



Directeur Administratif et Financier

Module 6 : Stratégies financières et évaluation d'entreprise
ADF PRO

Pr. TALEB Mohamed Reda
reda@notoriumagency.com

Plan du cours

- **Thème 1 : Evaluation d'entreprises**
- **Thème 2 : Structure de financement**
- **Thème 3 : Les fusions et acquisitions**

Plan du thème 1 : Evaluation d'entreprises

- Chapitre 1 : Introduction à l'évaluation d'entreprise
- Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)
- Chapitre 3 : Approche par les dividendes
- Chapitre 4 : Approche comparative
- Chapitre 5 : Approche patrimoniale

3

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 1 : Introduction à l'évaluation d'entreprise
Généralités

Pourquoi évaluer une entreprise ?

L'évaluation d'entreprise intervient chaque fois qu'une décision économique, juridique ou fiscale exige de répondre à la question suivante : « *Combien vaut cette entreprise ?* ».

Transactions	Mouvements de capital	Financement	Événements patrimoniaux	Fiscalité	Contentieux	Pilotage stratégique
Cession, acquisition, fusion, scission, introduction en bourse, LBO	Entrée ou sortie d'un associé, actionnariat salarié, rachat d'actions propres	Crédit bancaire, émission obligataire : prouver ce qu'on vaut pour justifier ce qu'on demande	Divorce, succession, donation : chiffrer le patrimoine professionnel à partager ou transmettre	Droits de mutation, IFI, contrôle fiscal, prix de transfert : justifier la valeur déclarée au fisc	Litige entre actionnaires, expertise judiciaire, procédure collective, sinistre assuré	Suivi de la création de valeur, arbitrage investir vs. acquérir, reporting au board

4

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 1 : Introduction à l'évaluation d'entreprise
Généralités

Qu'est ce que l'évaluation d'entreprise ?

- L'évaluation d'entreprise est un processus qui permet de déterminer sa valeur financière et économique sur le marché.
- Evaluer tout ou une partie d'une entreprise consiste à déterminer le prix le plus probable auquel une transaction pourrait se conclure dans des conditions normales de marché.

6

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 1 : Introduction à l'évaluation d'entreprise

Généralités

- Une entreprise a une valeur dans la mesure où elle possède des éléments qui ont eux même une valeur.
- Cependant, l'ensemble d'éléments ou de biens n'ont de valeur que s'ils permettent **de générer des revenus**, ce qui implique que la valeur de l'entreprise réside dans la capitalisation de ces revenus.

7



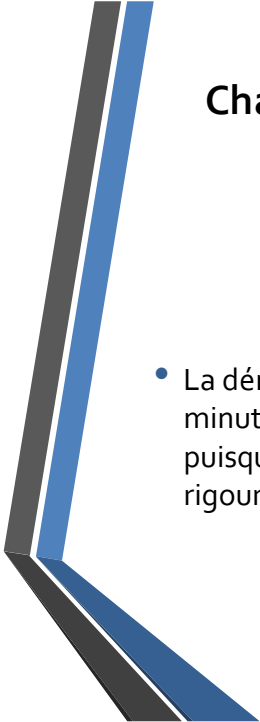
Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 1 : Introduction à l'évaluation d'entreprise

Généralités

- Il n'existe pas une seule et unique méthode d'évaluation qui permettrait d'obtenir un chiffre précis au centime près.
- La valorisation est fournie sous la forme d'une fourchette de valeurs, le prix est un montant déterminé, obtenu après négociation entre un acheteur et un vendeur.

8



Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 1 : Introduction à l'évaluation d'entreprise

Démarche d'évaluation

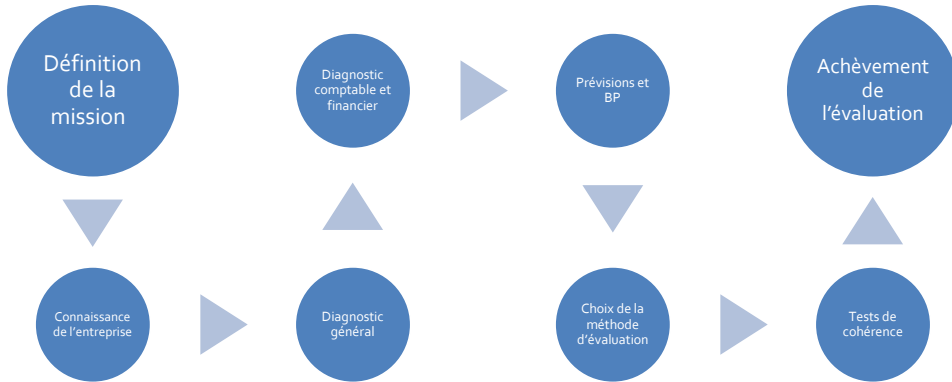
- La démarche d'évaluation d'entreprise implique beaucoup de rigueur et de minutie. En effet, la démarche est tout aussi importante que le résultat, puisqu'elle oblige l'acteur en charge de l'évaluation à collecter rigoureusement les informations pertinentes à ce processus.

9

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 1 : Introduction à l'évaluation d'entreprise

Démarche d'évaluation



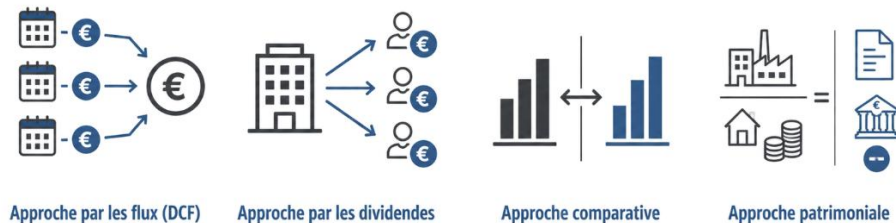
10

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

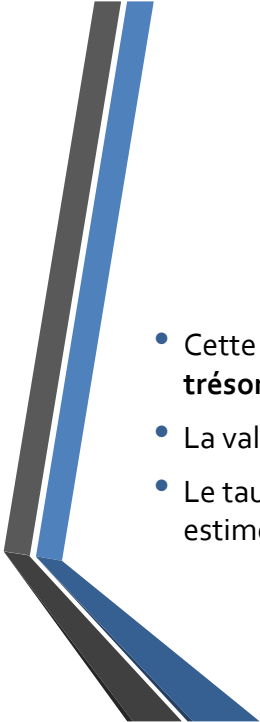
Chapitre 1 : Introduction à l'évaluation d'entreprise

Généralités

Quelles sont les principales approches d'évaluation d'entreprises ?



11



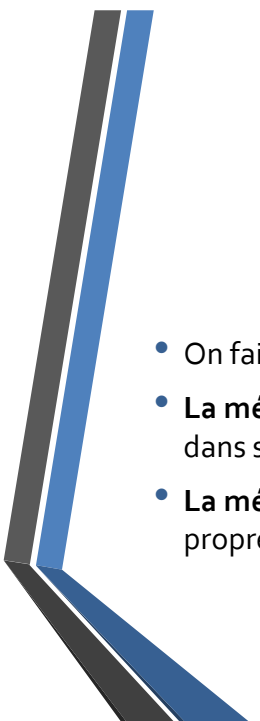
Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Section 1 : Méthodologie

- Cette approche consiste à valoriser une entreprise à partir **des flux de trésorerie que va générer son activité dans le futur**.
- La valeur se calcule par l'actualisation de ces flux.
- Le taux d'actualisation dépend du rendement attendu et aussi du risque estimé, c'est-à-dire de la probabilité d'atteindre ce rendement ou non.

12



Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Section 1 : Méthodologie

- On fait la distinction entre l'approche directe et l'approche indirecte.
- **La méthode indirecte** consiste à évaluer la valeur de l'actif économique dans sa globalité, puis de retrancher la valeur de l'endettement net.
- **La méthode directe** consiste à évaluer directement la valeur des capitaux propres sans passer par l'intermédiaire de la valeur de l'actif économique.

13

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Section 1 : Méthodologie

Chemin	Flux actualisés	Taux utilisé	Valeur obtenue
Approche directe	flux disponibles pour les actionnaires, après dette	taux de rentabilité exigé par les actionnaires	valeur des capitaux propres
Approche indirecte	flux disponibles pour l'entreprise avant rémunération des financeurs	CMPC, c'est-à-dire coût moyen des capitaux propres et de la dette	valeur de l'actif économique, puis on retranche la dette nette

14

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Section 1 : Méthodologie

Chemin	Flux actualisés	Taux utilisé	Valeur obtenue
Approche directe	flux disponibles pour les actionnaires, après dette	taux de rentabilité exigé par les actionnaires	valeur des capitaux propres
Approche indirecte	flux disponibles pour l'entreprise avant rémunération des financeurs	CMPC, c'est-à-dire coût moyen des capitaux propres et de la dette	valeur de l'actif économique, puis on retranche la dette nette

15

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

La démarche

La démarche

1. Déterminer le CMPC
2. Calculer les FCF
3. Actualiser les FCF au CMPC
4. Calculer et actualiser la valeur terminale
5. Additionner les FCF actualisés et la valeur terminale actualisée pour obtenir la valeur de l'actif économique
6. Retrancher l'endettement net pour obtenir la valeur des capitaux propres
7. Diviser par le nombre d'actions pour obtenir la valeur par action

Les formules

Valeur de l'actif économique

$$\sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + CMPC)^t} + \frac{VT_n}{(1 + CMPC)^n}$$

Valeur terminale

$$VT_n = \frac{FCF_{n+1}}{CMPC - g}$$

Valeur des capitaux propres

Valeur de l'actif économique – Endettement net

16

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Section 2 : Le coût du capital

- Le coût du capital est le taux de rentabilité minimum que doivent dégager les investissements de l'entreprise afin que celle-ci puisse satisfaire à la fois l'exigence de rentabilité **des actionnaires** et l'exigence de rentabilité **des créanciers**.
- Le coût du capital dépend du niveau de risque relatif à l'actif économique.

17

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Section 2 : Le coût du capital

- Le coût du capital est la moyenne arithmétique pondérée des coûts des différents financements auxquels l'entreprise fait appel.
- Soit :
 - ✓ K le montant des capitaux propres dont le coût est t
 - ✓ D le montant des dettes dont le coût est i

Le coût du capital est donné par la formule suivante :

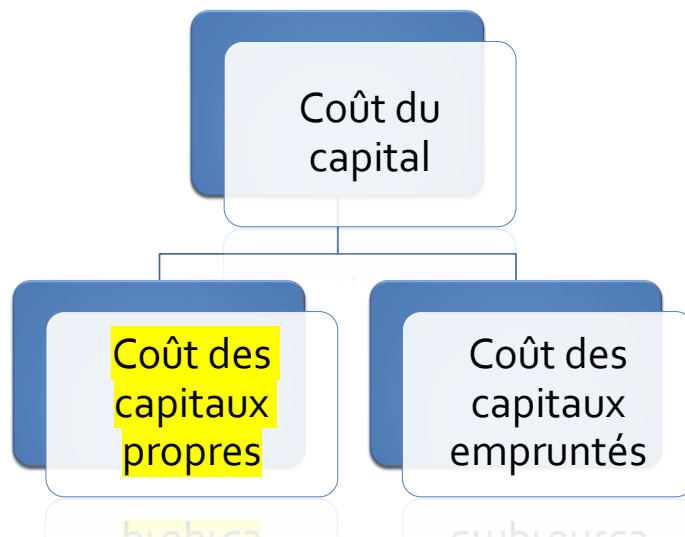
$$CMPC = t \frac{K}{K+D} + i \frac{D}{K+D} \text{ (formule simplifiée, sans bouclier fiscal)}$$

18

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Section 2 : Le coût du capital



19

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Section 2 : Le coût du capital

Coût des capitaux propres

Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF)

- Dans ce modèle, la rentabilité exigée par les actionnaires est égale à la rentabilité de l'actif sans risque augmentée d'une prime de risque égale à Bêta fois la prime de risque de marché.

$$E(R_x) = R_F + \beta[E(R_M) - R_F]$$

20

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Section 2 : Le coût du capital

Coût des capitaux propres

Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF)

- Dans ce modèle, la rentabilité exigée par les investisseurs pour l'action X est égale à la rentabilité de l'actif sans risque augmentée d'une prime de risque égale à Bêta fois la prime de risque de marché.

Espérance de rentabilité
exigée par les investisseurs
pour l'action X

$$E(R_x) = R_F + \beta[E(R_M) - R_F]$$

21

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Section 2 : Le coût du capital

Coût des capitaux propres

Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF)

- Dans ce modèle, la rentabilité exigée par les actionnaires est égale à la rentabilité de l'actif sans risque augmentée d'une prime de risque égale à Bêta fois la prime de risque de marché.

Rentabilité de l'actif sans
risque

$$E(R_x) = R_F + \beta[E(R_M) - R_F]$$

22

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Section 2 : Le coût du capital

Coût des capitaux propres

Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF)

- Dans ce modèle, la rentabilité exigée par les actionnaires est égale à la rentabilité de l'actif sans risque augmentée d'une prime de risque égale à Bêta fois la prime de risque de marché.

Le Bêta de la rentabilité de
l'action par rapport à la
rentabilité du marché

$$E(R_x) = R_F + \beta[E(R_M) - R_F]$$

23

Thème 1 : Evaluation d'entreprises
Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)
Section 2 : Le coût du capital
Coût des capitaux propres

M

•

Espérance de rentabilité du marché

Financiers (MEDAF)

igée par les actionnaires est gales à la
 augmentée d'une prime de risque égale à
 marché.

$$E(R_x) = R_F + \beta[E(R_M) - R_F]$$

24

Thème 1 : Evaluation d'entreprises
Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)
Section 2 : Le coût du capital
Coût des capitaux propres

Modèle d'E

•

Dans ce
 rentabilit
 Bêta fois

Prime de risque du marché

(MEDAF)

es actionnaires est gales à la
 e d'une prime de risque égale à

$$E(R_x) = R_F + \beta[E(R_M) - R_F]$$

25

Thème 1 : Evaluation d'entreprises
Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)
Section 2 : Le coût du capital
Coût des capitaux propres

Exemple :

- Soit une société X dont les actions se caractérisent pas un Bêta de 1,2.
- Supposons que $E(R_M)$ est de 11% et R_f de 9%.
- Le taux de rentabilité exigé par les actionnaires qui engageraient des fonds dans cette société serait :

$$E(R_x) = R_F + \beta[E(R_M) - R_F]$$

27

Thème 1 : Evaluation d'entreprises
Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)
Section 2 : Le coût du capital
Coût des capitaux propres

Exemple :

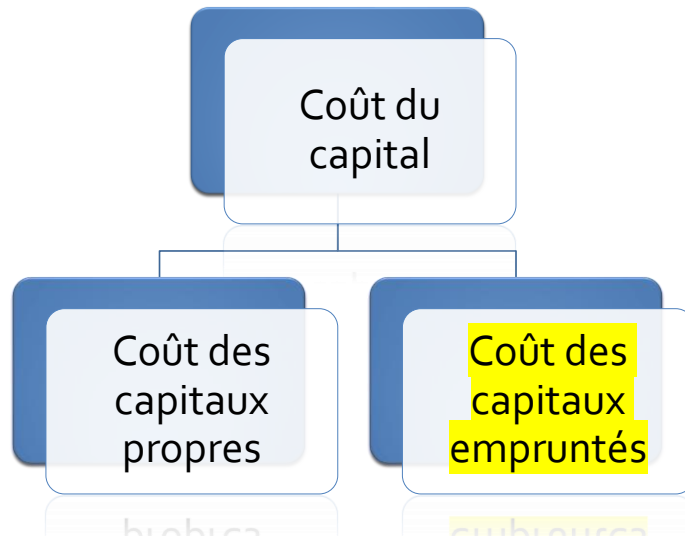
- Soit une société X dont les actions se caractérisent pas un Bêta de 1,2.
- Supposons que $E(R_M)$ est de 11% et R_f de 9%.
- Le taux de rentabilité exigé par les actionnaires qui engageraient des fonds dans cette société serait :

$$E(R_x) = R_F + \beta[E(R_M) - R_F]$$

$$E(R_x) = 0,09 + 1,2*(0,11-0,09) = 11,40\%$$

28

Thème 1 : Evaluation d'entreprises
Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)
Section 2 : Le coût du capital



29

Thème 1 : Evaluation d'entreprises
Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)
Section 2 : Le coût du capital
Coût des capitaux empruntés

- Le coût d'un emprunt est le taux de revient calculé en prenant en considération les économies d'impôt réalisées sur les intérêts et, le cas échéant, sur les amortissements des frais d'émission et des primes de remboursement.

30

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Section 2 : Le coût du capital

- Le coût du capital est la moyenne arithmétique pondérée des coûts des différents financements auxquels l'entreprise fait appel.
- Soit :
 - ✓ K le montant des capitaux propres dont le coût est t
 - ✓ D le montant des dettes dont le coût est i

Le coût du capital est donné par la formule suivante :

$$CMPC = t \frac{K}{K+D} + i(1 - IS) \frac{D}{K+D}$$

31

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Section 2 : Le coût du capital

FCF

- A partir du business plan élaboré par l'entreprise, il convient de calculer le cash flow d'exploitation, puis le Free cash flow (FCF).
- Les FCF représentent **le cash réellement généré par l'activité de l'entreprise** et disponible après les dépenses indispensables : impôts sur l'exploitation, besoin en fonds de roulement et investissements.

32

Thème 1 : Evaluation d'entreprises
Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)
Section 2 : Le coût du capital
FCF

Résultat d'exploitation
- Impôt sur le résultat d'exploitation
+ Dotations aux amortissements
= Cash flow d'exploitation
- Variation du BFR
- Investissements
= Free cash flow (flux de trésorerie disponible)

33

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)
Section 2 : Le coût du capital
FCF - DCF

Résultat d'exploitation	350
- Impôt sur le résultat d'exploitation	115,5
+ Dotations aux amortissements	155
= Cash flow d'exploitation	389,5
- Variation du BFR	44
- Investissements	200
= Free cash flow (flux de trésorerie disponible)	145,5

- On calcule les FCF chaque année, à partir du business plan, puis on les actualise au CMPC pour obtenir les discounted cash flows.

34

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Section 2 : Le coût du capital

Valeur terminale

- La valeur terminale, c'est la valeur estimée de l'entreprise après la période de prévision détaillée, au-delà de l'horizon explicite.
- La valeur finale est fondée sur un taux de croissance à l'infini (g) des flux de trésorerie disponibles au-delà de l'année N (Gordon-Shapiro).

$$VT_N = \frac{FTD_{N+1}}{CMPC - g} = \frac{(1 + g) \times FTD_N}{CMPC - g}$$

35

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Section 2 : Le coût du capital

Valeur terminale

- La valeur terminale peut être calculée à partir de la valeur de l'entreprise ou des flux de la dernière année.
- Dans le premiers cas, l'évaluateur utilise la valeur de l'actif économique en dernière année. Par exemple dans le secteur minier la valeur terminale est obtenue en sommant les valeurs « cash flows ».
- L'évaluateur peut également utiliser la valeur terminale basée sur un taux de croissance à l'infini (g) des flux de trésorerie disponibles au-delà de l'année N (Gordon-Shapiro).

Le taux de croissance à l'infini d'une entreprise ne peut pas être supérieur au taux de croissance à long terme de l'économie. Si le taux d'inflation anticipé à long terme est de 1% et que la croissance réelle anticipée de la nation à long terme est de 2%, il ne faut pas choisir un taux g supérieur à 3%

$$VT_N = \frac{FTD_{N+1}}{CMPC - g} = \frac{(1 + g) \times FTD_N}{CMPC - g}$$

36

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

La démarche

1. Déterminer le CMPC
2. Calculer les FCF
3. Actualiser les FCF au CMPC
4. Calculer et actualiser la valeur terminale
5. Additionner les FCF actualisés et la valeur terminale actualisée pour obtenir la valeur de l'actif économique
6. Retrancher l'endettement net pour obtenir la valeur des capitaux propres
7. Diviser par le nombre d'actions pour obtenir la valeur par action

37

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Application

- Alpha est une entreprise spécialisée dans la vente d'article de sport. Le chiffre d'affaires est de 518 millions en 2022. Le taux de croissance du CA sera de 9% en 2023, puis ce taux baissera d'un point par an jusqu'à atteindre en 2028 le taux de croissance du secteur de 4%.
- Le résultat d'exploitation est égal à 9% du CA. L'augmentation du CA devrait se traduire par une augmentation du BFR égale à 10% de la variation du CA.
- Les investissements sont égaux aux amortissements.
- L'entreprise a 100 millions de trésorerie et une dette de 3 millions. Il y a 21 millions d'actions en circulation. Le taux d'imposition est de 33% et le coût moyen pondéré du capital (CMPC) est de 11%.

Quelle est la valeur d'une action Alpha en début 2023 ?

38

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Application

Comme les investissements compensent les amortissements, on peut négliger ces deux postes dans les calculs. Les flux de trésorerie disponibles futurs de l'entreprise Alpha se présentent comme suit :

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Chiffre d'affaires	518,0	564,6					
Taux de croissance	-	9%					
REX (9% du CA)	-	50,8					
Moins imposition (33%)	-	16,7					
Amortissement	-	0					
Moins Investissement	-	0					
Moins Variation du BFR	-	4,6					
Flux de trésorerie disponibles	-	29,5					39

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Application

- Comme les investissements compensent les amortissements, on peut négliger ces deux postes dans les calculs. Les flux de trésorerie disponibles futurs de l'entreprise Alpha se présentent comme suit :

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Chiffre d'affaires	518,0	564,6	609,8	652,5	691,6	726,2	755,3
Taux de croissance		9%	8%	7%	6%	5%	4%
REX (9% du CA)		50,8	54,9	58,7	62,2	65,4	68,0
Moins imposition (33%)		16,8	18,1	19,4	20,5	21,6	22,4
Amortissement							
Moins Investissement							
Moins Variation du BFR		4,7	4,5	4,3	3,9	3,5	2,9
Flux de trésorerie disponibles		29,3	32,3	35	37,8	40,3	42,7

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Application

- Les flux de trésorerie disponibles sont supposés croître à un taux constant après 2028, on peut donc calculer la valeur terminale de l'entreprise :

$$VT_N = \frac{FTD_{N+1}}{CMPC - g} = \frac{(1 + g) \times FTD_N}{CMPC - g}$$

$$\frac{1,04 \times 42,7}{0,11 - 0,04} = 633,8 \text{ millions}$$

41

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Application

- La valeur de l'actif économique est la valeur actuelle des flux de trésorerie disponibles futurs augmentés de la valeur terminale

$$V_0 = \frac{29,3}{1,11^1} + \frac{32,3}{1,11^2} + \frac{35}{1,11^3} + \frac{37,8}{1,11^4} + \frac{40,3}{1,11^5} + \frac{42,7}{1,11^6} + \frac{633,8}{1,11^6}$$

$$= 488,7 \text{ millions}$$

$$P_0 = \frac{488,7 + 100 \cdot 3}{21} = 27,89$$

42

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Application

- **Nouvelle donnée** : l'entreprise peut parvenir à réduire ses charges d'exploitation, augmentant de ce fait son résultat d'exploitation à 10% du CA.
- Dans cette situation, quel sera le prix d'une action Alpha ?

43

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 2 : Approche par les flux (DCF)

Application

- Le résultat augmente de 1% du CA. En 2023, le résultat d'exploitation est supérieur de $1\% \times 564,6$ millions = 5,6 millions à celui de l'exemple précédent. En appliquant les formules, les FTD deviennent :

Année	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FTD	33,2	36,3	39,4	42,4	45,2	47,7

- La valeur terminale en 2028 est : $(1,04 / (0,11 - 0,04)) \times 47,7 = 708,6$ millions

$$V_0 = \frac{33,2}{1,11^1} + \frac{36,3}{1,11^2} + \frac{39,4}{1,11^3} + \frac{42,4}{1,11^4} + \frac{45,2}{1,11^5} + \frac{47,7}{1,11^6} + \frac{708,6}{1,11^6} = 547,3 \text{ millions}$$

$$P_0 = \frac{547,3 + 100 - 3}{0,21} = 30,68$$

44

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 3 : Approche par les dividendes

Section 1 : Modèle d'Irving-Fisher

- Le principe de ce modèle est de valoriser une entreprise en fonction des dividendes qu'elle verse chaque année. Sa valorisation correspond à l'actualisation de sa capacité distributive perpétuelle, supposée constante.
- Valeur des actions = $\sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Dividende}_t}{(1+k)^t}$
- Avec k = Rendement attendu des fonds propres

45

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 3 : Approche par les dividendes

Section 2 : Modèle Gordon-Shapiro

- Cette approche est fondée sur les flux futurs des dividendes, mais en intégrant une progression constante du montant du dividende.
- Valeur des actions si dividende en croissance constante = $\frac{\text{Dividende suivant}}{k-g}$
- Avec g = taux de croissance attendu du dividende
- La valeur actuelle d'une action, et donc son prix, dépend du prochain dividende divisé par le coût des capitaux propres moins le taux de croissance de ces dividendes.

46

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 3 : Approche par les dividendes

Application

- Bêta est une entreprise opérant dans le secteur des énergies. Les dirigeants prévoient de verser dans un an un dividende de 2,30 par action. Le coût des capitaux propres de l'entreprise est de 7%. Les dividendes sont supposés croître au taux constant de 2% par an, à l'infini.
- Quel est le prix actuel d'une action Bêta ?

47

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 3 : Approche par les dividendes

Application

- Bêta est une entreprise opérant dans le secteur des énergies. Les dirigeants prévoient de verser dans un an un dividende de 2,30 par action. Le coût des capitaux propres de l'entreprise est de 7%. Les dividendes sont supposés croître au taux de 2% par an, à l'infini.
- Quel est le prix actuel d'une action Bêta ?
- $P_0 = \frac{\text{Dividende 1}}{k-g} = \frac{2,30}{0,07-0,02} = 46$

48

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 3 : Approche par les dividendes

Section 3 : Arbitrage entre dividende actuel et dividendes futurs

- Valeur des actions = $\frac{\text{Dividende 1 (dividende en croissance constante)}}{k-g}$
- Le prix de l'action augmente avec le montant du prochain dividende (dividende 1) et le taux de croissance « g ».
- Une entreprise souhaitant maximiser la valeur de ses actions doit donc faire en sorte de maximiser ces deux variables.
- L'entreprise est souvent confrontée à un nécessaire arbitrage : augmenter le taux de croissance des dividendes impose à l'entreprise d'investir ; Les capitaux ainsi employés ne peuvent pas être utilisés pour verser aujourd'hui des dividendes.
- Pour être capable de verser des dividendes futurs plus élevés, une entreprise doit accepter de verser aujourd'hui des dividendes plus faibles. ⁴⁹

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 3 : Approche par les dividendes

Section 3 : Arbitrage entre dividende actuel et dividendes futurs

- Partons du dividende par action : **Dividende = Dt × BPA**, avec Dt = taux de distribution des dividendes.
- Si le taux de distribution **Dt** reste constant, alors les dividendes augmentent au même rythme que le **BPA**.
- Donc : **croissance des dividendes = croissance du BPA**
- Ensuite, l'entreprise ne distribue pas tout son BPA. Elle conserve : **(1 - Dt) × BPA**. Cette partie conservée est réinvestie.
- Si ces bénéfices réinvestis rapportent une rentabilité **r**, ils créent un supplément de BPA égal à : **(1 - Dt) × BPA × r**
- Le taux de croissance du BPA est donc : **(supplément de BPA) / BPA**
- Soit : **[(1 - Dt) × BPA × r] / BPA**
- Le **BPA** se simplifie, donc : **g = (1 - Dt) × r**

50

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 3 : Approche par les dividendes

Section 3 : Arbitrage entre dividende actuel et dividendes futurs

- $g = (1 - Dt) \times r$
- Le taux de croissance futur des dividendes (g) vient de la partie du bénéfice que l'entreprise ne distribue pas aujourd'hui ($1-Dt$), multipliée par la rentabilité des projets dans lesquels elle réinvestit cet argent (r).
- Si les dirigeants veulent faire augmenter le prix de l'action, doivent-ils diminuer les dividendes actuels pour investir davantage ou doivent-ils au contraire diminuer les investissements pour augmenter immédiatement les dividendes ?
- La réponse à cette question dépend de la rentabilité des investissements projetés.

54

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 3 : Approche par les dividendes

Section 3 : Arbitrage entre dividende actuel et dividendes futurs

Exemple

- SportPlus espère réaliser cette année un bénéfice de **6 par action**. L'entreprise prévoit de le réserver en totalité aux actionnaires sous forme de dividendes, **car elle n'a pas de projets d'investissement**. Le prix courant de l'action de SportPlus est de **60**.
- L'année suivante, le PDG de SportPlus s'aperçoit qu'il pourrait profiter d'un emplacement libre pour ouvrir une nouvelle boutique dans une galerie marchande à fort flux. Il décide donc de **réduire le taux de distribution des dividendes à 75%** et d'utiliser le résultat mis en réserve pour financer ce projet, dont la rentabilité attendue est de **12%**. Il pense qu'il pourra continuer à ouvrir des boutiques au même rythme, à l'infini.
- En supposant que le coût des capitaux propres de l'entreprise ne varie pas:
 1. Calculez le coût des capitaux propres (Gordon Shapiro)
 2. Calculez le nouveau prix de l'action en tenant compte de l'investissement.

55

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 3 : Approche par les dividendes

Section 3 : Arbitrage entre dividende actuel et dividendes futurs

Exemple

1. Il faut tout d'abord évaluer le coût des capitaux propres de SportPlus.
 - Il est possible d'utiliser la formule de Gordon-Shapiro pour évaluer le coût des capitaux propres
 - $k = \frac{\text{Dividende}_1}{P_0} + g = 10\% + 0\% = 10\%$
 - Si SportPlus réduit son taux de distribution des dividendes à 75%, le prochain dividende sera égal à $6 * 0,75 = 4,50$.
 - L'entreprise a décidé de réinvestir 25% de son résultat (qui est le taux de rétention), son taux de croissance sera alors de $25\% * 12\% = 3\%$.
 - Il est possible de calculer le prix de l'action selon la formule de Gordon-Shapiro
 - $P_0 = \frac{\text{Dividende}_1}{k-g} = \frac{4,50}{0,10 - 0,03} = 64,29$

56

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 3 : Approche par les dividendes

Section 3 : Arbitrage entre dividende actuel et dividendes futurs

Exemple

- $P_0 = \frac{\text{Dividende}_1}{k-g} = \frac{4,50}{0,10 - 0,03} = 64,29$
- Le prix de l'action SportPlus augmente donc de 4,29. Si l'entreprise décide d'augmenter ses investissements.
- La VAN du projet est donc positive et la croissance est rentable.

57

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 3 : Approche par les dividendes

Section 3 : Arbitrage entre dividende actuel et dividendes futurs

Exemple 2

- SportPlus, l'entreprise de l'exemple précédent, attend en réalité une rentabilité des nouveaux investissements de 8% et non de 12%. Quelle est la variation du prix de l'action suite à la modification du taux de distribution des dividendes ?

58

Thème 1 : Evaluation d'entreprises


Chapitre 3 : Approche par les dividendes

Section 3 : Arbitrage entre dividende actuel et dividendes futurs

Exemple 2

- Les dividendes de SportPlus diminuent de $6 \times 75\% = 4,50$
- Le taux de croissance est de $25\% \times 8\% = 2\%$
- Le nouveau prix de l'action est donc de :
- $$P_0 = \frac{\text{Dividende}_1}{k-g} = \frac{4,50}{0,10 - 0,02} = 56,25$$
- Bien que le taux de croissance de l'entreprise soit positif, les nouveaux investissements ont une VAN négative et le prix des actions diminue. Le PDG de l'entreprise doit refuser ce projet.


59



Thème 1 : Evaluation d'entreprises
Chapitre 3 : Approche par les dividendes
Section 3 : Arbitrage entre dividende actuel et dividendes futurs
Conclusion

- Une diminution des dividendes permettant de financer de nouveaux investissements fait augmenter le prix de l'action **si et seulement si les nouveaux investissements ont une VAN positive.**

60



Thème 1 : Evaluation d'entreprises
Chapitre 3 : Approche par les dividendes
Section 4 : Cas particuliers
Modèle d'actualisation des dividendes augmenté

- Dans le modèle d'actualisation des dividendes, tous les flux futurs versés par l'entreprise aux actionnaires sont supposés être des dividendes.
- Dans la pratique, les entreprises peuvent distribuer à travers des dividendes mais également à travers des programmes de rachat d'actions.

66

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 3 : Approche par les dividendes

Section 4 : Cas particuliers

Modèle d'actualisation des dividendes augmenté

- Dans le modèle d'actualisation des dividendes, on se place du point de vue d'un seul actionnaire qui actualise les dividendes futurs qu'il reçoit pour déterminer le prix de l'action.

$$P_0 = \frac{VA(\text{Dividendes futurs})}{\text{Nombre d'actions}}$$

- Lorsqu'une entreprise rachète ses propres actions, il est préférable d'utiliser le modèle d'actualisation des dividendes augmenté pour évaluer le prix des actions. Dans ce modèle, l'ensemble des versements de l'entreprise à ses actionnaires (Dividendes ou rachat d'actions) est actualisé.

$$P_0 = \frac{VA(\text{Dividendes et rachats d'actions futures})}{\text{Nombre d'actions}}$$

67

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 3 : Approche par les dividendes

Section 4 : Cas particuliers

Modèle d'actualisation des dividendes augmenté

- Tplus a 217 millions d'actions en circulation et anticipe que son bénéfice dans un an sera de 860 millions. Tplus prévoit de réserver aux actionnaires 50% du bénéfice (30% sous forme de dividende et 20% en rachetant des actions). Le bénéfice de Tplus est supposé croître au taux de 7,5% par an. Le coût des capitaux propres est de 10%.

- Quel est le prix de l'action Tplus ?

- Valeur actuelle des dividendes+rachat : $\frac{430}{0,10 - 0,075} = 17,2 \text{ milliards}$

$$P_0 = \frac{17,2 \text{ milliards}}{217 \text{ millions d'action}} = 79,26 \text{ par action}$$

68

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 3 : Approche par les dividendes

Section 4 : Cas particuliers

Limites du modèle d'actualisation des dividendes

La prévision des dividendes futurs des entreprises est très complexe avec un impact très important

- Illustration : Début 2023, les analystes estiment que le prochain dividende versé par l'entreprise Alpha sera de 1,5 par action. En supposant que le coût des capitaux propres de l'entreprise est de 12% et que le taux de croissance espéré des dividendes est de 11%.

$$P_0 = \frac{Div}{k - g} = \frac{1,5}{0,12 - 0,11} = 150$$

- Si on suppose que le taux de croissance espéré du dividende est non plus 11% mais de 10%, alors le prix chute à 75.
- Une faible variation du taux de croissance du dividende a une influence importante sur le prix de l'action. Or, il est difficile d'obtenir une estimation précise et fiable du ₆₉ taux de croissance du dividende.

Récapitulatif des méthodes financières

Valeur actuelle des flux de trésorerie

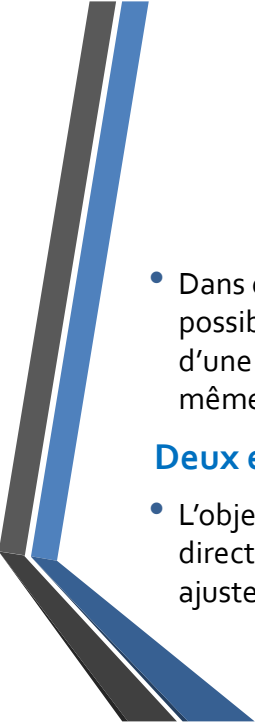
- Détermine la valeur de marché de l'actif économique

Valeur actuelle des dividendes par action

- Détermine le prix d'une action

Valeur actuelle des dividendes + rachat

- Détermine la valeur de marché des capitaux propres



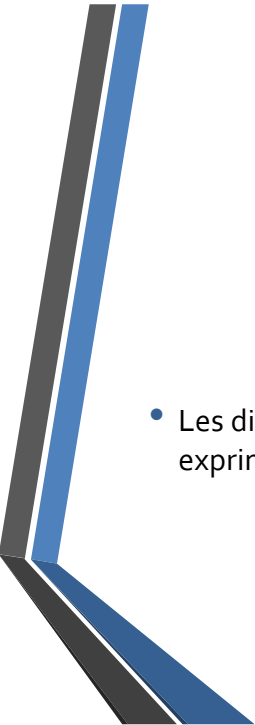
Thème 1 : Evaluation d'entreprises
Chapitre 4 : Approche comparative
Section 1 : Définition et caractéristiques
Définition

- Dans cette approche, plutôt que d'estimer directement les flux futurs, il est possible d'estimer la valeur d'une entreprise par comparaison avec la valeur d'une autre entreprise ayant des flux futurs plus ou moins similaires avec le même niveau de risque.

Deux entreprises qui sont parfaitement identiques n'existent pas

- L'objectif de ce chapitre est de comparer deux entreprises qui ne sont pas directement comparables, en procédant à quelques corrections et ajustements pour atténuer le poids de leurs différences d'échelle.

71



Thème 1 : Evaluation d'entreprises
Chapitre 4 : Approche comparative
Section 1 : Définition et caractéristiques
Définition

- Les différences d'échelle entre deux entreprises peuvent être corrigées en exprimant les variables sous forme d'un multiple (c'est-à-dire un ratio).

72

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 4 : Approche comparative

Section 1 : Définition et caractéristiques

Définition

- La logique derrière cette approche est de déterminer la valeur de l'entreprise en fonction d'un nombre de fois (appelé multiple) une grandeur ou un solde de gestion qu'un acquéreur est prêt à payer pour cette entreprise, sur la base d'observations réalisées parmi d'autres sociétés du secteur.
- Sur les sociétés de l'échantillon, on calcul un multiple de la façon suivante :

$$\text{Multiple} = \frac{\text{Valeur}}{\text{Critère retenu}}$$

- Ensuite, on applique cette relation à la solution qu'on souhaite évaluer

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \text{Multiple} \times \text{Critère retenu}$$

73

Thème 1 : Evaluation d'entreprises


Chapitre 4 : Approche comparative

Section 1 : Définition et caractéristiques

Référentiel - Echantillon

- L'approche comparative implique le choix d'un référentiel ou un échantillon à partir duquel il est possible d'évaluer une entreprise.
- Pour ce faire, il est impératif de retenir deux principes :
 - ✓ Privilégier des sociétés cotées comparables (c'est ce qu'on appelle un benchmark), et construire l'échantillon à partir de leurs données, notes et consensus d'analystes.
 - ✓ Ne pas privilégier les sociétés du même secteur de manière systématique. C'est le profil qui compte (intensité capitalistique comparable, rentabilité, position dans le cycle, niveau d'endettement...)


75



Thème 1 : Evaluation d'entreprises
Chapitre 4 : Approche comparative
Section 2 : Mise en œuvre de la méthode comparative
Etapes de mise en œuvre

- Constitution d'un échantillon de sociétés
- Identification des indicateurs de performance les plus pertinents
- Ajustements empiriques éventuels sur les résultats
- Application des multiples aux données financières de l'entreprise

76



Thème 1 : Evaluation d'entreprises
Chapitre 4 : Approche comparative
Section 2 : Mise en œuvre de la méthode comparative
Catégorisation des multiples

- Dans la pratique, nous recensons plusieurs catégories de multiples à déployer dans le cadre de l'approche comparative.
- L'élément déterminant que l'on se doit d'observer rigoureusement concerne la prise en compte des frais financiers.

77

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 4 : Approche comparative

Section 2 : Mise en œuvre de la méthode comparative

Catégorisation des multiples

- Lorsque le multiple lie la valeur à une rentabilité après incidence de la structure de financement, ce lien aboutira à une détermination de la valeur des capitaux engagés (c'est-à-dire capitaux propres + dettes financières nettes), lesquels tiennent compte de l'endettement.
- Dans le cas inverse, lorsque la rentabilité est appréhendée avant incidence de la structure de financement (c'est-à-dire avant résultat financier au niveau du compte de résultat), la valeur obtenue devra être corrigée de la valeur de l'endettement net.

78

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 4 : Approche comparative

Section 3 : Les principaux multiples

Multiple de valeur d'actif économique

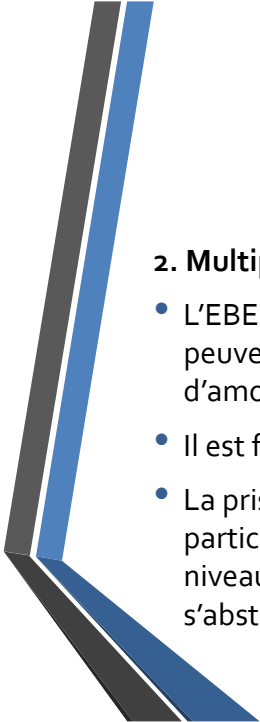
1. Multiple du résultat d'exploitation (EBIT)

- Le multiple du résultat d'exploitation rapporte la valeur de l'actif économique au résultat d'exploitation. **Multiple EBIT** = $\frac{\text{Valeur de l'actif économique}}{\text{EBIT}}$
- **Exemple** : Alpha est une entreprise cotée comparable à Bêta. Ses caractéristiques se présentent comme suit :

Capitalisation boursière	9000
+ Valeur de la dette	500
= Valeur de l'actif économique	9500
Résultat d'exploitation	780
Multiple du résultat d'exploitation	12,2

Sachant que le résultat d'exploitation de Bêta s'élève à 462, quelle est la valeur de l'entreprise ?

80



Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 4 : Approche comparative

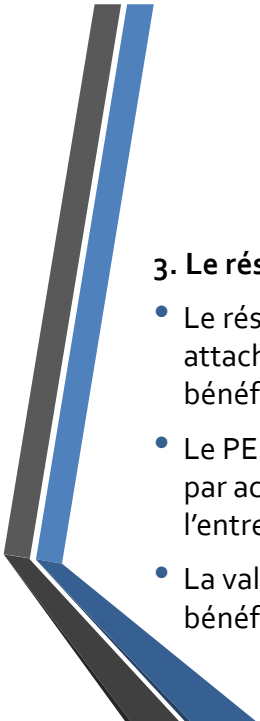
Section 3 : Les principaux multiples

Multiple de valeur d'actif économique

2. Multiple de l'EBE (EBITDA)

- L'EBE permet de gommer les différences parfois très significatives qui peuvent exister en termes de choix de méthode et de durée d'amortissement des actifs.
- Il est fréquemment utilisé par les analystes boursiers.
- La prise en compte de l'EBE ne doit pas exonérer d'une attention particulière au montant des provisions passées par l'entreprise. Si leur niveau est significativement élevé par rapport à l'EBE, il est préférable de s'abstenir de l'utiliser comme base d'évaluation.

81



Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 4 : Approche comparative

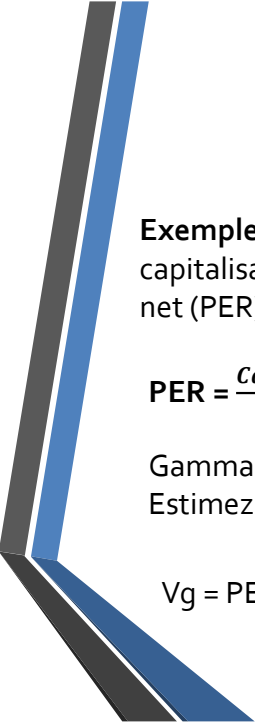
Section 3 : Les principaux multiples

Multiple des capitaux propres

3. Le résultat net

- Le résultat net est l'indicateur le plus médiatisé, car le multiple qui lui est attaché est le Price Earning Ratio (PER), ou ratio de capitalisation des bénéfices.
- Le PER d'une entreprise est égal au prix d'une action divisé par le bénéfice par action ou, d'une manière équivalente, à la capitalisation boursière de l'entreprise divisée par le bénéfice total.
- La valeur d'une entreprise peut donc être estimée en multipliant son bénéfice par action par le PER d'entreprises comparables.

82



Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 4 : Approche comparative

Section 3 : Les principaux multiples

Multiple des capitaux propres

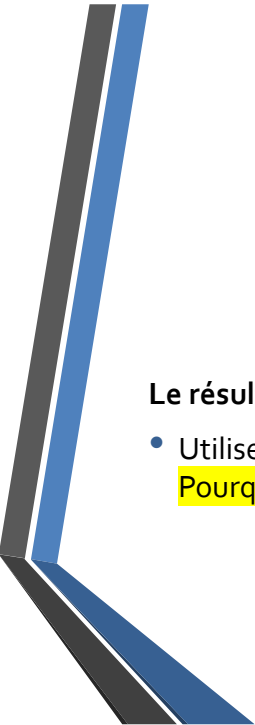
Exemple : l'entreprise Delta a un résultat net de 500 000 €, pour une capitalisation boursière de 1,5 million d'euros. Calculez son multiple du résultat net (PER).

$$\text{PER} = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Résultat net}} = 3$$

Gamma est une entreprise similaire, qui génère un résultat net de 120 000 €. Estimez sa valeur par la méthode comparative (PER).

$$V_g = \text{PER} \times \text{Résultat net} = 120\,000 \times 3 = 360\,000 \text{ €}$$

83



Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 4 : Approche comparative

Section 3 : Les principaux multiples

Multiple des capitaux propres

Le résultat net

- Utiliser le résultat net comme base de calcul n'est pas sans imperfection.
Pourquoi ?

84

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 4 : Approche comparative

Section 3 : Les principaux multiples

Multiple des capitaux propres

Le résultat net

- Utiliser le résultat net comme base de calcul n'est pas sans imperfection. **Pourquoi ?** Car il se calcule après des éléments parasites, comme les événements exceptionnels, qui perturbent la rentabilité de l'entreprise à la hausse ou à la baisse.
- C'est la raison pour laquelle il est préférable d'utiliser le résultat net courant.

85

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 4 : Approche comparative

Section 3 : Les principaux multiples

Multiple des capitaux propres

Le résultat net

- Le PER est un multiple non fiable lorsqu'il s'agit de comparer des entreprises dont l'endettement diffère.
- **Exemple** : Le bénéfice par action d'Alpha est de 2,30 et son EBE est de 30,70 millions. Le nombre d'actions en circulation est de 5,4 millions et la dette s'élève à 125 millions.
- L'entreprise Bêta est comparable à Alpha mais n'a pas de dette. Bêta a un PER de 13,30 et un ratio valeur de l'actif économique sur EBE de 7,4.
- Quelle est, d'après les deux multiples, la valeur des actions Alpha ?
- Quel multiple fournit l'estimation la plus fiable ?

86

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 4 : Approche comparative

Section 3 : Les principaux multiples

Multiple des capitaux propres

Le résultat net

- En utilisant le PER de Bêta, le prix de l'action Alpha est estimé à $2,30 \times 13,30 = 30,59$.
- En utilisant le multiple valeur de l'actif économique sur EBE, la valeur de l'actif économique d'Alpha est estimé à : $30,7 \text{ millions} \times 7,4 = 227,2 \text{ millions}$. Le prix de l'action est alors $(227,2 - 125) / 5,4 = 18,93$.
- Le levier des deux entreprises étant différents, la seconde estimation, fondée sur la valeur de l'actif économique, est la plus fiable.

87

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 5 : Approche patrimoniale

Définition et généralités

- L'approche patrimoniale permet de donner à l'évaluateur une valeur de l'entreprise qui est généralement considérée comme **une base de discussion**.
- La méthode patrimoniale revient concrètement à évaluer séparément les différents actifs et engagements de l'entreprise et à en faire la somme algébrique.
- L'application du principe du coût historique conduit à la présentation d'un bilan qui ne permet pas d'apprécier une entreprise à sa juste valeur. Il faut donc procéder à des retraitements.

89

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 5 : Approche patrimoniale

Actif Net Comptable

Premier niveau d'analyse

- La valeur de l'entreprise correspond à son Actif Net Comptable, c'est-à-dire ce qu'elle possède diminué de ce qu'elle doit.

$$\text{ANC} = \text{Actifs réels} - \text{Dettes réelles}$$

- Actifs réels = Total actif net – Actifs fictifs
- Dettes réelles = Total dettes + Prov pour R/C + Dividendes – ECP

90

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 5 : Approche patrimoniale

Actif Net Comptable

Les actifs fictifs

- **ANC** = (Total actif net - Actifs fictifs) - (Total dettes + Provisions pour risques et charges + Dividendes à payer - Écarts de conversion passif)

91

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 5 : Approche patrimoniale

Actif Net Comptable Corrigé

Deuxième niveau d'analyse

- La valeur de l'entreprise correspond à son Actif réévalué à sa valeur actuelle, c'est-à-dire la plus élevée entre la valeur de marché et la valeur d'usage

$$\text{ANCC} = \text{ANC} \pm \text{la valeur de réévaluation}$$

- **La valeur de marché** : C'est la valeur qu'on pourrait retirer d'un bien en le vendant. Elle suppose que l'acheteur se place dans une optique liquidative.
- **La valeur d'usage** : Représente la valeur d'un actif au sein du processus d'exploitation. Une sorte de valeur de marché au coût de remplacement.

92

Thème 1 : Evaluation d'entreprises

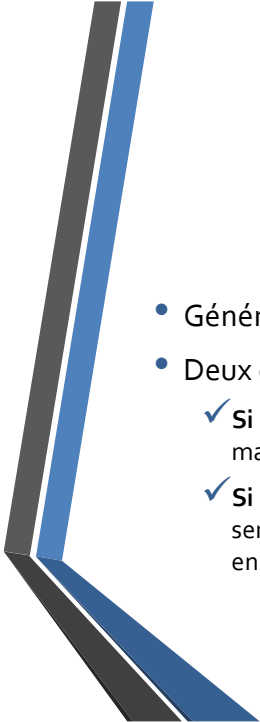
Chapitre 5 : Approche patrimoniale

Actif Net Comptable Corrigé

Les réévaluations à effectuer pour corriger l'ANC

1. Réévaluation de certains biens (nécessaires/non nécessaires à l'exploitation)
2. Prise en compte de la fiscalité différée passive
3. Prise en compte de la fiscalité différée active
4. Reclassement des provisions pour risques et charges non justifiées

93



Thème 1 : Evaluation d'entreprises

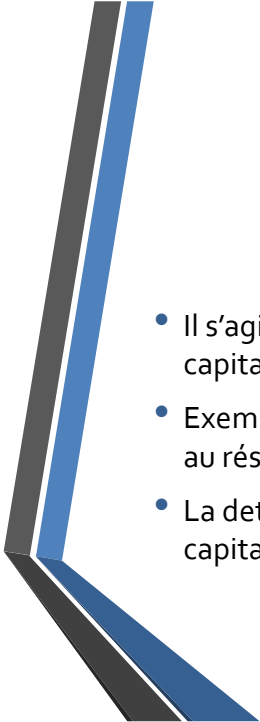
Chapitre 5 : Approche patrimoniale

Actif Net Comptable Corrigé

1. La réévaluation de certains postes

- Généralement cette réestimation fait apparaître des plus values.
- Deux cas sont à distinguer :
 - ✓ **Si ce sont des biens nécessaires à l'exploitation** : La plus value est portée en majoration de l'actif net.
 - ✓ **Si ce sont des biens non nécessaires à l'exploitation** : l'hypothèse est que ces biens seront vraisemblablement cédés. La plus value qui sera alors réalisée doit être portée en majoration de l'actif net pour son montant net de tous frais et impôts.

94



Thème 1 : Evaluation d'entreprises

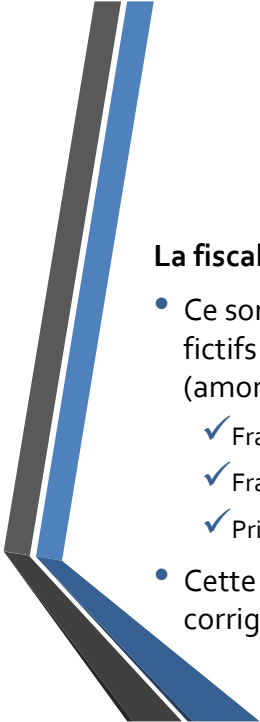
Chapitre 5 : Approche patrimoniale

Actif Net Comptable Corrigé

2. La fiscalité différée du passif

- Il s'agit des dettes d'impôt potentielles pouvant provenir des postes des capitaux propres.
- Exemple : Les subventions d'investissement (quote-part de subvention virée au résultat).
- La dette d'impôt différée vient en diminution de l'actif net (diminution des capitaux propres).

95



Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 5 : Approche patrimoniale


Actif Net Comptable Corrigé

3. La fiscalité différée de l'actif

La fiscalité différée concernant les postes de l'actif.

- Ce sont les créances d'impôt pouvant provenir de certains postes d'actifs fictifs par le moyen de l'étalement de charges sur plusieurs exercices (amortissements). Ce sont :
 - ✓ Frais d'établissement
 - ✓ Frais d'émission des emprunts
 - ✓ Primes de remboursement des obligations
- Cette créance d'impôt vient en augmentation de l'actif net comptable corrigé.

96



Thème 1 : Evaluation d'entreprises

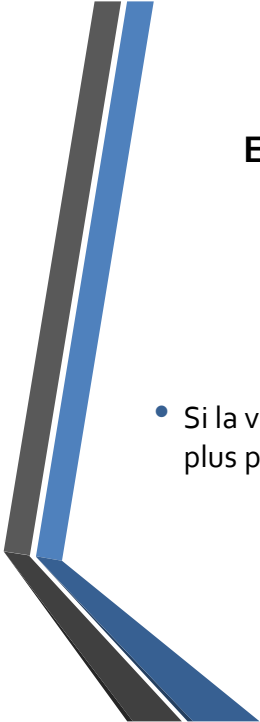
Chapitre 5 : Approche patrimoniale

Actif Net Comptable Corrigé

4. Reclassement des provisions pour risques et charges

- Normalement, elles sont considérées comme des dettes. Cependant, certains d'entre elles peuvent apparaître comme n'étant pas totalement justifiées. Si c'est le cas, elles doivent être reclassées dans les capitaux propres car elles sont considérées comme des réserves.

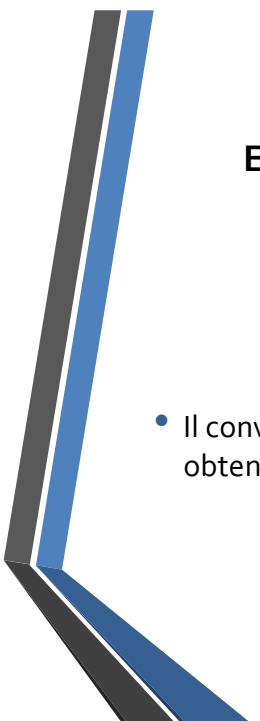
97



Thème 1 : Evaluation d'entreprises
Chapitre 5 : Approche patrimoniale
Ecart entre valeur patrimoniale et valeur rentabilité

- Si la valeur patrimoniale est supérieure à la valeur DCF : L'entreprise vaut plus par son passé que par ses perspectives futures de rentabilité.

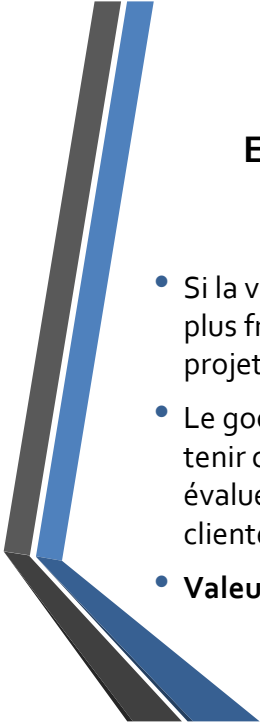
98



Thème 1 : Evaluation d'entreprises
Chapitre 5 : Approche patrimoniale
Ecart entre valeur patrimoniale et valeur rentabilité

- Il convient dans ce cas de commencer à désinvestir, à liquider les actifs pour obtenir une meilleure rentabilité et une meilleure allocation des ressources.

99



Thème 1 : Evaluation d'entreprises

Chapitre 5 : Approche patrimoniale

Ecart entre valeur patrimoniale et valeur rentabilité

- Si la valeur patrimoniale est inférieure à la valeur DCF (ce qui est le cas le plus fréquent), l'entreprise est fortement rentable et investit dans des projets dont la rentabilité est supérieure à son coût du capital.
- Le goodwill est le moyen privilégié de corriger les valeurs patrimoniale pour tenir compte de la rentabilité économique anticipée de l'entreprise et évaluer le capital immatériel de l'entreprise (exemple : Savoir-faire, clientèle, positionnement stratégique, barrières à l'entrée)
- **Valeur de l'entreprise** = ANCC (hors fonds de commerce) + Goodwill

100



Thème 2 : Structure de financement

- **Section 1** : Choix d'une structure de financement
- **Section 2** : L'arbitrage entre endettement et fonds propres
- **Section 3** : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme.

101

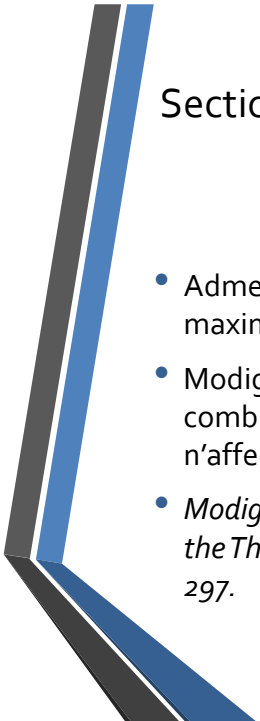


Thème 2 : Structure de financement

Section 1 : Le choix d'une structure de financement

- La composition du passif de l'entreprise, c'est-à-dire la proportion relative de dettes et de capitaux propres, détermine la structure financière, ou structure de capital, de l'entreprise

102



Thème 2 : Structure de financement

Section 2 : L'arbitrage entre endettement et fonds propres L'équilibre dans un monde sans impôts

- Admettons que le financier souhaite trouver la combinaison de titres qui maximise la valeur de l'entreprise. Comment doit-il faire ?
- Modigliani et Miller répondent : dans un monde sans impôts, aucune combinaison n'est meilleure qu'une autre. Le choix de la structure financière n'affecte pas la valeur de l'entreprise.
- *Modigliani F. et Miller M. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", The American Economic Review, Vol. 48, n°3, 261-297.*

103

Thème 2 : Structure de financement

Section 2 : L'arbitrage entre endettement et fonds propres L'équilibre dans un monde sans impôts

- Imaginez deux sociétés identiques, et qui ne diffèrent que par leur structure financière: La société SansDettes (S) n'est pas endettée : la valeur total de ses capitaux propres CPs est égale à V_s , la valeur total de la société. La société Levier (L) est endettée. La valeur de ses actions est égale à la valeur de la société moins la valeur de l'emprunt : $CPL = VL - DL$
- Dans quelle entreprise préféreriez-vous investir ?

104

Thème 2 : Structure de financement

Section 2 : L'arbitrage entre endettement et fonds propres L'équilibre dans un monde sans impôts

- Si vous achetez 1% des actions de S, votre investissement est de $0,01 V_s$ et vous avez droit à 1% du bénéfice.

Investissement	Rentabilité
$0,01 V_s$	$0,01$ Bénéfice

- Comparons avec une autre stratégie. Il s'agit d'acheter 1% des titres (actions et emprunts) de L (société endettée). Votre investissement et votre rentabilité seraient alors les suivants:

Société L	Investissement	Rentabilité
Actions	$0,01 CP$	$0,01$ (bénéfice – intérêts)
Titres d'emprunt	$0,01 D$	$0,01$ Intérêts
Total	$0,01 (CP + D)$	$0,01$ Bénéfice

105

Thème 2 : Structure de financement

Section 2 : L'arbitrage entre endettement et fonds propres L'équilibre dans un monde sans impôts

- Les deux stratégies offrent la même rémunération: 1% du bénéfice de l'entreprise.
- Deux investissements qui offrent la même rémunération doivent avoir la même valeur. Par conséquent, la valeur de la société non endettée doit être égale à celle de la société endettée
- **La proposition de Modigliani et Miller:** « *La valeur de marché de toute entreprise est indépendante de la structure de son capital* ».

106

Thème 2 : Structure de financement

Section 2 : L'arbitrage entre endettement et fonds propres La déductibilité fiscale des intérêts

- L'impôt est calculé sur le bénéfice de l'entreprise après paiement des intérêts d'emprunts. Le recours à l'endettement réduit l'assiette imposable et le montant de l'impôt.
- La définition de l'assiette fiscale crée une incitation pour les entreprises à s'endetter.
- L'endettement réduit les flux dont peuvent bénéficier les actionnaires. Mais l'endettement permet également d'accroître les capitaux disponibles pour l'ensemble des investisseurs (actionnaires et créanciers).

107

Thème 2 : Structure de financement

Section 2 : L'arbitrage entre endettement et fonds propres La déductibilité fiscale des intérêts

Exemple: compte de résultat de la société BÊTA, avec et sans endettement (en millions)

	Avec endettement	Sans endettement
Résultat d'exploitation	182.194	182.194
Produits d'intérêts	5.343	5.343
Charges d'intérêts	10.026	0
Résultat financier		
Résultat avant impôts		
IS (30%)		
Résultat net		

108

Thème 2 : Structure de financement

Section 2 : L'arbitrage entre endettement et fonds propres La déductibilité fiscale des intérêts

Exemple: compte de résultat de la société BÊTA, avec et sans endettement (en millions)

	Avec endettement	Sans endettement
Résultat d'exploitation	182.194	182.194
Produits d'intérêts	5.343	5.343
Charges d'intérêts	10.026	0
Résultat financier	-4.683	5.343
Résultat avant impôts	177.511	187.537
IS (30%)	-53.254	-56.262
Résultat net	124.257	131.275

109

Thème 2 : Structure de financement

Section 2 : L'arbitrage entre endettement et fonds propres La déductibilité fiscale des intérêts

	Avec endettement	Sans endettement
Résultat d'exploitation	182.194	182.194
Produits d'intérêts	5.343	5.343
Charges d'intérêts	10.026	0
Résultat financier	-4.683	5.343
Résultat avant impôts	177.511	187.537
IS (30%)	-53.254	-56.262
Résultat net	124.257	131.275
Revenus des actionnaires		

Hypothèse : taux de distribution = 100 %

110

Thème 2 : Structure de financement

Section 2 : L'arbitrage entre endettement et fonds propres La déductibilité fiscale des intérêts

	Avec endettement	Sans endettement
Résultat d'exploitation	182.194	182.194
Produits d'intérêts	5.343	5.343
Charges d'intérêts	10.026	0
Résultat financier	-4.683	5.343
Résultat avant impôts	177.511	187.537
IS (30%)	-53.254	-56.262
Résultat net	124.257	131.275
Revenus des actionnaires	124.257	131.275

111

Thème 2 : Structure de financement

Section 2 : L'arbitrage entre endettement et fonds propres La déductibilité fiscale des intérêts

	Avec endettement	Sans endettement
Résultat d'exploitation	182.194	182.194
Produits d'intérêts	5.343	5.343
Charges d'intérêts	10.026	0
Résultat financier	-4.683	5.343
Résultat avant impôts	177.511	187.537
IS (30%)	-53.254	-56.262
Résultat net	124.257	131.275
Revenus des actionnaires	124.257	131.275
+ Revenus des créanciers		
= Total des revenus des investisseurs		112

Thème 2 : Structure de financement

Section 2 : L'arbitrage entre endettement et fonds propres La déductibilité fiscale des intérêts

	Avec endettement	Sans endettement
Résultat d'exploitation	182.194	182.194
Produits d'intérêts	5.343	5.343
Charges d'intérêts	10.026	0
Résultat financier	-4.683	5.343
Résultat avant impôts	177.511	187.537
IS (30%)	-53.254	-56.262
Résultat net	124.257	131.275
Revenus des actionnaires	124.257	131.275
+ Revenus des créanciers	10.026	0
= Total des revenus des investisseurs	134.283	131.275

Thème 2 : Structure de financement

Section 2 : L'arbitrage entre endettement et fonds propres La déductibilité fiscale des intérêts

- Pourquoi la situation des apporteurs de capitaux est-elle meilleure lorsque l'entreprise est endettée ? D'où viennent les 3.008 millions supplémentaires distribués aux investisseurs lorsque l'entreprise est endettée ?
- Ils proviennent d'une économie d'impôt
- Les impôts passent de 56.262 à 53.254 lorsque l'entreprise est endettée, soit une baisse de 3.008 ($30\% * 10.026$)
- Economie d'impôt liée à la déductibilité fiscale des intérêts = Taux d'imposition * Charges d'intérêts.

114

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme

- Les gestionnaires financiers voient souvent le choix entre dettes et capitaux propres comme un compromis entre les économies d'impôts liées aux intérêts de l'emprunt et les coûts associés aux difficultés financières

115

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme Les économies d'impôts

- Le financement par emprunt présente un avantage important : les intérêts payés par l'entreprise représentent une charge déductible. Ce n'est pas le cas des dividendes.

118

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme Les économies d'impôts

- Chaque fois que l'entreprise verse des intérêts à ses créanciers, les flux de trésorerie dont profitent les investisseurs (actionnaires et obligataires) augmentent grâce à l'économie d'impôt permise par la déductibilité fiscale des intérêts:

Flux de trésorerie versés aux actionnaires et créanciers d'une entreprise endettée =

flux de trésorerie versé aux actionnaires d'une entreprise non endettée

+

économie d'impôt liée à la déductibilité fiscale des intérêts

119

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme Les économies d'impôts

Flux de trésorerie versés aux actionnaires et créanciers d'une entreprise endettée
=

flux de trésorerie versé aux actionnaires d'une entreprise non endettée

+

économie d'impôt liée à la déductibilité fiscale des intérêts

- Cette égalité doit être vérifiée pour les valeurs actuelles de ces flux

$V_d = V_u + VAN(\text{EcoIS})$

V_d = valeur de l'entreprise endettée

V_u = valeur de l'entreprise non endettée

EcoIS = valeur actuelle de la déductibilité fiscale des intérêts.

120

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme Les économies d'impôts

- **Exemple** : Un concurrent de la société BÊTA va payer 100 millions d'intérêts annuels pendant dix ans. Au terme de la période, il remboursera le principal de l'emprunt, 2 milliards. Le taux d'intérêt est de 5%. Le taux d'imposition est de 30%. Quelle est l'augmentation de la valeur de l'entreprise permise par l'endettement?
- L'économie d'impôt est de $30\% \times 100 = 30$ millions par an pendant 10 ans. Il faut actualiser la suite de flux au taux de 5%
- $VAN(\text{EcoIS}) = 30 \times [1 - (1 + 0,05)^{-10}] / 0,05$
- $VAN(\text{EcoIS}) = 231$ millions

121

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme Les économies d'impôts

Exemple d'une opération de restructuration du passif

- Micron SA est une entreprise de haute technologie, qui n'a aucune dette et des capitaux propres constitués de 20 millions d'actions dont le prix est de 15 euros.
- Le PDG de Micron envisage d'emprunter **100 millions d'euros de manière permanente** pour racheter des actions, restructurant ainsi le passif de son entreprise.

122

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme Les économies d'impôts

Exemple d'une opération de restructuration du passif

- En l'absence de dette, quelle est la valeur de marché de l'entreprise?
- Déterminez la valeur totale de l'entreprise endettée.
- Quelle est la valeur de l'entreprise après l'opération de restructuration?
- En supposant que Micron rachète ses propres actions à leur prix actuel (15 euros), combien d'actions elle pourra racheter?
- Quel sera le cours de l'action Micron après le rachat d'action au prix de 15 euros?
- Quel sera l'impact sur la richesse des actionnaires?

123

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme Les économies d'impôts

1. **Valeur de marché de l'entreprise** : 20 millions d'actions \times 15 € = 300 millions €
 2. **Valeur de marché de l'entreprise endettée** => il faut ajouter le bouclier fiscal, qui est de 100 millions empruntés \times le taux IS (30 %). Ce qui nous donne une valeur de 330 M€ au total.
 3. **Après restructuration, la valeur totale de l'entreprise reste** : 330 M€. Mais elle se décompose désormais ainsi : Dette = 100 M€ et capitaux propres = 330 - 100 = 230 M€
 4. **Micron emprunte 100 M€ et rachète les actions à 15 €** : 100 M€ / 15 € = 6,67 millions d'actions
 5. **Actions restantes** : 20 M - 6,67 M = 13,33 M d'actions
- Valeur des capitaux propres après restructuration** : 330 M€ - 100 M€ = 230 M€
- Cours après rachat** : 230 M€ / 13,33 M = 17,25 €

124

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme Les économies d'impôts

Avant l'opération : 20 M \times 15 € = 300 M€

Après l'opération :

	Avant	Après	Gain
Actionnaires vendeurs (6,67 M)	100 M€	100 M€ (cash)	0 €
Actionnaires restants (13,33 M)	200 M€	230 M€	+30 M€
Total	300 M€	330 M€	+30 M€

La richesse globale des actionnaires augmente de 30 M€, soit exactement la VAN(EcoIS)
= Dette \times t(IS) = 100 \times 30 %.

Le bouclier fiscal est intégralement capté **par les actionnaires qui conservent leurs titres.**

125

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme Les économies d'impôts

Les limites de l'endettement

- Il n'y a économie d'impôt que si l'entreprise doit effectivement payer des impôts. **Sans résultat courant avant impôt positif, l'endettement ne sert à rien.**

	Pas d'endettement	Avec endettement	Avec endettement excessif
Résultat d'exploitation	1000	1000	1000
- Charges d'intérêts	0	-1000	-1100
= Résultat courant	1000	0	-100
- IS (30%)	-300	0	0
= Résultat net	700	0	-100
Economie d'impôt	0	300	300

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme Les économies d'impôts

Pourquoi les entreprises choisissent un endettement raisonnable?

- Parce que le recours à l'endettement induit une augmentation du risque financier.

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme

Les coûts associés aux difficultés financières

- Une différence fondamentale existe entre le financement par dette et le financement par émission d'actions en matière d'exigibilité. Laquelle ?

128

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme

Les coûts associés aux difficultés financières

- La **dette** est exigible : l'entreprise s'engage contractuellement à verser les intérêts et à rembourser le capital à des échéances fixées, **quoi qu'il arrive**. Un défaut de paiement peut déclencher une procédure collective, voire la liquidation.
- Les **capitaux propres** ne sont pas exigibles : les dividendes sont versés librement (décision de l'AG), et l'apport n'est jamais remboursé (sauf liquidation). L'actionnaire partage le risque de l'entreprise, il ne peut rien lui imposer.

129

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme

Les coûts associés aux difficultés financières

- La valeur de l'entreprise peut être divisée en trois parties

Flux de trésorerie versés aux actionnaires et créanciers d'une entreprise endettée =

Flux de trésorerie versés aux actionnaire de l'entreprise non endettée
 + Economie d'impôt liée à la déductibilité fiscale des intérêts
 - VA des coûts liées aux difficultés financières

130

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme

Les coûts associés aux difficultés financières

- L'arbitrage entre les économies d'impôt et les coûts des difficultés financières détermine la structure optimale de financement.
- La VA des économies d'impôt augmente à mesure que l'entreprise s'endette
- Pour des niveaux d'endettement modérés, la probabilité de difficulté financière est insignifiante, de sorte que la VA des coûts des difficultés financières est faible et que les économies d'impôt dominant
- À un certain point, les probabilité d'échec augmentent rapidement avec tout emprunt supplémentaire; les coûts des difficultés commencent à entamer la valeur de l'entreprise de manière substantielle.

131

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme

Les coûts associés aux difficultés financières

- La probabilité qu'une entreprise ne soit plus en mesure d'honorer ses dettes augmente avec le poids de la dette dans le passif de l'entreprise ainsi qu'avec la volatilité de ses flux de trésorerie et de la valeur de ses actifs.
- Les entreprises dont le cycle d'exploitation leur permet de bénéficier de flux de trésorerie stables et réguliers sont donc des entreprises dont le risque de faillite est faible. En ce sens, elle peuvent s'endetter assez lourdement sans que leur risque de faillite n'augmente significativement
- Ce n'est évidemment pas le cas d'entreprises opérant dans des secteurs beaucoup plus volatiles !

132

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme

Les coûts associés aux difficultés financières

- **Exemple** : Leblanc SA souhaite modifier sa structure financière pour augmenter son endettement. Le directeur financier estime qu'il est possible de l'augmenter de 35 millions au maximum. L'avantage fiscal effectif à l'endettement est estimé à 15%. Mais cette augmentation de l'endettement est porteuse d'une augmentation du risque de difficultés financières. Le directeur financier a réalisé des simulations sur les flux de trésorerie futurs de l'entreprise (en millions)

Endettement	0	10	20	25	30	35
Valeur actuelle de la déductibilité fiscale des intérêts	0,00	1,50	3,00	3,75	4,50	5,25
Valeur actuelle du coût des difficultés financières	0,00	0,00	0,38	1,62	4,00	6,38

- **Quel est le niveau optimal de Leblanc SA?**

133

Thème 2 : Structure de financement

Section 3 : Les paramètres explicatifs du choix de la structure de financement d'une firme Les coûts d'agence de la dette

- Le dirigeant d'une entreprise est généralement incité à agir dans l'intérêt des actionnaires (nommé par le conseil d'administration + stock-options)
- Lorsqu'une entreprise est endettée, un conflit peut exister lorsqu'une décision d'investissement a des conséquences différentes pour les actionnaires et les créanciers
- Dans cette situation, il est possible que le dirigeant décide de favoriser les actionnaires au détriment des créanciers, ce type de décisions est susceptible de réduire la valeur de l'entreprise

136

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

- Section 1 : Pourquoi acheter une entreprise ?
- Section 2 : Comment racheter une entreprise ?
- Section 3 : Estimation des gains et des coûts des fusions.
- Section 4 : Mécanismes de défense contre les OPA hostiles.
- Section 5 : Les restructuration de sociétés.

145

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 1 : Pourquoi acheter une entreprise ?

Synergies (1+1=3) : l'acheteur crée plus de valeur en combinant les deux entreprises que séparément.

- **Économies d'échelle** : baisse du coût unitaire grâce à la répartition des coûts fixes sur des volumes plus importants.
- **Économies de gamme** : production conjointe de biens différents moins coûteuse que des productions séparées.
- **Intégration verticale** : contrôler un fournisseur (amont) ou un distributeur (aval) pour s'affranchir du marché.
- **Complémentarité** : combiner deux cycles d'activité opposés pour lisser la production.
- **Acquisition de compétences spécifiques** : accéder à un savoir-faire ou une technologie impossible ou trop long à développer en interne.
- **Réduction de la concurrence** : racheter un concurrent pour augmenter le pouvoir de marché et les marges.

146

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Introduction

- Les opérations de fusions-acquisitions ont pris une grande ampleur depuis quelques années. Durant cette période, les dirigeants passaient le plus clair de leur temps à rechercher les cibles potentielles et à se demander s'ils n'étaient pas eux-mêmes des cibles pour d'autres entreprises.
- Une fusion n'ajoute de la valeur que si les deux entreprises intéressées valent davantage regroupées que séparées.
- Les opérations de fusions-acquisitions supposent de la part des directeurs financiers et des banquiers une attention et une expertise particulières : C'est l'objectif de ce thème.

147

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 1 : Pourquoi acheter une entreprise?

- Comment est-il possible qu'une entreprise rachète une autre en offrant une prime aux actionnaires de cette dernière et en réalisant une opération à VAN positive?
- Pour que cela soit possible, il faut supposer que l'entreprise acheteuse sera capable d'ajouter de la valeur à l'entreprise rachetée.
- Cette valeur peut provenir de l'existence de synergies entre l'entreprise cible et l'entreprise acheteuse.
- Cette raison est systématiquement mise en avant lors des annonces de rachat d'entreprises, afin de justifier le montant de la prime offerte aux actionnaires de la cible.

148

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 1 : Pourquoi acheter une entreprise?

1. L'existence d'économie d'échelle et de gamme

- Lorsqu'une entreprise augmente sa production, il est fréquent qu'elle profite **d'économies d'échelle**, c'est-à-dire que le coût unitaire de production baisse à mesure que la quantité de biens produits augmente.
- Ces économies d'échelle apparaissent en particulier lorsque l'entreprise fait face à des coûts fixes élevés: lorsque la production augmente, ils sont répartis sur une quantité plus grande de produits, ce qui fait baisser le coût unitaire de production.
- La fusion entre deux entreprises est donc susceptible de faire apparaître de telles économies grâce à l'augmentation de la production

149

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 1 : Pourquoi acheter une entreprise?

1. L'existence d'économie d'échelle et de gamme

- **Exemple 1 :** l'ensemble Calyon, résultant du rachat du crédit Lyonnais par le Crédit agricole, voit ses coûts réduits de 750 millions d'euros par an. Le rapprochement opérationnel permet l'élimination des coûts redondants.
- **Exemple 2 :** Le rachat de Compaq computer par Packard a permis de dégager des économies représentant 3 milliards de dollars par an

150

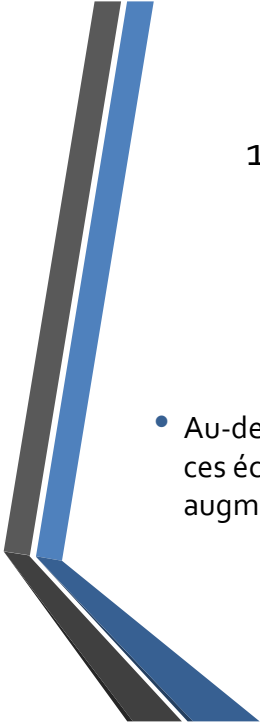
Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 1 : Pourquoi acheter une entreprise?

1. L'existence d'économie d'échelle et de gamme

- Une entreprise peut également profiter d'économies de gamme.
- Une entreprise réalise des économies de gamme lorsque la production conjointe de biens différents entraîne des coûts de production plus faibles que si les biens étaient produits par des entreprises différentes
- **Exemple :** l'industrie bancaire, qui a lancé au cours des dernières années de plus en plus de produits d'assurance, bénéficiant d'économies de gamme évidentes (le réseau de distribution et la gamme de clientèle existant déjà, le coût de commercialisation des produits d'assurance est très faible)

151



Thème 3 : Les fusions et acquisitions

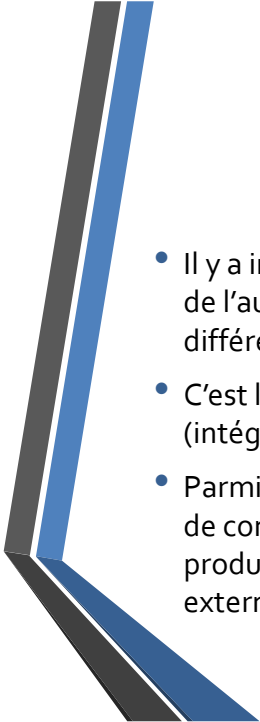
Section 1 : Pourquoi acheter une entreprise?

1. L'existence d'économie d'échelle et de gamme

Attention!!!

- Au-delà d'une certaine taille, des coûts apparaissent, venant contrebalancer ces économies. Ainsi, les coûts d'organisation, de structure et de gestion augmentent plus que proportionnellement à la taille de l'entreprise.

152




Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 1 : Pourquoi acheter une entreprise?

2. Les avantages de l'intégration verticale

- Il y a intégration verticale lorsque deux entreprises situées l'une en amont de l'autre dans la chaîne de valeur (stades de production ou de distribution différents), fusionnent.
- C'est le cas lorsqu'une entreprise fusionne avec l'un de ses fournisseurs (intégration amont) ou l'un de ses clients (intégration aval)
- Parmi les motifs pouvant justifier une telle intégration peut figurer le souci de contrôler une ressource ou un facteur de production indispensable à la production ou le réseau de distribution, afin de ne plus dépendre de facteurs externes

153



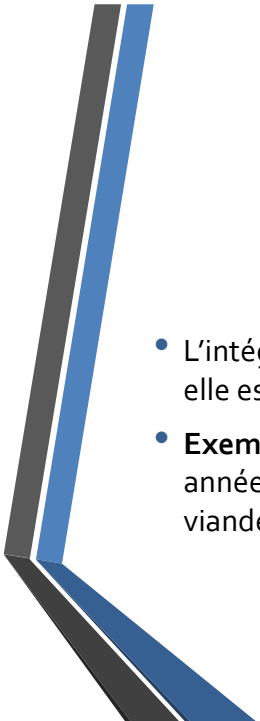
Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 1 : Pourquoi acheter une entreprise?

Les avantages de l'intégration verticale

- Grâce à l'intégration verticale, l'entreprise s'exonère de mécanismes de marché (les fournisseurs fixent leur prix, les distributeurs également) pour les remplacer par des mécanismes de coordination (le fournisseur ou le distributeur est une filiale subordonnée à l'entreprise).

154



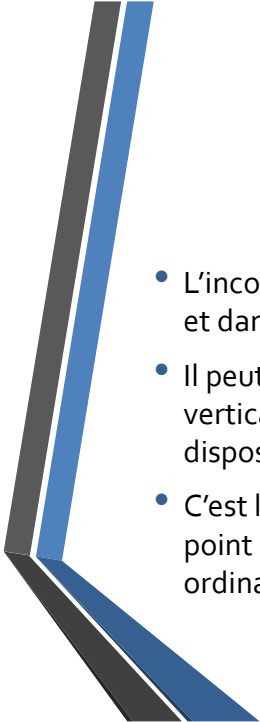
Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 1 : Pourquoi acheter une entreprise?

Les avantages de l'intégration verticale

- L'intégration verticale n'est pas toujours une réussite. Poussée à l'extrême, elle est totalement inefficace
- **Exemple:** LOT, la compagnie aérienne nationale de Pologne, qui, à la fin des années 1980, se mit à élever des cochons pour être sûre de servir de la viande fraîche.

155



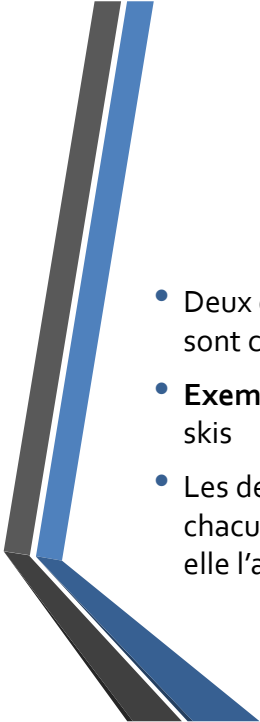
Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 1 : Pourquoi acheter une entreprise?

Les avantages de l'intégration verticale

- L'inconvénient de l'intégration verticale réside dans la taille des entreprises et dans les coûts de structure et d'organisation qui augmentent.
- Il peut être plus efficace pour une entreprise de refuser l'intégration verticale pour se concentrer sur le stade de production pour lequel elle dispose d'un avantage concurrentiel
- C'est le choix de Microsoft, par exemple, qui se concentre sur la mise au point et la commercialisation de logiciels, au contraire d'Apple qui produit ordinateurs et logiciels

156



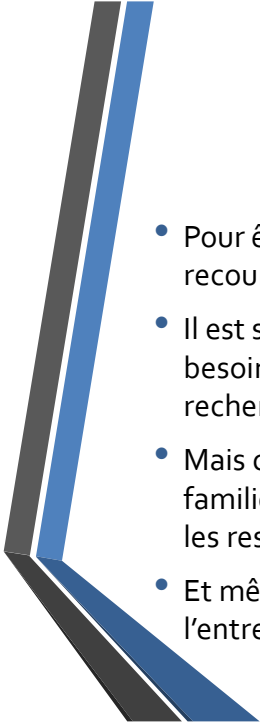
Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 1 : Pourquoi acheter une entreprise?

3. Les ressources complémentaires

- Deux entreprises peuvent fusionner parce que leurs saisons de production sont complémentaires.
- **Exemple:** un producteur d'articles de plage avec un fabricant de luges et de skis
- Les deux entreprises ont plus de valeur regroupées qu'indépendantes car chacune obtient quelque chose qu'elle n'a pas et à un coût moindre que si elle l'avait acquis seule

157



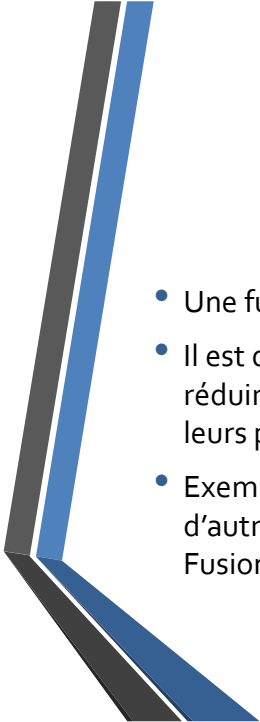
Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 1 : Pourquoi acheter une entreprise?

4. La maîtrise d'une compétence spécifique

- Pour être efficace, il est fréquent que les entreprises soient obligées de recourir à des compétences spécifiques.
- Il est souvent possible de les développer en interne, avec du temps et au besoin en embauchant de nouveaux salariés détenteurs de la compétence recherchée.
- Mais ceci est parfois difficile, voire impossible. Si une entreprise n'est pas familière avec la technologie demandée, il peut lui être difficile d'identifier les ressources nécessaires à son acquisition
- Et même si l'acquisition des compétences est réalisée, il faudra ensuite que l'entreprise sache comment les utiliser au mieux!

158



Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 1 : Pourquoi acheter une entreprise?

5. La consolidation sectorielle

- Une fusion avec une entreprise concurrente réduit le nombre de concurrents
- Il est donc possible que certaines entreprises rachètent d'autres pour réduire l'intensité de la concurrence sur un marché donné, augmentant ainsi leurs profits
- Exemple: le phénomène de concentration bancaire au Japon, au RU et dans d'autres pays. On peut citer le rachat d'Indosuez par le Crédit Agricole, la Fusion BNP-Paribas, le rachat de Crédit Lyonnais par le Crédit Agricole.

159

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 1 : Pourquoi acheter une entreprise?

Quid des raisons douteuses ?

Accroître ses gains par actions : la croissance fictive

- Une fusion peut permettre à l'entreprise résultat de la fusion d'afficher un bénéfice par action plus élevé que ceux des deux entreprises de départ, alors même que la fusion ne crée aucune valeur économique.
- **Exemple** : Deux entreprises ont toutes deux un bénéfice par action de 2 \$. Vision est une entreprise opérant dans un secteur d'activité mature, disposant de peu d'opportunité de croissance (100.000 actions au prix unitaire de 20 \$). World Company est une entreprise dynamique avec de nombreuses opportunités de croissance (100.000 actions au prix unitaire de 40 \$). À bénéfice par action et nombre d'actions égaux, World Company vaut plus que Vision du fait de ses opportunités de croissance.

=> World Company rachète Vision, en payant le e rachat en actions.

160

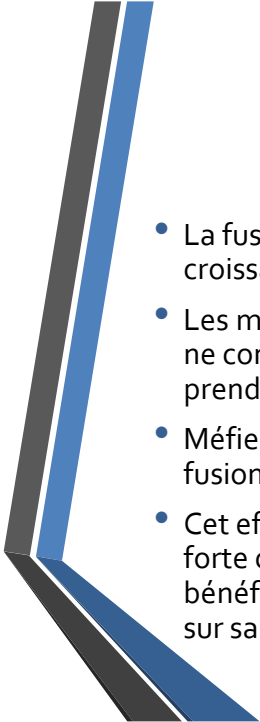
Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 1 : Pourquoi acheter une entreprise?

Les raisons douteuses

	World Company avant la fusion	Vision	World Company après la fusion
1. Bénéfice par action	2,00	2,00	2,67
2. Cours de l'action	40	20	40
3. PER (<i>cours/bpa</i>)	20	10	15
4. Nombre d'actions	100 000	100 000	150 000
5. Profit total (nbr actions x bpa)	200 000	200 000	400 000
6. Capitalisation boursière	4 000 000	2 000 000	6 000 000
7. Bénéfice actuel par \$ placé dans une action (ligne 1/Ligne2)	0,05 (5 %)	0,10 (10 %)	0,067 (6,7 %)

161




Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 1 : Pourquoi acheter une entreprise?

Les raisons douteuses

- La fusion entre une entreprise à faible croissance et une entreprise à croissance élevée peut faire augmenter le bénéfice par action.
- Les manipulateurs financiers essaient parfois de faire en sorte que le marché ne comprenne pas l'opération. Si les investisseurs sont trompés, ils peuvent prendre la hausse du bénéfice par action pour une croissance réelle
- Méfiez-vous des faux prophètes qui disent que vous pouvez évaluer les fusions sur la base de leur influence immédiate sur le bénéfice par action
- Cet effet est uniquement la conséquence du rachat par une entreprise à forte croissance, dont la valeur repose sur son potentiel à obtenir des bénéfices futurs d'une entreprise dont la majeure partie de la valeur repose sur sa capacité actuelle à réaliser des bénéfices

162



Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 2 : Comment racheter une société?

- 1. Valoriser la cible.
- 2. Passer à l'action.

163

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 2 : Comment racheter une société?

1. Valoriser la cible

Il existe plusieurs méthodes d'évaluation. Nous avons vu :

- La méthode d'actualisation des flux (DCF).
- La méthode comparative
- La méthode des multiples.
- L'approche patrimoniale.

164

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 2 : Comment racheter une société?

2. Passer à l'action

a- L'achat en Bourse

- L'acquéreur peut procéder à un ramassage en Bourse, consistant à acheter des actions progressivement, en petites quantités, directement sur le marché
- Un ramassage ne peut réussir que s'il est discret, voir secret : dans le cas contraire, l'acquéreur court le risque de faire augmenter le prix des actions de la cible.
- Pour que les transactions se remarquent le moins possible, elles doivent être proportionnées au volume des transactions sur le titre
- Il est possible de faire passer les ordres d'achat par plusieurs acquéreurs, dans le cadre d'une action de concert. il y a action de concert lorsque différents acheteurs se coordonnent pour prendre le contrôle d'une entreprise ou influencer sa politique

165

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 2 : Comment racheter une société?

Passer à l'action

a- L'achat en Bourse

- Il est possible d'acheter un bloc d'action, de gré à gré avec un investisseur acceptant les conditions proposées par l'acquéreur
- Les transactions de blocs permettent à un actionnaire important d'une entreprise de vendre l'intégralité de ses actions sans déséquilibrer le marché, ou au contraire à un acquéreur de prendre le contrôle rapidement d'une large partie du capital de la cible

166

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 2 : Comment racheter une société?

Passer à l'action

b- L'offre publique

- L'OP est une opération par laquelle une personne physique ou morale (initiateur) annonce publiquement aux actionnaires d'une société cotée (cible) qu'elle s'engage irrévocablement à acquérir les titres contre une somme en espèces (Offre publique d'achat – OPA) ou en échange d'autres titres (Offre publique d'échange – OPE)
- Cette opération peut être amicale, avec l'accord des principaux actionnaires de la société cible et des dirigeants, ou inamicale (offre hostile ou non sollicitée)
- L'OP peut combiner OPA et OPE (OP mixte). Dans ce cas, le paiement des actions s'effectue en partie en espèces et pour le reste par remise des titres de la société initiatrice

167

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 2 : Comment racheter une société?

Passer à l'action

b- L'offre publique

- **L'OPA** présente l'avantage de fournir une solution immédiate et claire aux actionnaires sollicités. Elle ne comporte aucune incertitude sur le prix réel proposé
- Par contre, elle suppose de déboursier les liquidités correspondantes
- **L'OPE** implique la construction d'un véritable partenariat. Elle suppose la création de titres par l'initiateur (des actions ou des obligations convertibles)
 - ☐ risque de dilution immédiat ou à terme (droits de vote et bénéfices).
- **L'OPR** est une opération par laquelle un ou plusieurs actionnaires, détenant plus de 95% des droits de vote d'une société cotée, fait connaître publiquement son intention d'acheter le solde des titres qu'il ne détient pas.⁶⁸

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 3 : Estimation des gains et des coûts des fusions

- Supposons que vous soyez le directeur financier de l'entreprise A et que vous vouliez analyser la possibilité d'achat de l'entreprise B
- La première chose qu'il faut savoir est si un gain économique peut résulter de la fusion
- C'est le cas seulement si les deux entreprises valent plus ensemble que séparément ($1+1=3$)

$$\text{Gain} = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 3 : Estimation des gains et des coûts des fusions

- Vous devez aussi penser au coût d'acquisition de la firme B. En cas de paiement comptant, le coût d'acquisition de B est égal à ce montant moins la valeur de B

$$\text{Coût} = \text{paiement comptant} - V_B$$

- Vous pouvez réaliser la fusion si sa valeur actuelle nette est positive

$$\text{VAN} = \text{gain} - \text{coût}$$

170

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 3 : Estimation des gains et des coûts des fusions

Illustration

- Exemple : L'entreprise « A » a une valeur de 200 millions et « B » a une valeur de 50 millions. Fusionner les deux permet d'économiser un coût pour une valeur actuelle de 25 millions (économies d'échelles)

$$V_A=200$$

$$V_B=50$$

$$\text{Gain}=25$$

$$V_{AB}=275$$

- Supposons que « B » soit achetée comptant pour 65 millions. Le coût de la fusion est $65 - 50 = 15$ millions.
- La VAN des actionnaires de A est égale au gain total de la fusion moins la partie du gain récupérée par les actionnaires de B

$$\text{VAN} = 25 - 15 = 10 \text{ millions}$$

171

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 3 : Estimation des gains et des coûts des fusions Illustration

En cas de financement par actions

- Quand une fusion est financée par actions, le coût dépend de la valeur des titres de la nouvelle société (titres donnés aux actionnaires de la société vendue).
- Si les vendeurs reçoivent N actions, chacune valant P_{AB} , on a

$$\text{Coût} = N * P_{AB} - V_B$$

- Vérifiez que vous utilisez le cours par action après l'annonce de la fusion.

172

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 3 : Estimation des gains et des coûts des fusions Illustration

En cas de financement par actions

- Supposons que l'entreprise « A » offre 325.000 actions au lieu de 65 millions en espèces. Le cours de l'action de « A » avant l'annonce est de 200. Si la valeur de « B » est 50 millions, le coût de la fusion semble être :

$$(0,325 * 200) - 50 = 15 \text{ millions}$$

- Cependant, le coût apparent peut être différent du coût effectif.
- La nouvelle entreprise compte en réalité 1,325 millions d'actions et vaut 275 millions d'euros. Le prix de la nouvelle action est $275/1,325 = 207,55$.
- **Le coût effectif est donc de $(0,325 * 207,55) - 50 = 17,45$ millions**

173

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 3 : Estimation des gains et des coûts des fusions Illustration

- Donc vos actionnaires perdent en réalité 17,45 millions, pas 15. Et la VAN tombe à $25 - 17,45 = 7,55$ M€ au lieu de 10.
- Ainsi, contrairement au paiement en espèces, un paiement en actions implique que le coût de la fusion dépendra des gains, c'est-à-dire du cours de l'action après la fusion.

174

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 4 : Mécanismes de défense contre les OPA hostiles

- Lorsque le conseil d'administration rejette une offre de rachat, si l'acquéreur souhaite poursuivre dans sa stratégie, il lui faut lancer une OPA hostile, obtenir suffisamment d'actions et de droits de vote de la cible pour qu'il lui soit possible de remplacer les membres du conseil d'administration et de prendre le contrôle de la cible.
- Bien évidemment, les sociétés cibles peuvent se défendre et disposent pour cela de nombreuses armes.

175

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 4 : Mécanismes de défense contre les OPA hostiles

1. Les pilules empoisonnées

- Une pilule empoisonnée est une disposition prévue par une entreprise dont l'objet est de compliquer la tâche d'un acquéreur potentiel.
- Une pilule empoisonnée classique consiste à donner le droit aux actionnaires historiques de l'entreprise d'acheter des actions à un prix préférentiel dans certaines situations ou à prévoir l'émission de titres particulier en cas d'offre hostile (exemple: bons de souscription d'actions)
- La prise de contrôle de la société devient plus difficile, d'autant que la création d'actions nouvelles aura un effet de dilution pour tous les autres actionnaires.
- **Exemple** : en 2007, Eiffage a proposé à ses actionnaires d'émettre en cas d'offre hostile des bons de souscription d'action, attribués gratuitement aux actionnaires de l'entreprise

176

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 4 : Mécanismes de défense contre les OPA hostiles

2. L'actionnariat des salariés

- Les salariés actionnaires ont en général tendance à défendre l'indépendance de l'entreprise lorsque celle-ci est soumise à une menace de changement de contrôle.
- **Exemple**: la mobilisation en 1999 des salariés de la Société Générale contre la tentative de prise de contrôle de cette banque par la BNP

177

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 4 : Mécanismes de défense contre les OPA hostiles

3. Le renouvellement échelonné des mandats

- Pour éviter une prise de contrôle par le biais de l'élection de membres du conseil d'administration favorables à un rapprochement avec un concurrent, une entreprise peut décider que les mandats des membres du conseil d'administration seront renouvelés de manière échelonnée, exemple, par tiers tous les ans.

Une pilule empoisonnée + l'actionnariat des salariés + le renouvellement échelonné des mandats
= Une entreprise bien défendue contre toute tentative de prise de contrôle

178

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 4 : Mécanismes de défense contre les OPA hostiles

4. La contre-offre

- La cible, dans le cadre de sa défense, peut également lancer une offre hostile sur l'initiateur hostile. « Stratégie de Pacman ».
- Exemple : Juillet 1999, Total lance une OPE surprise sur Elf, proposant d'échanger 3 actions Elf contre 4 actions Total (prime de 16% par rapport aux derniers cours).
- Elf répond quelques jours après par une contre-OPE, en proposant de racheter Total à raison de 5 actions total contre 3 Elf + un paiement de 190 euros.

179

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 4 : Mécanismes de défense contre les OPA hostiles La contre-offre

- Elf associe à sa contre-OPE un nouveau projet stratégique : là où Total parle d'intégration, Elf invoque une meilleure création de valeur si le groupe était scindé en deux sociétés, respectivement dans la chimie et dans le pétrole.
- Deux mois s'écoulent, pendant lesquels aura lieu une bataille juridique et médiatique.
- Le 12 septembre 1999, malgré la résistance d'ELF (notamment, la société envisageait de verser un super dividende aux actionnaires qui garderaient leurs actions), un accord est signé entre les deux sociétés : l'échange se fera sur la base de 19 actions Total pour 13 actions ELF, et le PDG d'ELF négocie son départ.

180

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 4 : Mécanismes de défense contre les OPA hostiles 5. Le chevalier blanc

- Face à une offre hostile, la cible cherche une troisième entreprise, considérée comme une « amie », à qui elle préfère se vendre.
- Pour l'emporter, le chevalier blanc fera une offre plus avantageuse aux actionnaires de la cible que celle formulée par l'acquéreur hostile.
- Le chevalier blanc s'engage fréquemment à laisser en place les dirigeants de la cible.
- **Mais**, le caractère amical de l'offre du chevalier blanc peut disparaître après le succès de son offre.

181



Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 4 : Mécanismes de défense contre les OPA hostiles

5. Le chevalier blanc

- Une variante de la technique consiste à verrouiller ex ante son capital en confiant un bloc d'actions à un actionnaire « loyal ».
- La technique des participations croisées étant encore plus efficace, la loyauté de l'actionnaire en question étant alors garantie.

182



Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 4 : Mécanismes de défense contre les OPA hostiles

6. Les parachutes dorés

- Les parachutes dorés sont des dispositions prévoyant des indemnités très confortables (souvent plusieurs millions d'euros) aux dirigeants d'une entreprise s'ils sont licenciés à la suite d'un rachat.

183

Thème 3 : Les fusions et acquisitions

Section 4 : Mécanismes de défense contre les OPA hostiles

7. Les actions en justice

- Une entreprise cible d'une offre hostile a tout intérêt à saisir la justice. Les actions en justice sont presque systématique: elle permettent de gagner du temps et de faire une publicité négative à l'entreprise visée.
- Elles peuvent parfois déboucher sur une décision favorable, même si ce n'est pas toujours la raison ayant motivé le dépôt de plainte.
- => Voir le cas favorable de l'affaire Eiffage-Sacyr (2007)