

# In Extenso

Financement & Marché

## **Synthèse des méthodes de valorisation mises en œuvre dans le cadre des travaux d'analyse financière au sein de la société In Extenso Financement et Marché**

En application des articles 315-3 et 315-11 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers, sont présentées ci-après les méthodes d'évaluation susceptibles d'être utilisées dans le cadre de l'établissement de recommandations d'investissement par les analystes financiers de la société In Extenso Financement et Marché.

Peuvent être mises en œuvre les principales méthodes de valorisation suivantes :

- Actualisation des flux futurs de trésorerie (Discounted cash flows - DCF),
- Actualisation des dividendes futurs,
- Comparables boursiers,
- Comparables transactionnels,
- Somme des parties,
- Actif net comptable et actif net réévalué.

### **Actualisation des flux futurs de trésorerie (Discounted cash flows – DCF)**

Cette méthode de valorisation repose sur la théorie selon laquelle la valeur économique d'une société correspond à la somme des flux futurs générés par celle-ci, actualisés au coût moyen pondéré des ressources financières mises en œuvre pour générer ces flux de trésorerie. La valeur économique d'une société étant égale à la somme de sa dette - nette de la trésorerie et des placements financiers - et de ses fonds propres, la valeur des fonds propres est égale à la différence entre la valeur économique et la valeur des dettes nettes.

La valeur économique se décompose comme suit :

- la valeur actualisée des flux de trésorerie futurs durant une période prévisionnelle (période d'observation, généralement comprise entre 5 et 10 ans),
- la valeur résiduelle - terminale - qui représente la valeur actualisée des flux au-delà de la période prévisionnelle.

Le flux de trésorerie disponible se définit alors comme le flux de trésorerie restant dégagé par l'activité après le financement des variations du besoin en fonds de roulement et des investissements d'exploitation.

Ainsi, cette approche consiste à déterminer la valorisation intrinsèque de la société par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles dégagés par l'activité.

### ***Précisions relatives à la détermination du taux d'actualisation au sein du bureau d'analyse d'In Extenso Financement et Marché :***

Le taux d'actualisation correspond au coût moyen entre le coût des fonds propres et le coût de la dette financière, et ce de manière pondérée en fonction de l'importance de ces deux ressources dans le financement global de la société.

Le coût des fonds propres a été déterminé sur la base du modèle du CAPM auquel est intégrée une prime de risque Small Cap, selon la formule suivante :

$$\text{Coût des Fonds Propres} = R_f + \text{beta} * (R_m - R_f) + \text{Prime Small Caps}$$

avec  $R_f$  : taux sans risque  
 $(R_m - R_f)$  : prime de marché action

En effet, en fonction de la taille de la société à évaluer, In Extenso Financement et Marché affecte une prime de risque Small Caps au coût des fonds propres. La prime Small Caps est déterminée selon 6 critères, dont l'évaluation est factuelle et objective. L'échelle de notation pour chaque critère comporte 5 paliers allant de - - à ++. Chaque franchissement de palier ajoute 20 points de base au coût des fonds propres.

Les critères sont appréciés de la façon suivante :

Critère	Echelle de notation				
	++	+	=	-	--
<b>Gouvernance d'entreprise<sup>1</sup></b>	4	3	2	1	0
<b>Liquidité<sup>2</sup></b>	[66 % ; 100 %]	[33 % ; 66 %[	[15 % ; 33 %[	[5 % ; 15 %[	[0 % ; 5 %[
<b>Taille du CA (M€)</b>	[150 ; +∞[	[100 ; 150[	[50 ; 100[	[25 ; 50[	[0 ; 25[
<b>Rentabilité opérationnelle</b>	[25 % ; 100 %]	[15 % ; 25 %[	[8 % ; 15 %[	[3 % ; 8 %[	[0 % ; 3 %[
<b>Gearing</b>	] -∞ % ; -15 %]	] -15 % ; 15 %]	] 15 % ; 50 %]	] 50 % ; 80 %]	] 80 % ; +∞ %]
<b>Risque Client<sup>3</sup></b>	[0 % ; 10 %]	] 10 % ; 20 %]	] 20 % ; 30 %]	] 30 % ; 40 %]	] 40 % ; 100 %]

A titre d'illustration et d'exemple, sur la base des caractéristiques propres à la société à évaluer, il peut ainsi être obtenu la matrice suivante, définissant la prime Small Caps à appliquer :

	++ (+ 20 pts)	+ (+ 40 pts)	= (+ 60 pts)	- (+ 80 pts)	-- (+100 pts)	Prime Small Caps
<b>Gouvernance d'entreprise</b>						0,40 %
<b>Liquidité</b>						0,60 %
<b>Taille du CA</b>						0,60 %
<b>Rentabilité opérationnelle</b>						0,80 %
<b>Gearing</b>						1,00 %
<b>Risque Client</b>						0,20 %
<b>TOTAL</b>						<b>3,60 %</b>

<sup>1</sup> La qualité de la gouvernance d'entreprise est évaluée selon les quatre critères suivants : séparation des fonctions de Présidence et de Direction Générale ou fonctionnement sur la base d'un Conseil de Surveillance et d'un Directoire ; présence de membres indépendants au sein du Conseil d'Administration ou du Conseil de Surveillance ; présence de censeurs ou d'organes de contrôle ; existence de comités spécialisés.

<sup>2</sup> Taux de rotation du capital au cours d'une année.

<sup>3</sup> Part du chiffre d'affaires représentée par les 5 clients les plus importants.

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque, de la prime de marché, du beta, de la prime Small Caps calculée précédemment, et en fonction de la situation d'endettement de la société à évaluer et sur la base du coût financier de son endettement éventuel, le taux d'actualisation est déterminé. A titre d'illustration et d'exemple, sur la base des informations suivantes, le taux d'actualisation est alors de 11,81 %

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
3,7 %	7,1 %	1,13	4,5 %	16,2 %	5,7 %	35 %	36,3 %	<b>11,8 %</b>

## Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode de valorisation consiste à apprécier la valeur des fonds propres d'une société en fonction de sa capacité distributive, en actualisant les flux futurs de dividendes perçus par l'ensemble des actionnaires. Pour la mise en œuvre de cette méthode, le taux d'actualisation employé correspond au coût des fonds propres, et ce selon l'approche présentée ci-dessus (Partie Actualisation des flux futurs).

## Comparables boursiers

L'approche par comparables boursiers consiste à appliquer aux principaux soldes de gestion prévisionnels de la société à évaluer, les multiples boursiers moyens observés pour des sociétés cotées jugées comparables (secteur d'activité, profil financier, business modèle). Peuvent ainsi être appliqués des ratios tels que :

- multiple du chiffre d'affaires,
- multiple de l'excédent brut d'exploitation,
- multiple du résultat opérationnel,
- multiple du résultat net (PER).

Les trois premiers ratios permettent de disposer d'une valeur d'entreprise de la société à évaluer. C'est ainsi que la valeur des fonds propres est obtenue par différence entre cette valeur d'entreprise et la valeur des dettes nettes.

Le quatrième ratio permet l'obtention directe de la valeur des fonds propres de la société à évaluer.

### ***Précisions relatives à l'application éventuelle d'une décote, par rapport aux résultats obtenus dans le cadre de l'approche par les comparables boursiers, au sein du bureau d'analyse d'In Extensio Financement et Marché :***

Compte tenu de la différence éventuelle entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenus et celle de la société à évaluer, In Extensio Financement et Marché applique une décote, inspirée du modèle de Eric-Eugène Grena, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente de la société.

Les travaux menés par Eric-Eugène Grena – membre de la SFAF, ancien responsable du bureau d'analyse financière de BNP Paribas et directeur associé de Clinvest – ont montré le risque qu'il existe à appliquer la méthode d'évaluation par les comparables boursiers sans tenir compte de l'existence d'écarts parfois non négligeables entre la taille de la société évaluée et celle des sociétés retenues comme référentiel boursier.

Il semble donc important de procéder à une correction en calculant une décote à appliquer à la société évaluée. L'étude réalisée sur un échantillon probant a révélé une décroissance des P/E avec la taille des sociétés de l'échantillon et que la correction à pratiquer doit être du même ordre de grandeur.

La démarche que In Extenso Financement et Marché adopte consiste à :

- Calculer le rapport entre la capitalisation boursière de la société à évaluer et la capitalisation boursière moyenne du groupe de comparables ;
- Appliquer, selon le ratio obtenu, la décote selon l'abaque défini par les travaux d'Eric-Eugène Grena en prenant soin de pratiquer une extrapolation linéaire entre chaque palier ;
- Impacter cette décote sur la valorisation de la société concernée et ainsi affiner la pertinence de la valorisation par les comparables.

Capitalisation boursière de la société à évaluer / Capitalisation boursière moyenne de l'échantillon	Décote à appliquer
2 %	-34 %
5 %	-26 %
10 %	-20 %
20 %	-14 %
30 %	-10 %
40 %	-7 %
50 %	-5 %
60 %	-4 %
80 %	-2 %
100 %	Pas de décote

## Comparables transactionnels

Cette approche analogique consiste à appliquer aux agrégats historiques et prévisionnels de l'entreprise à évaluer, des multiples de transactions récentes observés sur des sociétés comparables (secteur d'activité, profil financier, business model). Comme pour l'approche par les comparables boursiers, peuvent être généralement appliqués des ratios tels que :

- multiple du chiffre d'affaires,
- multiple de l'excédent brut d'exploitation,
- multiple du résultat opérationnel,
- multiple du résultat net.

De la même manière que pour la méthode de valorisation par les comparables boursiers, des décotes ou primes peuvent être appliquées aux résultats obtenus, en fonction de critères de taille des sociétés ayant fait l'objet d'une transaction et faisant partie de l'échantillon retenu, et ce par rapport à la société à évaluer.

## Somme des parties

Pour des groupes de sociétés impliqués dans des domaines d'activités divers, et particulier pour les holdings, l'approche par la somme des parties peut être privilégiée. Cette méthode consiste à évaluer de manière indépendante, en recourant à l'une ou l'autre des méthodes d'évaluation présentées dans le présent document, chacune des activités exercées par le groupe. La valeur des fonds propres du groupe, dans son ensemble, correspond alors à la somme des valorisations obtenues pour chacune des activités exercées au sein de ce groupe, et dont on recherche la valorisation. Une décote peut parfois être appliquée, en fonction de la cohérence, ou non, des activités exercées dans le groupe.

## Actif net comptable et actif net réévalué

La valorisation par l'actif net comptable évalue la société au regard de la différence entre les actifs réels (ayant une valeur marchande) et les dettes réelles, tous deux retenus pour leur valeur comptable.

Une variante de cette méthode, dite de l'actif net réévalué, valorise la société en faisant la différence entre la valeur économique des actifs réels, souvent supérieure à leur valeur nette comptable, et la valeur économique des dettes réelles (considérée comme égale à leur valeur comptable).

Il convient toutefois de noter que, pour une société commerciale, les méthodes patrimoniales sont en général peu appropriées pour appréhender la valeur des actifs de la société, qui est davantage traduite par sa capacité à générer des flux de résultats et de trésorerie que par sa valeur historique au bilan. La valorisation utilisant l'actif net réévalué est habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés détenant des participations financières majoritaires ou minoritaires en portefeuille.

Dans le cadre des travaux réalisés par In Extenso Financement et Marché, au-delà de la mise en œuvre des différentes approches de valorisation telles que présentées ci-avant, une analyse de l'évolution du cours de bourse de la société à valoriser et de la capitalisation boursière affichée par celle-ci peut être également présentée. L'analyste peut ainsi faire référence à la valeur donnée par le marché à la société via l'exploitation des données boursières disponibles.