir le rapprocher de la société à évaluer.

Il y a lieu également de tenir compte des différences d'environnement fiscal entre les sociétés de l'échantillon et la société à évaluer, liées notamment à leur zone d'implantation. Les particularités fiscales doivent également être appréciées au regard de leur nature et leur « pérennité », dans le cas de mesures d'incitation ayant une incidence sur l'activité (pour développer un secteur, par exemple en matière de consommation de l'énergie) ou sur la rentabilité (économies octroyées), ainsi que de leur incidence en termes de résultat.

2.3.2.4. Business model (revenus, développement/modèle de croissance, production, portefeuille d'activités, secteurs annexes)

Le « business model » de chaque société est dépendant des caractéristiques de son secteur d'intervention en ce qui concerne les revenus (effet de cycle/existence de barrière à l'entrée/risque d'obsolescence technologique) et les coûts d'exploitation (sensibilité aux cours des matières

premières...) ainsi que des caractéristiques propres résultant de son positionnement au sein du secteur et de son marché et de décisions stratégiques portant notamment sur :

- les axes de développement (extension géographique, nouveaux produits...);
- la stratégie de croissance (développement organique ou acquisitions);
- la politique de diversification (« portefeuilles produits »/activités complémentaires/activité de niche/activité annexe...);
- le modèle de production (avec son propre outil industriel/dans le cadre de partenariats/externalisation);
- le positionnement dans la chaîne de création de valeur.

Il convient de s'assurer de l'adéquation entre le business model des sociétés de l'échantillon et de la société à évaluer. L'analyse des caractéristiques des comparables boursiers doit ainsi dépasser le simple critère sectoriel.

2.3.2.5. Structure financière

La structure financière est dépendante du secteur et de ses caractéristiques (besoins capitalistiques en termes d'actif immobilisé, situation de BFR ou d'EFR, niveau de BFR, etc.). Elle est également fonction des politiques de financement suivies par chaque société.

L'évaluation étant réalisée à une date donnée, la structure financière retenue correspond aux derniers éléments disponibles.

Le professionnel doit s'interroger sur les positions « atypiques » observées parmi les sociétés au sein de l'échantillon étudié et en rechercher l'explication. Dans le cas de structure financière déséquilibrée selon les dernières informations publiées, il convient d'approfondir l'analyse par un examen des données historiques disponibles.

2.3.3. Revue de l'évolution historique et prévisionnelle de la performance financière des comparables boursiers

L'évaluation par les comparables boursiers est fondée sur les agrégats prévisionnels des sociétés constituant l'échantillon de comparables puisque le cours de bourse qui sert de référence à la méthode traduit les évolutions futures attendues par les investisseurs pour les sociétés concernées. Le professionnel doit être particulièrement vigilant sur la fiabilité de des données financières prévisionnelles qui permettront de déterminer le multiple à la base de l'évaluation, en exerçant son jugement critique dans l'appréciation de ces prévisions.

Il convient de s'assurer de la cohérence entre des données prévisionnelles non auditées et des données historiques qui ont fait l'objet d'une opinion par les commissaires aux comptes. Pour cet examen critique, le professionnel s'appuiera sur la connaissance qu'il aura acquise du secteur d'activité et des sociétés concernées après avoir mis en œuvre la démarche présentée ci-après.

2.3.3.1. Evolution des principaux agrégats (revenus/profitabilité/rentabilité)

Les données financières qui devront faire l'objet d'une vigilance particulière et d'une appréciation critique sont notamment les suivantes :

- le chiffre d'affaires : évolution des taux de croissance historiques et prévisionnels des revenus ;
- la profitabilité : niveau des taux de marge d'exploitation et évolution entre les données historiques et les données prévisionnelles, sur la période de prévisions en termes :
 - o d'EBITDA⁷ (résultat de l'activité opérationnelle avant prise en compte de l'incidence de la politique d'amortissement (cf. § 4.2));
 - o d'EBIT⁸ (assimilé au résultat d'exploitation de la société) ;

⁷ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization.

⁸ Earnings Before Interest and Taxes.

- et/ou d'EBITDAR⁹ (EBITDA retraité des charges de loyers, agrégat utilisé pour éliminer les différences entre les sociétés propriétaires de leurs actifs immobiliers et celles qui les loue) ;
- la rentabilité en termes de ROCE¹⁰ (rentabilité les capitaux investis) et/ou ROE¹¹ (rentabilité des fonds propres) qui permettent d'apprécier la création de valeur.

2.3.3.2. Conséquences sur la mise en œuvre de la méthode d'évaluation

L'analyse critique des données prévisionnelles des sociétés de l'échantillon permet au professionnel de conclure sur la fiabilité de ces données et d'en tirer les conséquences sur la mise en œuvre de la méthode. En fonction de son jugement critique, il sera conduit à exclure les sociétés pour lesquelles il n'aura pas obtenu les éléments nécessaires à la fiabilisation des données.

Les sociétés présentant des taux de croissance anticipés et /ou des taux de marge et/ou des niveaux de rentabilité « atypiques » seront exclues de l'échantillon pertinent.

Dans le cas où les distorsions entre les sociétés de l'échantillon sont justifiées et lui paraissent acceptables, l'expert indépendant mettra en œuvre, pour corriger les distorsions, une régression linéaire entre les données recensées (cf. § 3.4). Il conviendra de s'assurer de la qualité du modèle de régression linéaire obtenu en utilisant les formules mathématiques usuelles.

2.3.4. Identification d'éventuelles opérations spécifiques anticipées et impacts significatifs sur les cours de bourse

L'analyse des cours de bourse historiques des sociétés concernées et l'examen de l'information publique la plus complète doivent permettre au professionnel de détecter les éventuelles situations de cours « atypiques » et d'en identifier les facteurs. Son jugement critique le conduit à en tirer les conséquences sur ses travaux, et notamment sur l'exclusion ou non de la (ou les) société(s) concernée(s).

2.3.4.1. Opérations de croissance externes anticipées

Dans le cas où le cours de bourse anticipe des opérations de croissance externe, il convient de s'assurer, dans un premier temps, que celles-ci transparaissent dans les agrégats prévisionnels qui serviront au calcul de multiple. Dans un deuxième temps, le professionnel apprécie si ces opérations ne remettent pas en cause la pertinence des données (éléments prévisionnels ou cours de bourse) dont il dispose.

2.3.4.2. Mouvements spéculatifs

Ces mouvements peuvent résulter de rumeurs d'offres publiques conduisant à une hausse du cours compte tenu des niveaux des primes offertes usuellement dans ce type d'opérations ou d'autres facteurs dont l'explication s'avère plus difficile à trouver.

Le professionnel doit chercher dans la mesure du possible à identifier la nature des mouvements observés afin d'être en mesure de justifier son appréciation concernant le traitement de la société concernée dans sa démarche d'évaluation.

⁹ *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Rent.*

¹⁰ *Return On Capital Employed.*

¹¹ *Return On Equity.*

2.3.4.3. Autres opérations anticipées susceptibles de biaiser la comparaison (complément de prix sur des acquisitions/cessions, cessions significatives...)

Toute autre opération susceptible de biaiser la comparaison (impact anticipé sur le cours de bourse / sur les données prévisionnelles lié à des modifications de périmètre) avec, d'une part, les sociétés de l'échantillon et, d'autre part, la société à évaluer doit, dans la mesure du possible, être identifiée afin de permettre au professionnel de justifier son appréciation et d'en tirer les conséquences sur ses travaux d'évaluation.

2.3.5. Dispersion persistante des multiples au sein de l'échantillon pertinent

A l'issue des différents travaux d'analyse ayant permis au professionnel de constituer l'échantillon qu'il considère comme pertinent en fonction de son jugement critique, une dispersion des multiples obtenus peut néanmoins subsister.

Afin de déterminer les multiples représentatifs de l'échantillon qui seront appliqués aux agrégats de la société à évaluer, le professionnel pourra privilégier la notion de médiane qui par construction exclut les données extrêmes, à la différence de la moyenne qui intègre l'ensemble des données de manière équipondérée.

2.4. Justification dans le rapport de l'expert indépendant de l'exclusion de sociétés de l'échantillon

L'information présentée dans le rapport de l'expert indépendant doit permettre au lecteur de comprendre la démarche suivie pour l'application des méthodes d'évaluation présentées et d'apprécier les travaux d'évaluation et les résultats obtenus.

2.4.1. Principe général : justification des hypothèses retenues et écartées

En ce qui concerne la méthode des comparables boursiers, le rapport d'expertise indépendante décrit généralement l'approche d'évaluation mise en œuvre, et présente notamment (i) les modalités et les critères retenus pour la construction de l'échantillon pertinent, ainsi que (ii) le choix des agrégats ayant servi de référence aux travaux d'évaluation.

Le rapport justifie l'échantillon pertinent en expliquant les critères retenus et ceux écartés. Il indique les sociétés finalement sélectionnées et décrit leurs principales caractéristiques. En règle générale, il ne procède pas à un inventaire des sociétés écartées, à l'exception de celles qui ont été retenues dans les travaux de l'établissement présentateur et le cas échéant de celles considérées usuellement comme strictement comparables à la société à évaluer.

2.4.2. Par référence à l'échantillon retenu par l'établissement présentateur

Dans la partie de son rapport consacrée à l'appréciation des travaux de l'établissement présentateur qui figure dans la note d'information de l'initiateur, l'expert indépendant procède à une analyse critique des travaux de l'établissement présentateur par comparaison avec ses propres travaux. À cet effet, il examine les différences dans la composition des échantillons respectifs des sociétés comparables, et apporte le cas échéant les justifications de ces différences (société(s) non retenue(s) par l'expert indépendant et société(s) non retenue(s) par l'établissement présentateur) en s'appuyant sur l'ensemble des travaux d'analyse réalisés.

2.4.3. Justification laissée à l'appréciation de l'expert indépendant, dans certains cas particuliers

Au-delà de l'analyse systématique des différences avec l'échantillon de l'établissement présentateur, l'expert indépendant peut estimer utile pour le lecteur de son rapport d'expliquer les choix qui l'ont conduit à ne pas retenir des sociétés usuellement considérées comme comparables.

2.4.3.1. Sociétés concurrentes ou ayant des « business models » proches avec une forte présomption de comparabilité

Ces sociétés, compte tenu de leurs caractéristiques, apparaissent d'emblée comparables à la société à évaluer.

Dans ce cas, le professionnel explique les raisons qui l'ont conduit à ne pas les retenir en s'appuyant sur la démarche qu'il a suivie et ses choix en fonction de son appréciation critique des données disponibles et de sa capacité de jugement.

2.4.3.2. Par référence aux échantillons sectoriels retenus par les analystes en charge du suivi de la société à évaluer (ou le cas échéant, à ses comparables les plus proches)

Le professionnel procède d'une manière analogue en fournissant dans son rapport, sur la base de ses différents travaux d'analyse, les explications qui l'ont conduit à ne pas retenir certaines sociétés.

2.4.3.3. Autres cas

L'application de la méthode des comparables boursiers peut s'avérer délicate dans certains cas :

- lorsque la société à évaluer est en phase de retournement, et présente des agrégats de profitabilité négative rendant inopérante leur utilisation ;
- l'échantillon est constitué d'un nombre réduit de sociétés dont le degré de comparabilité peut être discuté et en limite ainsi la pertinence ;
- les données prévisionnelles disponibles pour les sociétés comparables sont limitées.

Face à ces situations et dans les cas où, sur la base de son jugement, le professionnel estime utile de mettre en œuvre cette méthode, il est conduit à retenir une approche « adaptée » de la méthode qui est alors présentée dans son rapport soit à titre secondaire, soit à titre de recoupement des résultats obtenus selon les approches principales, voire à titre purement informatif.

3. Choix des multiples

3.1. Définition des différents multiples appliqués

Deux grandes familles de multiples sont usuellement utilisées : les multiples de capitaux propres et les multiples de valeur d'entreprise, la valeur des capitaux propres étant égale à la valeur d'entreprise diminuée (augmentée) de la dette (trésorerie) nette.

Les multiples de valeur d'entreprise permettent d'évaluer l'actif économique d'une entreprise avant prise en compte de sa structure financière (cf. § 2.3.2.5). Ils permettent notamment de s'affranchir des différences de politique de financement au sein de l'échantillon de comparables, d'une part, et entre l'entreprise évaluée et l'échantillon de comparables, d'autre part.

En revanche, les multiples de valeur d'entreprise ne permettent pas de tenir compte de l'impact de la fiscalité ou de la différence de l'environnement fiscal entre les différentes sociétés composant l'échantillon de comparables, les principaux agrégats utilisés pour le calcul de ces multiples étant calculés avant impôt.

Certains multiples, sectoriellement spécifiques (Prime/décote sur ANR, multiples normalisés, etc.), sont présentés ci-après (cf. § 3.1.3). L'analyse qui suit n'est pas exhaustive et ne reprend que les principaux multiples usuellement utilisés par les experts indépendants.

3.1.1. Multiples de valeur des capitaux propres (PER, P/B, P/TB)

3.1.1.1. PER

Le multiple de résultat net (*Price to Earnings Ratio* ou PER), qui se définit comme le rapport entre le cours de l'action et le bénéfice net par action, entend faire le lien entre la valeur d'un actif financier et le résultat net qu'il dégage ou qu'il va dégager.

Avantage : Il prend en compte la capacité bénéficiaire totale des sociétés.

Inconvénients : Il n'est applicable qu'aux sociétés bénéficiaires et ne permet pas de s'affranchir de la structure financière de la société (pour en permettre l'utilisation, l'échantillon de comparables devrait donc être homogène en termes de politiques de financement).

3.1.1.2. P/B

Le multiple de *Price to Book Value* (P/B ratio) se définit comme le rapport entre la capitalisation boursière d'une société et la valeur comptable de ses fonds propres.

Avantage : Il peut être appliqué aux sociétés déficitaires.

Inconvénients : Il est biaisé par les différences de stratégie de croissance entre les entreprises (croissance externe *versus* croissance organique) et ne prend pas en compte la capacité bénéficiaire de la société.

3.1.1.3. P/TB

Le multiple de *Price to Tangible Book Value* (P/TB ratio) correspond au rapport entre la capitalisation boursière d'une société et de son actif net comptable retraité des éléments incorporels.

Avantage : Il permet d'ajuster le ratio P/B en retraitant les effets de la stratégie de croissance menée par la société, et notamment de retraiter l'impact de la valeur du goodwill dans les capitaux propres.

Inconvénient : Tout comme pour le P/B ratio, il s'agit d'un multiple patrimonial, qui ne prend donc pas en considération la capacité bénéficiaire de la société.

3.1.2. Multiples de valeur d'entreprise (VE/CA, VE/EBITDA, VE/EBIT)

3.1.2.1. VE/CA

Le multiple de chiffre d'affaires (VE/CA) se définit comme le rapport entre la valeur d'entreprise d'une société et son chiffre d'affaires.

Avantage : Il permet de prendre en compte la part du marché de la société ni sa taille.

Inconvénient : Il ne prend pas en compte la capacité bénéficiaire/profitabilité de l'entreprise ; il est toutefois possible d'appliquer ce multiple après avoir procédé à une régression linéaire du multiple en fonction de la marge d'EBIT ou d'EBITDA (cf. § 3.4.1).

3.1.2.2. VE/EBITDA

Le multiple d'EBITDA (VE/EBITDA), qui se définit comme le rapport entre la valeur d'entreprise d'une société et son EBITDA, valorise l'actif économique par rapport à son résultat opérationnel « encaissable ».

Avantages : Il permet d'obtenir la valeur de la société à partir des bénéfices qu'elle réalise sans tenir compte de sa politique d'investissement et d'amortissement. L'EBITDA est par ailleurs un des agrégats les plus suivis par les investisseurs et les analystes, en raison de son aptitude à mesurer la capacité bénéficiaire d'une activité et le caractère encaissable de ses composants.

Inconvénient : Il peut être biaisé par le traitement comptable des politiques d'investissement de la société (acquisitions d'immobilisations amortissables *versus* locations ; activation de la R&D *versus* comptabilisation en charge de la R&D avant ou après l'EBITDA).

3.1.2.3. VE/EBIT

Le multiple d'EBIT se définit comme le rapport entre la valeur d'entreprise et son résultat opérationnel.

Avantages : Il permet de prendre en compte la capacité bénéficiaire de l'actif économique de l'entreprise, et d'évaluer l'activité hors impact de la politique de financement et d'investissement, évitant ainsi les biais liés aux différences de traitement comptables.

Inconvénient : Il peut être biaisé par les différences entre les sociétés en termes de politique d'amortissement (amortissement rapide *versus* durée plus longue d'amortissement ou amortissements plus ou moins élevés au regard des dates d'investissement).

3.1.3. Autres multiples sectoriels

3.1.3.1. Sociétés foncières ou sociétés holdings

(i) Prime/décote sur ANR

L'actif net réévalué (ANR) correspond à la valeur du patrimoine net de la société, obtenu en substituant les valeurs réelles aux valeurs comptables afin de passer d'une vision historique à une vision économique de l'entreprise. L'ANR est principalement utilisé dans le cas de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers (foncières, sociétés d'investissement immobilier cotées par exemple) ou financiers (*private equity* par exemple).

La prime ou décote sur ANR est la prime ou décote que présente la capitalisation boursière rapportée à l'ANR. Ce ratio, exprimé en pourcentage, représente alors la prime (ou la décote) observée entre la valeur de marché de la société et sa valeur intrinsèque. La moyenne des ratios de l'échantillon des sociétés comparables est ensuite appliquée comme décote ou prime à l'ANR de la société à évaluer.

Avantage : Il s'agit d'une approche patrimoniale qui convient à l'évaluation des sociétés immobilières ou holdings.

Inconvénients : Les limites de la méthode sont qu'elle ne tient pas compte des perspectives futures de la société ni de sa capacité bénéficiaire. Elle n'est donc pas adaptée à l'évaluation d'activités d'exploitation conventionnelles.

(ii) *Price to cash-flows*

Le multiple de « *Price to Cash-Flows* » (P/CF) ou multiple de flux de trésorerie ou multiple de résultat net récurrent (RNR) correspond à la valeur de marché des titres d'une société rapportée à ses cash-flows ; il est utilisé pour les sociétés bénéficiant de cash-flow récurrents (Capitalisation boursière/Loyer Moyen pour les sociétés foncières par exemple).

Avantages : Il valorise les sociétés présentant des flux de trésorerie récurrents (sociétés foncières notamment). Il prend en compte le taux d'occupation des biens détenus par la société.

Inconvénient : Il peut être biaisé par l'état du (des) marché(s) de l'immobilier dans le(s)quel(s) se trouve(nt) le(s) bien(s) détenu(s) par la société, et est notamment tributaire de la valeur patrimoniale de ce(s) bien(s).

3.1.3.2. Secteur bancaire

Spécifiques aux secteurs bancaires, les multiples de PER, P/B et de P/TB normalisés tiennent compte des exigences réglementaires en matière de fonds propres. Dans ce contexte particulier, les agrégats de capitalisation boursière, de fonds propres et de fonds propres tangibles doivent être « normalisés » *i.e.* retraités de l'excédent de fonds propres (ou du déficit de fonds propres).

L'excédent de fonds propres (ou le déficit de fonds propres) est calculé en comparant les fonds propres *Core Tier 1* d'une banque aux fonds propres *Core Tier 1* exigés par la réglementation.

Les multiples PER, P/B, P/TB normalisés peuvent ensuite être calculés en fonction de ces agrégats ajustés (le résultat net n'est pas à ajuster).

Avantage : la normalisation permet de tenir compte des exigences réglementaires en termes de fonds propres.

Inconvénient : la normalisation nécessite un certain nombre de calculs et de retraitements à effectuer à la fois sur les sociétés de l'échantillon de comparables et sur la société à évaluer.

3.1.3.3. Société télécoms ou à forte intensité capitalistique

Le multiple VE / (EBITDA - CAPEX) correspond au rapport entre la valeur d'entreprise et la valeur de l'EBITDA retraité des investissements effectués (CAPEX).

Ce multiple permet ainsi d'obtenir une vision ajustée de la capacité bénéficiaire de la société, en la retraitant des investissements récurrents nécessaires à la poursuite de son activité.

3.1.3.4. Société privilégiant la location à la pleine propriété

L'EBITDAR (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Rentals*), correspond à l'EBITDA retraité des coûts de location des actifs.

Le multiple d'EBITDAR est utilisé notamment dans les secteurs où les sociétés privilégient la location à la pleine propriété (à titre d'exemples : les maisons de retraite, la grande distribution, l'aéronautique...)

3.2. Cas des groupes multi-secteurs ou conglomérats

3.2.1. Utilisation de plusieurs échantillons dans le cadre d'une somme des parties

Lorsqu'un groupe est présent sur plusieurs secteurs d'activités, il est préférable d'évaluer séparément chacune de ses branches d'activités et d'agréger les résultats obtenus. Ainsi il convient d'utiliser des échantillons de sociétés comparables adaptés aux différentes branches d'activités.

3.2.2. Utilisation de multiples synthétiques

Une méthode plus simpliste peut être mise en œuvre en pondérant les résultats de chaque échantillon au poids de la valeur d'un secteur dans la valeur globale et en calculant des multiples synthétiques applicables aux agrégats consolidés du groupe à évaluer.

3.3. Analyses statistiques des multiples appliqués

3.3.1. Analyse globale

Le tableau suivant présente l'occurrence de chaque multiple utilisé par les experts indépendants en nombre d'opérations et fréquence d'utilisation sur les 300 offres publiques étudiées entre 2006 et 2016.

Multiples employés par les experts indépendants dans la méthodes des comparables boursiers

Multiple	2006/2016 ¹		2001/2006 ²	
	Comp. bours.	Fréq.	Comp. bours.	Fréq.
EV/CA	48	22%	35	33%
EV/EBITDA	133	60%	73	70%
EV/EBIT	127	57%	71	68%
PER	21	9%	48	46%
Autres	42	19%	9	9%
Total	371		252	
Occurrence de la méthode	223		105	
Nombre moyen de multiples utilisés	1,7		2,4	

"Comp. bours." : Comparables boursiers (en nombre d'utilisation)

"Fréq." : Fréquence d'utilisation

¹ Source : Etude réalisée par Maxime Hazim, HAF Audit & Conseil, sur 300 offres publiques

² Source : Etude réalisée par Olivier Grivillers, HAF Audit & Conseil, sur 150 offres publiques

Sur les 300 offres publiques étudiées entre 2006 et 2016, la méthode des comparables boursiers a été retenue 223 fois par les experts indépendants, soit sur 74% des opérations. 371 multiples ont été appliqués, ce qui représente une moyenne de 1,7 multiple par opération. Les multiples d'EBITDA et d'EBIT sont les plus fréquemment employés (fréquence supérieure à 50%) par les experts indépendants suivis des multiples de chiffre d'affaires et du PER.

La comparaison de cette étude avec une étude réalisée sur 150 offres publiques intervenues entre 2001 et 2006 met en exergue une baisse significative de l'utilisation du PER comme multiple de référence. Les experts indépendants privilégient en effet les multiples de valeur d'entreprise. Comme le PER, l'utilisation des autres multiples (notamment P/B, P/CF et Prime/décote sur ANR) est désormais en effet restreinte à des secteurs d'activité spécifiques (cf. § 3.3.2).

3.3.2. Analyse des multiples utilisés par secteur d'activité

Fréquence d'utilisation des multiples par secteur

Étiquettes de lignes	EV / CA	EV / EBITDA	EV / EBIT	PER	P/B	P/TB	Prime / décote ANR	P/CF	Multiple de référence
Biens de consommation	25%	72%	47%	16%	1%	0%	1%	0%	EV/EBITDA
Immobilier	4%	16%	12%	3%	3%	3%	59%	39%	Prime ANR
Industries	24%	81%	59%	4%	1%	1%	1%	1%	EV/EBITDA
Pétrole, Gaz et Matériaux de base	0%	67%	60%	20%	0%	0%	0%	0%	EV/EBITDA
Santé	44%	54%	41%	10%	0%	0%	0%	0%	EV/EBITDA
Services aux collectivités	0%	100%	0%	8%	0%	0%	0%	0%	EV/EBITDA
Services aux consommateurs	21%	69%	74%	11%	1%	1%	1%	1%	EV/EBIT
Sociétés financières	0%	8%	8%	28%	24%	32%	24%	0%	P/TB
Sociétés financières (Holding)	11%	0%	0%	11%	0%	0%	78%	0%	Prime ANR
Technologies	36%	69%	68%	11%	0%	0%	0%	0%	EV/EBITDA
Télécommunications	21%	71%	39%	8%	5%	5%	5%	5%	EV/EBITDA

En couleur : du vert, la fréquence d'utilisation la élevée de la ligne, au rouge : la plus basse de la ligne

Le tableau ci-dessus qui présente, sur les 300 offres publiques étudiées entre 2006 et 2016, la fréquence d'utilisation des multiples utilisés, met en exergue que les multiples d'EBITDA et d'EBIT sont les multiples de référence dans la plupart des secteurs d'activité. Cependant, des exceptions existent :

- la prime ou décote sur l'ANR et le multiple de flux de trésorerie récurrent sont les multiples de référence pour les sociétés foncières (secteur immobilier) ;
- le PER, les multiples d'actif net comptable (P/B) et d'actif net comptable retraités des éléments incorporels (P/TB) sont utilisés notamment pour l'évaluation des banques ;
- la prime ou la décote sur l'ANR est utilisée pour l'évaluation des fonds d'investissement et des sociétés financières de type holdings.

3.4. Régressions linéaires et ajustement de certains multiples

3.4.1. Régression entre multiple du chiffre d'affaires et taux de marge d'EBIT ou d'EBITDA

Le multiple de chiffre d'affaires peut être « ajusté » via une régression linéaire entre le multiple et les taux de marge d'EBITDA ou d'EBIT observé sur les sociétés comparables.

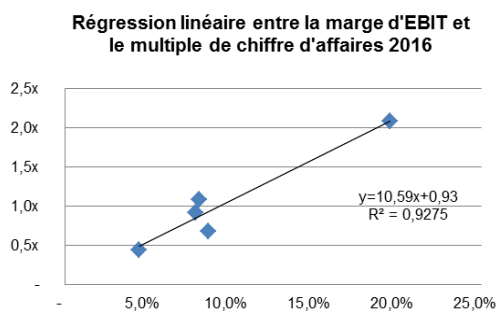
Ce multiple ajusté permet de prendre en compte la profitabilité (marge) de la société.

Le coefficient de détermination (R^2) de la régression linéaire doit être suffisamment élevé (supérieur à 0,5) pour que l'utilisation de la régression soit pertinente.

Exemple

Société	VE/CA			Marge d'EBIT		
	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
Comparable 1	0,68x	0,63x	0,59x	8,6%	8,5%	8,5%
Comparable 2	0,91x	0,83x	0,79x	7,8%	8,4%	8,7%
Comparable 3	0,44x	0,40x	0,37x	4,4%	5,9%	6,5%
Comparable 4	2,08x	1,86x	1,18x	19,5%	22,1%	25,6%
Comparable 5	1,09x	0,91x	0,79x	8,0%	8,3%	8,7%
Médiane	0,91x	0,83x	0,79x	8,0%	8,4%	8,7%
Société - moyenne 2016-2018				11,1%	11,1%	10,5%
Multiple corrigé	1,19x	0,96x	0,71x			

Régression linéaire	Marge d'EBIT		
	2016e	2017e	2018e
Coefficient de régression (a)	10,59	8,33	3,29
(b)	0,02	0,04	0,36
Coefficient de détermination (R^2)	0,93	0,94	0,76
Taux EBIT Société (x)	11,1%	11,1%	10,5%
Multiples de chiffre d'affaires "corrigés"	1,19x	0,96x	0,71x



3.4.2. Régression entre multiple d'EBITDA et taux de croissance d'EBITDA

Le multiple d'EBITDA peut être « ajusté » *via* une régression linéaire entre le multiple et le taux de croissance de l'EBITDA observé.

Ce multiple ajusté permet de prendre en compte la croissance de la société vis-à-vis de l'échantillon de sociétés comparables.

3.4.3. Autres régressions possibles

Régression du multiple ANR et de la capitalisation boursière : le multiple de prime ou décote d'ANR peut être ajusté *via* une régression entre ce multiple et les capitalisations boursières de l'échantillon de sociétés comparables.

4. Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers

La mise en œuvre de la méthode des comparables nécessite l'exploitation de diverses informations émanant de sources variées et l'application, par étapes, de plusieurs calculs intermédiaires.

A chaque étape, l'expert indépendant collecte, analyse, et, le cas échéant, ajuste ces informations pour obtenir des résultats fiables.

Dans cette partie sont présentés les points clés qui requièrent une appréciation de la part de l'expert-indépendant :

- Portée des données prévisionnelles de marché des sociétés comparables ;
- Détermination des agrégats de référence de l'entité évaluée : focus sur l'EBITDA ;
- Détermination de la Valeur d'Entreprise (VE) ;
- Passage de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des capitaux propres (VCP).

4.1. Portée des données de marché prévisionnelles des sociétés comparables

4.1.1. Notes d'analystes

Les analystes établissent des prévisions (chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT...) qui sont publiées dans des notes périodiques, élaborées dans le but d'analyser les informations de nature financière, économique et stratégique afin de formuler une opinion sur l'évolution de la valorisation des titres financiers des sociétés dont ils assurent le suivi.

L'observation des valeurs publiées permet de déterminer des consensus (moyennes simples ou retraitées) accessibles dans les bases de données financières (Bloomberg, Thomson Reuters, S&P Capital IQ...).

Ces notes comportent en général les informations suivantes :

- Présentation de la société (historique, actionnariat, management, activités, présence géographique...) ;
- Présentation du marché (concurrence, perspectives d'évolution...) ;
- Analyse financière (évolution du chiffre d'affaires, de la rentabilité, des ratios bilanciers...) et stratégique (analyse SWOT) ;
- Valorisation (DCF, comparables boursiers, comparables transactionnels...) ;
- Détermination d'un cours cible et émission d'une recommandation (achat, neutre ou vente).

4.1.2. Couverture par les analystes

La couverture d'une société cotée par les analystes est variable, en quantité et en qualité, et requiert une appréciation de la part de l'expert indépendant avant d'être exploitée.

S'agissant de l'indice CAC 40, 100% des sociétés le composant sont suivies en moyenne par 45 analystes. De même, l'indice SBF 120 est intégralement couvert, mais en moyenne par 17 analystes, le minimum étant de 9 analystes et le maximum de 24 analystes. Les dix plus faibles capitalisations boursières de l'indice CAC Small (9 millions d'euros de capitalisation boursière en moyenne) sont suivies en moyenne par 4 analystes, entre 0 et 6 analystes.

Ainsi pour certaines capitalisations de taille limitée, les données prévisionnelles peuvent être rares voire inexistantes ; elles peuvent être de bonne qualité tout en reposant sur un nombre limité d'analystes ou *a contrario* résulter d'analyses « mécaniques » *i.e.* dépourvues d'analyses de fond.

4.1.3. Points d'attention pour l'utilisation des données prévisionnelles issues des consensus

Les consensus sont établis par les bases de données financières à partir d'informations prévisionnelles contenues dans des notes d'analystes. Il existe ainsi plusieurs consensus disponibles à une même date d'évaluation.

L'expert indépendant n'a généralement pas vocation à modifier la composition du consensus, sauf dans des situations particulières où son jugement le conduit à privilégier sa vision. Dans cette perspective, l'expert indépendant doit être attentif aux informations suivantes :

- Eléments quantitatifs et qualitatifs relatifs à la couverture par les analystes :
 - o Nombre d'analystes couvrant la société : les capitalisations les plus modestes ne font pas nécessairement l'objet d'un suivi ; tous les analystes ne couvrent pas un horizon équivalent de données prévisionnelles ;
 - o Notoriété des analystes couvrant la société : les capitalisations les plus importantes sont généralement couvertes par les analystes les plus prestigieux et les plus modestes peuvent l'être par des analystes de moindre renom ;
 - o Régularité du suivi : un suivi régulier permet de minimiser le risque de non prise en compte d'événements récents (obtention d'un nouveau marché, changement de dirigeant...) dans l'élaboration des données prévisionnelles et l'émission des recommandations ;
 - o Ancienneté du suivi : elle permet d'apprécier la légitimité (connaissance des spécificités du secteur, accès au management...) dont dispose l'analyste ;
 - o Examen de la nature de l'intervention de l'analyste (en charge le cas échéant de l'animation du titre...) ;
 - o Analyse des potentiels conflits d'intérêts (actions détenues le cas échéant par l'analyste...).

- Eléments relatifs aux données prévisionnelles des consensus :
 - o Analyse de la méthode de détermination de l'agrégat calculé par la base de données (Bloomberg, Capital IQ...) :
 - Détermination du consensus : notes d'analystes retenues et écartées ;
 - Détermination de l'agrégat calculé : prise en compte par exemple d'une moyenne ou d'une médiane ;
 - Détermination de l'écart-type, de la valeur maximale et de la valeur minimale.
 - o Données manquantes d'une entité au sein de l'échantillon des comparables :
 - Par exemple : seuls les multiples prévisionnels de chiffres d'affaires sont disponibles ou aucune prévision n'est disponible sur certaines périodes ;
 - Il revient alors au professionnel de déterminer si les données manquantes impliquent un ajustement de l'échantillon.
 - o Biais attachés aux données prévisionnelles : l'observation régulière des prévisions montre souvent l'existence d'un biais optimiste de la part des analystes. Ainsi par exemple, sur une période analysée de plusieurs années, le cours cible du consensus peut apparaître *a posteriori* constamment supérieur au cours spot.
 - o Calendarisation des données prévisionnelles : lorsque les dates d'arrêt des comptes des entités de l'échantillon sont différentes, il est souvent souhaitable de procéder à un retraitement afin que les données prises en compte dans la valorisation fassent référence à la même période. A défaut d'informations précises sur la saisonnalité, la répartition des flux entre des périodes semestrielles ou mensuelles peut s'effectuer selon une hypothèse de flux linéaires.

4.1.4. Détermination des multiples de marché

Même si certaines bases de données déterminent et mettent à la disposition de leurs abonnés des multiples présentés comme directement exploitables, l'expert indépendant privilégie au stade de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers son propre modèle, afin de garder la maîtrise de la méthodologie de calcul des multiples de marché.

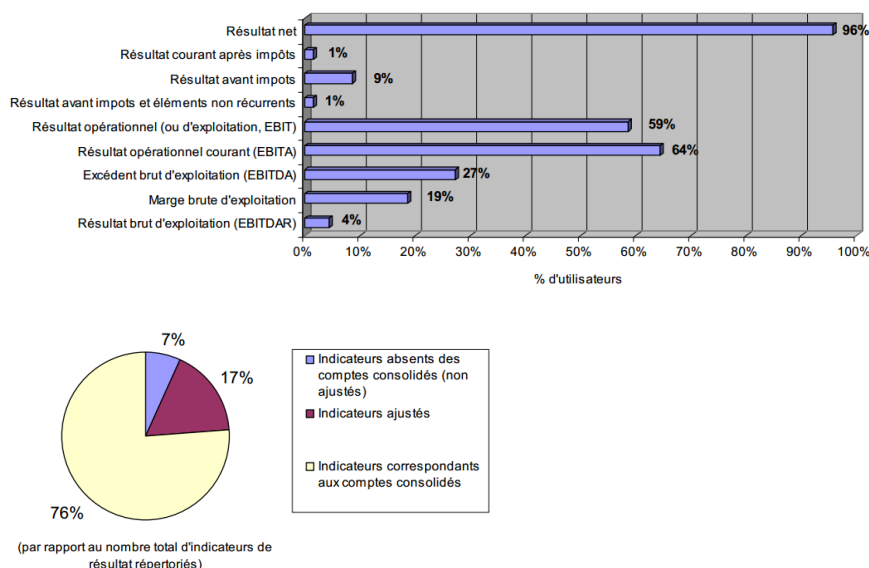
Le calcul des multiples de marché porte notamment sur les points suivants :

- Pour calculer la capitalisation boursière, il convient de déterminer les références d'un cours de bourse et d'un nombre d'actions. En ce qui concerne le cours de référence, il est possible de prendre en compte le cours spot de clôture ou de tenir compte de moyennes (1 mois, 3 mois, 6 mois). Dans le cadre d'opérations de marché, la référence aux 20 derniers cours de bourse est privilégiée, sous réserve d'une appréciation par l'expert indépendant des conditions particulières de marché qui pourraient être observées pour telle ou telle société.
- Les agrégats d'endettement net et d'intérêts non contrôlants (anciennement dénommés « intérêts minoritaires »), qui permettent le passage de la valeur des capitaux propres à la valeur d'entreprise, sont issus des publications financières les plus récentes.
- Dans un objectif d'harmonisation des agrégats, et en particulier de l'EBITDA, il est utile de procéder à différents ajustements en fonction des données disponibles (cf. § 4.2).

4.2. Définition des agrégats de performance

L'AMF a publié le 17 novembre 2010¹² une étude portant sur les indicateurs publiés dans les communiqués au titre de la période 2009 et leurs liens avec les comptes, réalisée sur un échantillon de 70 émetteurs. Les principaux indicateurs publiés se répartissaient comme suit en pourcentage d'utilisateurs et par rapport au nombre total d'indicateurs répertoriés :

¹² « Etude portant sur les indicateurs publiés dans les communiqués au titre de la période 2009 et leurs liens avec les comptes ».



Cette même étude rappelle que dans un communiqué du 20 septembre 2005 sur la communication des émetteurs sur leurs résultats, l'AMF rappelait « *qu'elle n'est pas opposée à l'utilisation d'indicateurs financiers spécifiques* » mais que cet « *usage ne devait toutefois pas conduire à négliger les indicateurs d'usage courant et reconnu. Lorsque les émetteurs font usage d'indicateurs spécifiques, il importe, en tout état de cause, qu'ils soient bien définis [...]* ».

L'observation des opérations de marché montre qu'environ 15% des agrégats de référence font l'objet de retraitements.

4.2.1. EBITDA

L'EBITDA vise à traduire la performance opérationnelle de l'entité indépendamment de sa politique de financement (coût de l'endettement financier), de sa politique d'investissement (dotations aux amortissements) et de la fiscalité sur ses résultats (impôt sur les sociétés). Le référentiel IFRS laisse cependant une latitude à ses utilisateurs pour la comptabilisation de certains produits et charges. Les options retenues sont ainsi susceptibles d'affecter l'EBITDA de l'émetteur.

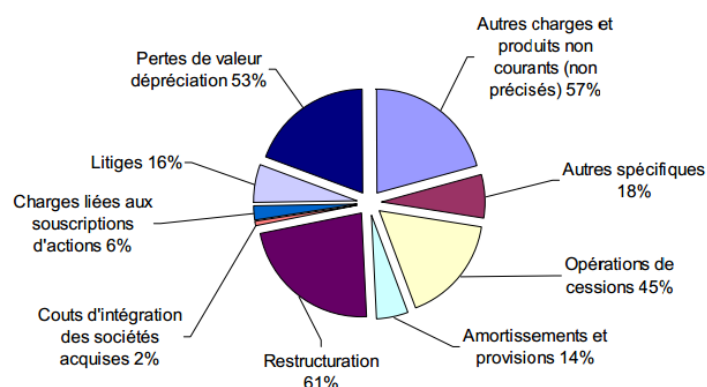
En l'absence de définition normative précise de l'EBITDA, l'AMF a souligné à plusieurs reprises la nécessité d'explicitier précisément la formation de cet indicateur dans les notes annexes.

4.2.2. Résultat opérationnel courant

Dans l'étude précitée de novembre 2010 sur les indicateurs publiés dans les communiqués, l'AMF constate que le résultat opérationnel courant (ROC) n'étant pas défini par les normes IFRS, les éléments retraités entre le résultat opérationnel courant et le résultat opérationnel peuvent être variables selon les émetteurs. Aucun des émetteurs ne faisait référence dans ses annexes à la recommandation CNC 2009-R-03 relative au format des états financiers en référentiel IFRS. En revanche, l'ensemble de ces émetteurs, à l'exception de quatre, fournissaient, dans leurs communiqués, une définition des sous-totaux présentés.

Les éléments considérés comme non courants les plus utilisés étaient ceux présentés ci-après. L'AMF concluait que « *le résultat opérationnel courant ne peut être comparé entre différentes entités* » dans la mesure où les éléments retraités ne sont pas toujours les mêmes.

**Éléments considérés comme non courants
(par 49 émetteurs qui présentent un résultat opérationnel courant)**



Dans une position actualisée en 2015¹³, reposant sur les Directives Transparence, Prospectus et le Règlement Abus de marché, l'AMF rappelle les principes à mettre en œuvre en matière d'Indicateurs Alternatifs de Performance (IAP). L'AMF y formule la recommandation suivante : « Lorsque l'indicateur Résultat Opérationnel Courant (ROC) est présenté dans le communiqué financier, il est souhaitable que la société se réfère à la définition donnée par le CNC dans sa recommandation 2013.R.03. En revanche, si la société choisit un autre mode de calcul, il conviendra de l'explicitier. »

L'AMF se réfère ainsi à la présentation du Résultat Opérationnel Courant (ROC) telle qu'elle a été proposée par l'ANC dans sa recommandation 2013.03¹⁴ ; l'EBITDA est construit à partir du ROC augmenté des charges calculées (amortissements et provisions).

Il convient en outre de souligner que l'EBIT des bases de données financières correspond généralement au résultat opérationnel.

Extrait du modèle de compte de résultat par nature issu de la recommandation 2013.R.03 de l'ANC :

Chiffre d'affaires
Autres produits de l'activité
Achats consommés
Charges de personnel
Charges externes
Impôts et taxes
Dotation aux amortissements
Dotation aux provisions
Variation des stocks de produits en cours et de produits finis
Autres produits d'exploitation
Autres charges d'exploitation
Résultat opérationnel courant (ROC)
Autres produits opérationnels
Autres charges opérationnelles
Résultat opérationnel

4.2.3. Pratique de l'expert indépendant

L'expert indépendant devra apporter une vigilance particulière à l'homogénéité des méthodologies retenues, d'une part, par les sociétés réputées comparables et, d'autre part, par la société à évaluer.

L'EBITDA issu des bases de données financières est en général calculé selon l'une ou l'autre des équations suivantes, étant toutefois souligné que des variantes sont possibles :

¹³ Indicateurs alternatifs de performance (« IAP ») – DOC-2015-12.

¹⁴ Recommandation n°2013-03 du 7 novembre 2013 relative au format des comptes consolidés des entreprises établis selon les normes comptables internationales (hors établissements du secteur bancaire et organismes d'assurance).

- EBITDA = Résultat opérationnel + dotations nettes aux amortissements
- EBITDA = Résultat opérationnel + dotations nettes aux amortissements + dotations à certaines provisions pour risques et charges nettes des reprises y afférentes

Les provisions sur l'actif circulant sont en règle générale considérées comme des éléments du résultat courant, non retraités pour le calcul de l'EBITDA.

Toutefois, il convient de souligner qu'en général les agrégats prévisionnels définis par les analystes ne sont pas détaillés. Par construction, ils excluent la plupart du temps des éléments non récurrents, comme par exemple l'impact des provisions pour risques.

L'expert indépendant doit ainsi procéder à des retraitements d'harmonisation lorsqu'il constate au sein de l'échantillon de comparables qu'il a retenu des écarts méthodologiques significatifs.

4.3. Détermination de la Valeur d'Entreprise

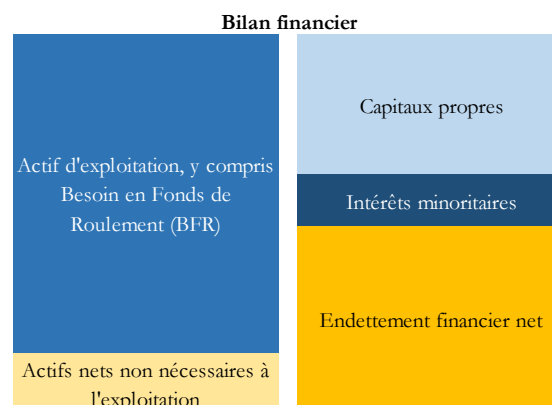
La valeur d'entreprise est obtenue en appliquant aux agrégats de la société à évaluer les multiples de valorisation (multiples de valeur d'entreprise) observés pour l'année en cours et pour les exercices futurs faisant l'objet de prévisions.

L'homogénéité de l'échantillon ressort de la proximité des multiples prévisionnels moyens et médians. Le choix des multiples médians n'exonère pas l'expert indépendant de l'analyse de l'origine des extrêmes aux bornes de l'échantillon.

4.4. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

La mise en œuvre de la méthode analogique des comparables boursiers permet, dans le cas de l'application de multiples de valeur d'entreprise, de déterminer la Valeur d'Entreprise (VE) de la société à évaluer. En revanche, il convient d'effectuer des retraitements sur la valeur de l'actif économique pour obtenir la Valeur des Capitaux Propres (VCP) de la société.

L'expert indépendant appliquera en général les mêmes retraitements que ceux retenus dans d'autres approches de valorisation, comme le DCF, après avoir apprécié la cohérence de ces retraitements avec les éléments susceptibles d'avoir déjà été pris en compte dans la valeur d'entreprise des comparables boursiers (retraitements similaires à ceux effectués pour passer de la capitalisation boursière à la valeur d'entreprise des sociétés comparables).



$$\begin{aligned}
 \text{VCP} &= \text{VE} \\
 &- \text{Endettement financier net} \\
 &- \text{Intérêts minoritaires} \\
 &+ \text{le cas échéant : valeur de marché nette d'impôt sur les sociétés pouvant être} \\
 &\quad \text{obtenue des actifs non nécessaires à l'exploitation}
 \end{aligned}$$

L'endettement financier net s'entend de l'ensemble des dettes bancaires, le cas échéant cotées, diminuées du montant de la trésorerie disponible, de la valeur des options de couverture éventuelles et des autres instruments financiers.

Peuvent également être considérées comme des dettes :

- certains passifs financiers non attachés à l'exploitation provenant de compléments de prix (*earn-out*), d'options de ventes... ; ou
- des provisions présentant le caractère de dettes.

Les actifs non nécessaires à l'exploitation peuvent être constitués par :

- des actifs financiers (titres de participation non consolidés, prêts, créances, titres mis en équivalence et non considérés comme directement liés à l'exploitation) ;
- des actifs destinés à être cédés ;
- des impôts différés actifs liés aux reports déficitaires.

Cependant, dans la méthode des comparables boursiers, la valeur de marché des actifs non nécessaires à l'exploitation ne fait pas l'objet de retraitements systématiques, dans la mesure où les capitalisations boursières des comparables peuvent également intégrer ces données.

5. Application d'une décote de taille et/ou d'illiquidité

5.1. Groupe de travail SFEV¹⁵ « Primes et décotes » (2018)

Par référence aux travaux menés en 2018 par le groupe de travail de la SFEV sur les primes et décotes, « *La plupart des décotes et des primes appliquées en évaluation sont issues de niveaux constatés sur le marché boursier ou lors de transactions, mais elles peuvent perdre au fil du temps ce lien à une référence documentée ou être sujettes à critiques lorsqu'elles sont utilisées dans des contextes inappropriés.* »

Selon le groupe de travail de la SFEV, lorsqu'il s'agit d'évaluer une société cotée, les décotes d'illiquidité et de taille sont généralement le reflet d'une même réalité, et « *le niveau de la décote ne devrait pas en conséquence résulter de l'addition de pourcentages non isolément justifiés, qui pourrait conduire à des réductions de valeur excessives.* »

5.2. Décotes de taille

5.2.1. Existence et définition de la décote de taille

L'utilisation d'une décote de taille, selon le groupe de travail de la SFEV, demeure justifiable, en considérant que :

- *Le nombre et la diversité des analyses empiriques en la matière, conduites sur différents marchés et sur différents horizons temporels, constatent dans leur majorité l'existence d'un rendement ajusté du risque supérieur pour les sociétés de petite taille, quels qu'en soient les facteurs sous-jacents ;*
- *Les controverses émises à propos de la décote de taille, bien que soulignant certaines limites dans sa quantification, ne parviennent néanmoins pas à démontrer l'absence d'une exigence de rendement ajusté du risque supérieur pour les sociétés de petite taille ;*

¹⁵ Société française des évaluateurs. Des extraits du document « Primes et décotes » établi par le groupe de travail de la SFEV sont fournis dans la présente synthèse. Une lecture du document complet est nécessaire à une bonne appréhension du sujet : « Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières », juin 2018 (actualisation de l'étude sur le même thème réalisée en 2008).

- *La décote de taille recouvre un effet taille per se, ou qu'elle soit le reflet d'autres éléments corrélés à la taille, elle demeure un ajustement permettant d'appréhender certains risques qui semblent imparfaitement reflétés par le modèle traditionnel du MEDAF » [page 29].*

« Le fait que les professionnels de l'évaluation y aient régulièrement recours atteste de son utilité pour l'estimation de taux de rendement exigés jugés pertinents par les évaluateurs. Toutefois, le praticien se doit de considérer également ses limites afin de définir la décote de taille appropriée, en particulier :

- *La décote de taille est susceptible d'être le reflet d'autres facteurs corrélés à la taille, telles qu'une moindre liquidité notamment, ou de facteurs déjà appréhendés par ailleurs. Il convient donc d'être attentif à la cohérence entre la décote de taille d'une part, et les risques déjà reflétés dans les flux de trésorerie ou au travers d'autres décotes d'autre part, afin d'éviter tout double comptage de ces facteurs ;*
- *Si la décote de taille est généralement mesurée par rapport à la capitalisation boursière ou à d'autres mesures de la taille des sociétés, son application ne doit pas pour autant en devenir automatique sur le seul fondement de l'indicateur retenu. L'appréciation du degré d'exposition aux différents facteurs sous-jacents à la décote de taille demeure indispensable à la justification de son application.*

Ainsi, la décote de taille demeure une décote importante à considérer par l'évaluateur, mais une attention particulière doit être portée à l'analyse des risques appréhendés par son biais, et à sa cohérence eu égard aux facteurs retenus par ailleurs pour l'évaluation » [page 30].

5.2.2. Application aux approches par les multiples

Les études sur la décote de taille et les différentes ressources disponibles appréhendent généralement la décote de taille comme une composante du taux d'actualisation utilisé dans une évaluation par actualisation des flux de trésorerie. Pour autant, dès lors que l'on reconnaît l'existence d'une exigence de rendement supplémentaire liée à la taille, la question du traitement de ce facteur dans une évaluation par les multiples se pose légitimement.

« Une approche possible, si la composition de l'échantillon le permet, consiste par exemple à conduire une analyse de régression entre les paramètres de taille et de croissance des sociétés comparables et leurs multiples observés (en tenant compte dans la mesure du possible des autres variables explicatives des multiples : levier d'endettement, localisation géographique, bêta de l'actif économique, etc.).

En tout état de cause, on notera que l'application de la décote de taille dans le cadre d'une approche par multiples demeure moins fréquente et davantage soumise au jugement professionnel que dans le cadre d'une approche par actualisation des flux de trésorerie » [page 29].

On observe toutefois que des taux de décote, en général compris entre 20% et 30%, sont retenus par les experts indépendants dans le cadre de la méthode des comparables boursiers. Ces décotes sont observées notamment dans le cadre de l'évaluation de sociétés dotées d'une petite capitalisation boursière lorsque l'échantillon de comparables provient de sociétés affichant des capitalisations boursières beaucoup plus importantes.

5.3. Décotes d'illiquidité

Académiques et praticiens s'accordent sur l'idée que l'incessibilité a un coût et qu'un actif cessible a une valeur plus importante qu'un actif non cessible. De nombreuses études académiques et professionnelles ont mis en évidence l'existence d'une décote pour absence de liquidité.

La norme IFRS 13 sur la juste valeur reconnaît par exemple l'existence d'une décote d'illiquidité (*« Discount for the lack of liquidity »*), et l'IVSC admet également l'existence de telles décotes (*Discount for Lack of Marketability* ou *« DLOM »*, notamment).

Deux observations ressortent des nombreuses études empiriques réalisées sur le sujet de la liquidité, selon le groupe de travail de la SFEV « Primes et décotes » (cf. § 5.1) :

- les émissions de titres faisant l'objet de restrictions de cession s'effectuent à des prix décotés ;
- les transactions sur des sociétés non cotées sont réalisées à des prix plus faibles que celles sur des sociétés similaires cotées.

5.4. Synthèse

Même si les décotes de taille et d'illiquidité ont des fondements différents, le *distinguo* entre décote de taille et d'illiquidité n'est pas évident, et le cumul de ces deux types de décotes ne semble pas pertinent dans le cadre notamment d'une opération de marché.

6. Résultats de la méthode des comparables boursiers et recoupement avec les autres approches d'évaluation

6.1. Résultats de la méthode – fourchette de valeurs

La mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers permet au professionnel d'obtenir une fourchette de valeurs, fonction :

- des agrégats retenus pour la mise en œuvre de la méthode ;
- du millésime (année N, N+1, N+2, ...) des agrégats et des multiples observés.

L'expert indépendant peut alors être amené à constater l'existence d'une fourchette de valeurs.

Il lui appartient alors de choisir les agrégats et le millésime qu'il considère comme les plus pertinents dans le cadre de son évaluation, et de justifier les raisons l'ayant amené à retenir ces paramètres plutôt que d'autres, raisons pouvant être liées :

- à la moindre pertinence de certains agrégats (divergences dans les politiques d'investissements et d'amortissements...) ;
- à la présence d'éléments non récurrents dans certains millésimes ;
- à un moindre suivi par les analystes des sociétés de l'échantillon pour les exercices les plus éloignés dans le temps par rapport à la situation présente.

Le résultat auquel parvient l'expert indépendant par cette méthode est usuellement exprimé au travers d'une fourchette (cf. § 6.2), dont l'amplitude doit néanmoins être, autant que possible, restreinte (cf. § 6.3).

6.2. Etude de sensibilité de la valeur obtenue

La valeur, ou fourchette de valeurs, déterminée par la mise en application de la méthode des comparables boursiers repose sur plusieurs paramètres précédemment évoqués : multiple retenu, agrégat auquel est appliqué le multiple, décotes éventuelles.

L'AMF insiste sur l'importance que peut avoir l'analyse des hypothèses opérationnelles et de la sensibilité de la valeur à une variation de ces hypothèses : cf. étude du 13 novembre 2013 : « Etude sur les informations fournies au titre d'IAS 36 – Tests de dépréciation sur un échantillon de sociétés françaises et européennes »¹⁶. Cette étude porte avant tout sur l'analyse des hypothèses opérationnelles dans le cadre de la mise en œuvre d'une méthode intrinsèque de valorisation (DCF), mais il en ressort que, quelle que soit la méthode d'évaluation retenue, les professionnels doivent

¹⁶ « Synthèse des réflexions menées par le groupe de travail d'observation de la Commission consultative « Emetteurs » de l'AMF sur les différences entre les normes comptables européennes et américaines et sur l'application des normes IFRS 8 et IAS 36 par les émetteurs français et européens », Annexe 2.

nécessairement se poser la question de la sensibilité de la valeur obtenue aux paramètres sur lesquels elle se fonde.

À la différence de ce qui est indispensable pour une méthode intrinsèque de valorisation, la mise en œuvre d'une étude de sensibilité ne revêt pas un caractère systématique pour la méthode des comparables boursiers. Par exception, dans le cas de l'utilisation de décotes spécifiques, il peut cependant être utile de procéder à une étude de sensibilité du modèle de valorisation au niveau de décote appliquée à la valeur d'entreprise.

6.3. Recoupement avec les autres méthodes d'évaluation

L'approche d'évaluation multicritères, préconisée par l'AMF, consiste à évaluer la société en se référant à plusieurs critères ou à différentes méthodes de valorisation.

Le rapport Naulot et la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, cités en préambule (cf. § 0.2), réaffirment le principe de l'approche multicritères, préconisant la mise en œuvre de méthodes analogiques et intrinsèques et l'utilisation de références de valorisation permettant au professionnel de confronter son analyse à des indicateurs de valeur.

L'approche multicritères doit donc être utilisée pour garantir un regard croisé, en termes méthodologiques, sur la valeur. L'expert indépendant doit choisir (en justifiant son choix), parmi les valeurs obtenues, celles lui paraissant le mieux refléter les circonstances de la valorisation.

Des résultats très divergents entre les méthodes mises en œuvre doivent par ailleurs amener l'expert indépendant à s'interroger sur les raisons de cette divergence et sur la cohérence des paramètres retenus dans les différentes méthodes. Un écart trop important entre les résultats obtenus au travers des différentes méthodes peut nécessiter que les raisons en soient explicitées, comme par exemple dans les cas suivants :

- sociétés en retournement, dont l'évaluation par la méthode DCF peut différer sensiblement de celle par la méthode des comparables boursiers ou transactionnels ;
- différence de maturité entre les sociétés de l'échantillon de comparables boursiers et la société à évaluer, pouvant entraîner là encore une divergence d'évaluation entre l'application de la méthode DCF et celle des comparables boursiers ;
- prise en compte d'une prime de contrôle, justifiée par la présence de synergies, dans le cadre de la méthode des transactions comparables.

En tout état de cause, l'expert indépendant est amené à justifier le positionnement des valeurs finalement retenues dans l'intervalle délimité par l'approche multicritères qu'il se doit de mettre en œuvre.