

## ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

---

Lettre trimestrielle n°19 – 2ème trimestre 2017

### Sommaire :

- Edito du Président  
*Page 1*
- Point jurisprudentiel  
sur l'évaluation des  
titres non cotés  
*Page 2*
- Rendre les comparables  
comparables ...  
*Page 9*
- TESLA, ou comment le  
prix d'une « jeune  
société » peut atteindre  
des sommets  
*Page 14*

Edito du Président,

*L'association A3E souhaite apporter sa contribution à la réflexion, afin de rappeler les fondamentaux de la démarche d'évaluation, de développer et d'homogénéiser les bonnes pratiques, et de diffuser les résultats des différentes études et enquêtes qu'elle réalise depuis de nombreuses années.*

*L'objectif des lettres trimestrielles est de partager certaines réflexions autour d'un thème qui servira de fil conducteur pour chaque numéro.*

Les niveaux stratosphériques de valorisation constatés pour certaines « jeunes sociétés » (cf. article concernant TESLA) mettent en évidence des écarts plus que jamais élevés entre **les prix** de certaines start-ups, et plus globalement les sociétés innovantes, et **les valeurs** des activités matures.

Ces exemples illustrent le fait que l'évaluateur, qui est là pour déterminer une valeur et non un prix (même si la construction de la valeur est généralement tirée de valeurs analogiques), doit garder le recul suffisant en s'appuyant notamment sur son expérience et son expertise. Recul signifie bon sens, compréhension de la pertinence de la stratégie et des enjeux, mesure de la cohérence d'ensemble. Ce recul le conduira à des conclusions considérées souvent comme pessimistes, voire rabat joie, mais l'évaluateur est là pour donner une valeur résultant d'une démarche objective à un instant t compte tenu de l'information disponible,...., alors que le prix dans le cas de start-ups et de sociétés innovantes, est souvent la recherche de perspectives de croissance avec un prix de départ résultant uniquement de l'offre et de la demande. Perspectives de croissance est souvent synonyme de spéculation à court (ou moyen) terme, dans un contexte d'espérance de gains élevés,...., mais également de risques de pertes tout aussi élevés.

Il ne faut pas confondre les rôles : l'évaluateur n'est pas là pour justifier l'injustifiable, quand bien même le marché crée un « consensus temporaire » sur un prix. Je me souviendrais toujours de la remarque d'un analyste réputé : « on ne reprochera jamais à un analyste de se tromper comme tout le monde ».

Le prix se constate, la valeur se construit. Il y a donc des cas de plus en plus fréquents où l'évaluateur ne peut pas se prononcer sur un prix pouvant notamment relater un phénomène spéculatif.

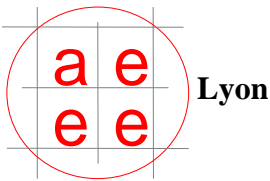
Dans ce contexte, la démarche conduite par Rémy PALIARD dans le présent article pour « rendre comparables les comparables » présente tout son intérêt pour essayer de comprendre la valeur à partir du prix.

*Christophe VELUT – Président A3E Lyon*

### Comité de Rédaction :

Eddy BLOY, Edouard CHASTENET, Julien HERENBERG,  
Bertrand MANET, Alain MARION, Christophe VELUT.

*La lettre présente les réflexions des membres de l'association sur des thèmes liés à l'évaluation. Les articles insérés dans cette lettre sont le fruit de l'étude d'un groupe de travail ou de leur(s) auteur(s) intervenant à titre personnel. Elles ne sauraient engager l'association A3E ni les sociétés mentionnées dans cette lettre, en aucune manière.*



---

## POINT JURISPRUDENTIEL SUR L'ÉVALUATION DES TITRES NON COTÉS

---

*Philippe BAU – associé TEOREM, expert auprès de la Cour d'appel de Lyon et membre de l'A3E.*

L'Administration fiscale a figé sa doctrine de l'évaluation de titres de sociétés dans le « Guide de l'évaluation » paru en 2006. Cet ouvrage est resté inchangé depuis, laissant apparaître, à l'usage, ses forces mais aussi ses faiblesses.

Toutefois, la jurisprudence fait évoluer la doctrine de l'Administration en permanence et il est apparu à A3E nécessaire de faire un point régulier sur ces évolutions ; nous avons retenu les décisions postérieures à 2013.

Dans un premier temps (§ 1) nous verrons que l'Administration privilégie de plus en plus la méthode par comparaison, souvent à l'exclusion de toute autre méthode (§ 1.1), lorsque celle-ci est applicable avec suffisamment de pertinence, mais que la méthode des comparables peut être combinée avec d'autres méthodes, dans des conditions précises (§ 1.2). Dans un deuxième temps, nous remonterons des décisions relatives aux autres méthodes retenues par l'Administration (§ 2). Dans un troisième temps (§ 3), nous ferons un point sur les primes et décotes, avant de conclure (§ 4).

### **1 Prééminence de l'évaluation par comparaison**

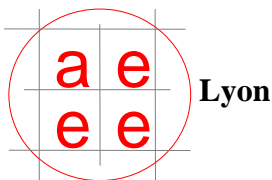
---

#### **1.1 L'évaluation par comparaison est exclusive de toute autre méthode**

Par de nombreuses décisions de cours d'appels confirmées par des décisions des deux cours suprêmes, il apparaît que la méthode par comparaison se confirme être comme la méthode prioritaire pour évaluer des titres de société non cotés.

#### [CAA Nancy 13 mai 2015, n° 14NC01321](#)

La valeur réelle des titres non cotés d'une société doit être déterminée par référence à la valeur des autres titres de la société, telle qu'elle ressort des transactions portant à la même époque sur ces titres dès lors que cette valeur ne résulte pas d'un prix de convenance. En l'absence de toute transaction ou de transaction équivalente, l'appréciation de la valeur vénale est faite en utilisant les méthodes d'évaluation qui permettent d'obtenir un chiffre aussi voisin que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande à la date où la cession est intervenue (nombreux arrêts du même jour).



### [CE 21 octobre 2016, n° 390421](#)

Dès lors que l'évaluation par comparaison est possible, l'administration ne peut procéder à une évaluation par combinaison entre la méthode par comparaison et l'une ou plusieurs des méthodes alternatives.

### [CE 23 décembre 2016, n° 391968](#)

L'évaluation des titres d'une société non admise à la négociation sur un marché réglementé doit être effectuée, par priorité, par référence au prix d'autres transactions intervenues dans des conditions équivalentes et portant sur les titres de la même société ou, à défaut, de sociétés similaires. En l'absence de telles transactions, celle-ci peut légalement se fonder sur la combinaison de plusieurs méthodes alternatives.

### [Cass. com. 25 janvier 2017 n° 15-21169](#)

La proposition de rectification qui rappelle le principe selon lequel la valeur d'un titre non coté en bourse peut être appréciée en tenant compte de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir un chiffre aussi proche que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande sur un marché réel et qui explicite la méthode d'évaluation choisie, combinant des valeurs mathématiques et de productivité, est suffisamment motivée même si elle n'a pas caractérisé auparavant l'impossibilité de recourir à la méthode comparative.

## **1.2 Combinaison des méthodes alternatives (ou « subsidiaires ») d'évaluation**

### [CA Reims 10 Juin 2014, n° 12/02548](#)

La position du contribuable consistant à privilégier la valeur mathématique en retenant 1 VM pour 1/2 VP apparaît cohérente avec les pratiques habituelles au regard notamment de la taille modeste de la société, de sa politique pour le moins prudente de distribution des dividendes, du caractère minoritaire de la participation que représente le paquet des parts sociales cédées ou encore du défaut de liquidité de ces parts.

VP = valeur de productivité

VM = valeur mathématique

### [Cass. com. 16 septembre 2014, n° 13-21222](#)

La valeur de parts d'une société propriétaire d'un immeuble donné en location est valablement déterminée en combinant la valeur mathématique déterminée à partir de la valeur de l'immeuble, et la valeur de productivité déterminée par capitalisation au taux de 4,20 % du revenu annuel, selon une pondération de  $3 VM + 1 VP / 4$ , puis application d'une décote de 10 %.

### [CAA Nancy 13 mai 2015, n° 14NC01336](#)

Il est justifié de retenir une moyenne arithmétique simple entre la valeur mathématique et la valeur de rendement, s'agissant d'une société non propriétaire des vignes exploitées en location et ayant une politique constante de distribution de dividendes (nombreux arrêts du même jour). La méthode par comparaison ne peut être combinée avec les autres méthodes d'évaluation alternatives, tandis que lorsque la méthode de comparaison fait défaut, les méthodes alternatives peuvent être combinées entre elles.

## **2 Précision sur valeur mathématique et valeur de rendement**

---

### **2.1 Précision sur la valeur mathématique**

#### [CAA Nancy 13 mai 2015, n° 14NC01321](#)

Les stocks de vins doivent être réévalués au prix de marché, déduction faite de la fiscalité latente (nombreux arrêts du même jour).

#### [CAA Nancy 13 mai 2015, n° 14NC01340](#)

Si la rentabilité des actifs corporels est supérieure à la rémunération attendue, c'est qu'il existe un actif incorporel. Il convient de le valoriser selon la méthode dite de la survaleur pour déterminer la valeur mathématique d'une entreprise. La pérennité de ces actifs incorporels est appréciée au regard de l'âge du dirigeant et de la durée résiduelle des baux dont la société est titulaire.

- 15 ans : [CAA Nancy 13 mai 2015, n° 14NC01268](#).
- 9 ans : [CAA Nancy 13 mai 2015, n° 14NC01336](#).
- 8 ans : [CAA Nancy 13 mai 2015, n° 14NC01338](#).

#### [CAA Nancy 4 février 2016, n° 14NC01520](#)

L'administration ne peut fonder une rectification en évaluant des stocks de vin par comparaison avec les prix pratiqués par d'autres entreprises sans désigner nommément ces entreprises.

#### [CE 23 décembre 2016, n° 391968](#)

La Cour ([CAA NANCY n° 14NC01360 du 13 mai 2015](#)) n'a pas commis d'erreur de droit en confirmant, par une appréciation souveraine des faits et des circonstances non arguée de dénaturation, et après avoir rejeté chacun des arguments invoqués, l'existence d'une survaleur à l'actif de la société.

La Cour ([CAA NANCY n° 14NC01360 du 13 mai 2015](#)) n'a pas commis d'erreur de droit en évaluant les stocks de vins en fonction de leur valeur vénale, notamment en se référant aux usages synthétisés dans le guide de l'évaluation des entreprises, alors que les requérants ne faisaient état d'aucune circonstance particulière de nature à établir que l'évaluation au prix de revient serait plus pertinente.

## 2.2 Précisions sur la valeur de rendement

### [CA Reims 10 Juin 2014, n° 12/02548](#)

L'administration fiscale n'apporte pas la preuve de la pertinence d'un taux de capitalisation de 6,21 % (contre le taux de 8 % proposé par le contribuable) résultant d'une méthode de détermination indubitablement complexe et non corroborée par des exemples comparatifs.

### [CAA Nancy 13 mai 2015, n° 14NC01335](#)

Les sociétés d'exploitation viticoles en Champagne sont exposées à un risque plutôt faible justifiant une prime de risque de 3 % (exceptionnellement 4 %).

### [CAA Nancy 13 mai 2015, n° 14NC01338](#)

Les taux de capitalisation retenus dans les arrêts du 13 mai 2015 oscillent de 3,65 % à 5,66 %, soit un coefficient multiplicateur du résultat annuel compris entre 17 et 27.

– Le plus faible : 3,65 % ([n° 14NC01341](#))

– Le plus élevé : 5,66 % ([n° 14NC01337](#))

### [CC 24 mai 2016, n° 15-17788](#)

La Cour (CA Douai 9 mars 2015) a retenu à tort les dividendes distribués sur des réserves pour déterminer la valeur de productivité moyenne, débarrassée des aléas de la conjoncture sur le moyen terme, plutôt que les bénéfices.

## 3 Primes et décotes

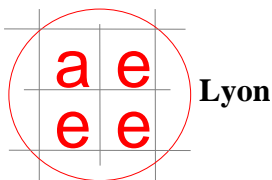
---

### 3.1 Primes et décotes reconnues par l'Administration

Dans son Guide, l'Administration mentionne plusieurs primes et décotes qu'il est bon de rappeler ici.

Ensuite nous évoquerons des décisions récentes à propos de ces primes et décotes.

- Prime de contrôle, de 10 à 20 % (Guide p. 97 et 109).
- Décote de holding, de 20 à 50 % (p. 107), de 20 à 30 % pour les titres majoritaires selon l'âge des actifs, le secteur et la conjoncture, de 10 à 20 % supplémentaires pour les titres minoritaires.
- Décote d'illiquidité lorsque les titres sont évalués par la seule méthode de l'actif net corrigé ou par la méthode des comparables boursiers ; plus une décote si clauses d'agrément statutaires ou extra-statutaires : de 20 à 30 % (p. 23).
- Décote de minorité : de 15 à 30 % (p. 83), de 30 % de la valeur de rendement pour un bloc minoritaire (p. 79), de 25 % en l'absence de distribution (p. 81) ; sauf si la cession des actions minoritaires ne change pas la valeur des parts majoritaires (OPR).
- Décote pour risque lié à une personne clé.



### **3.2 Prime de contrôle**

[CC 3 février 2015, n° 13-25306](#)

La Cour (CA Paris 17 septembre 2013) a eu raison de retenir une prime de contrôle de 20 % sur des titres d'une société cotée (Maurel & Prom) détenue par une société holding qui était l'actionnaire prépondérant et pour laquelle cette détention présentait un actif significatif.

### **3.3 Décote de holding**

[CC 3 février 2015, n° 13-25306](#)

La Cour (CA Paris 17 septembre 2013) a eu raison de ne pas retenir une décote de holding du fait de l'engagement de conservation des titres transmis, pendant un certain délai, pour bénéficiaire de l'exonération des droits de mutation prévue par l'article 787 B CGI.

### **3.4 Décote d'illiquidité**

[CA Dijon, 28 octobre 2014, n° 13/01341](#) : refuse la décote car les transactions précédentes ne la retenaient pas.

Décote pour faible liquidité : l'administration admet le taux de 30 % fixé par le tribunal ([CAA Nancy 13 mai 2015, n° 14NC01337](#) et nombreux arrêts du même jour).

### **3.5 Décote pour fiscalité latente**

[CE du 26 février 2016 \(n° 382350, SA KLE1 ; n° 382364 SA KLEPIERRE\)](#) a admis que la valeur vénale de titres de sociétés immobilières puisse intégrer une décote pour fiscalité latente, dès lors que celle-ci résulte d'une pratique de marché, au vu des éléments concrets fournis par le contribuable (statistiques de marché, transactions réelles) qui établissent sans ambiguïté la pratique de «décote sur actif net réévalué (ANR)» sur les titres de foncières au titre des années concernées.

### **3.6 Décote pour homme clé, en sus de la décote d'illiquidité et de minorité**

[CAA Bordeaux 22 Novembre 2016, n° 14BX03020](#) : La cour administrative d'appel de Bordeaux porte la décote d'illiquidité et de minorité de 30 à 40 % pour prendre en compte les risques liés à la forte dépendance de la société à un cadre salarié qui occupe en son sein une position d'« homme-clé ».

En effet, le Guide de l'administration sur « L'évaluation des entreprises et des titres de sociétés » retient parmi les éléments d'évaluation les risques éventuels liés à une forte dépendance de l'entreprise à son dirigeant ou à un membre de l'entreprise dont le talent ou le savoir-faire participe à la renommée de l'entreprise.

On voit par-là que la dépendance de l'entreprise vis à vis d'un homme-clé a justifié une décote supplémentaire de 10 points. Cependant, gardons-nous de cumuler les décotes, car il s'agit de déterminer une décote globale tenant compte de tous les paramètres justifiant cette décote globale. Par ailleurs, cette décote supplémentaire homme-clé se justifie si toutefois le risque n'a pas été déjà appréhendé dans le taux de capitalisation/actualisation.

#### **4 Ce que nous en retenons : conclusion provisoire**

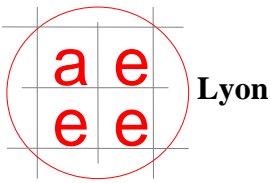
---

S'agissant des méthodes d'évaluation, nous retenons principalement que :

- Comme les normes comptables internationales l'ont avancé avec l'IFRS 13, l'approche prioritaire de détermination de la valeur vénale (juste valeur) est l'approche par comparaison, les autres approches étant considérées comme « alternatives » (comprises comme étant d'une manière générale les approches intrinsèques).
- Si l'approche par comparaison est fondée, elle s'impose et ne doit pas être combinée avec des approches dites alternatives.
- Pour autant, la difficulté réside toujours dans l'appréciation de la pertinence d'une valeur issue d'une transaction, or la jurisprudence, qui rejette la combinaison des approches de comparaison et des approches alternatives, n'exclut pas pour autant la possibilité d'apprécier la pertinence d'une approche de comparaison par la recherche de valeur par les approches alternatives, démarche généralement retenue par les experts évaluateurs pour se forger un avis.
- Si la valeur mathématique doit être corrigée à la hausse par la rente du goodwill en présence d'un superprofit, la jurisprudence n'a pas davantage traité la question du goodwill négatif et des dépréciations d'actifs pour des activités dont la rentabilité est nettement inférieure au minimum de rendement attendu pour les actifs détenus.

On s'aperçoit que les taux de capitalisation mis en évidence dans la jurisprudence sont faibles au regard des pratiques des évaluateurs. Il faut avant tout savoir si la faiblesse des taux de l'administration est liée aux décotes qu'elle prend par ailleurs mais que nombre d'évaluateurs incluent directement dans le taux de capitalisation/actualisation.

S'agissant des primes et décotes, on retient que la jurisprudence des 3 dernières années confirme les décotes telles qu'elles sont décrites dans le guide de l'administration fiscale de 2006. On voit cependant apparaître clairement la quantification d'une décote pour homme clé. Pour autant, on peut encore s'interroger sur l'éventail des taux de primes et décotes retenus et sur les précautions à prendre pour ne pas cumuler les primes et décotes dont la vocation serait la même.



Cette conclusion reste provisoire avant que le futur groupe de travail A3E ne conclut à son tour dans une prochaine mise à jour de la jurisprudence. On devrait pouvoir constater que le passage de la valeur au prix réside notamment dans ces primes et décotes, constatées ou non par l'administration (secteur, environnement, DD, climatique...).

Le prochain groupe de travail proposera un arbre de décision afin d'identifier les cas dans lesquels primes et décotes s'appliquent et surtout comment elles se combinent entre elles et avec le taux de capitalisation/d'actualisation.

Le prochain groupe de travail fera des propositions pour les présenter à l'Administration en vue d'une prochaine évolution du Guide, à ce jour bien nécessaire, 10 ans après sa parution.



---

## Rendre les comparables comparables ... De l'usage des multiples normatifs pour ajouter un peu de valeur au prix

---

*Rémy PALIARD – Professeur à EM Lyon Business School et président de Valoconsult SAS, et membre A3E*

Quel évaluateur n'a pas été confronté un jour à des valorisations par les comparables très hétérogènes selon les multiples retenus ? Cela se produit même en ayant choisi les pairs avec le plus grand soin pour tenter de respecter les critères de comparabilité (rentabilité, croissance et risque).

L'utilisation de ce qu'on appelle ici des *multiples normatifs*<sup>1</sup> qui intègrent les caractéristiques intrinsèques de chaque pair comme de la cible (*à ne pas confondre avec les multiples implicites de valorisation boursière ou de transaction récente*), peut permettre de réduire significativement cette hétérogénéité, et d'être sensiblement plus confiant dans la pertinence de la fourchette de valorisation obtenue.

Un exemple permettra d'illustrer l'approche proposée, dans lequel nous tentons d'estimer un prix possible pour la société « cible », en utilisant quatre pairs sélectionnés pour leur proximité en termes de métier.

A l'issue de la première étape de sélection des pairs, les informations qui en résultent sont les suivantes :

Multiple	Pairs sélectionnés				Médiane	Données de la cible	VE cible	VFP cible
	A	B	C	D				
VE/CA	0,75	0,78	0,68	0,85	0,77	15,0	11,5	10,6
VE/EBITDA	6,4	6,7	7,2	8,3	7,0	1,78	12,4	11,5
VE/EBIT	7,8	8,4	8,8	9,1	8,6	1,43	12,3	11,4
Market to Book	1,36	1,41	1,52	1,23	1,39	5,93		8,2
PER	11,1	10,3	10,8	10,8	10,8	0,93		10,1
							VFP médiane :	10,6
							VFP moyenne :	10,3
							Ecart-type :	1,2
							Ecart MAX/MIN	40%

On précise que :

- Les données de la cible correspondent aux inducteurs de valeur de la ligne correspondante,
- VE correspond à la valeur d'entreprise et VFP correspond à la valeur des titres, soit la VE ajustée de l'endettement net de la cible, retenu dans le cas présent pour 0,9 M€.

---

<sup>1</sup> J'appelle multiple normatif la formulation mathématique de la valeur que prend le multiple si l'on intègre les caractéristiques intrinsèques de l'entreprise, en termes de rentabilité, de croissance, et de risque. Tous ces multiples reposent sur une extrapolation à l'infini des flux générés par l'entreprise, flux normés sur la base de la rentabilité et de la croissance soutenable à long terme, actualisés au Cmp ou à l'espérance de rendement des actionnaires, selon le multiple utilisé. Les multiples normatifs ne sont donc pas des multiples implicites de transactions. Les formulations de ces multiples normatifs sont fournies en annexe.

La proximité de l'estimation des VE par le multiple d'EBITDA et le multiple d'EBIT (VE respectives de 12,4 et 12,3) confirme que les pairs ont bien des business model similaires à celui de la cible, mais l'hétérogénéité des estimations de « prix possibles », au regard notamment du ratio Market to Book (multiple de Fonds Propres) n'est pas négligeable : l'écart entre la valorisation la moindre et la plus élevée est de 40%.

**Etape 2** : recueil des caractéristiques intrinsèques des pairs et de la cible<sup>2</sup> :

Cette étape est un préalable à la détermination de ce que j'appelle les *multiples normatifs* :

Données des pairs & cible	A	B	C	D	Cible
Taux de marge d'EBIT	9,0%	7,2%	8,1%	6,5%	9,5%
RCE après impôt	10,8%	9,6%	11,3%	9,5%	13,9%
Rentabilité des FP	12,4%	12,3%	12,7%	13,1%	15,7%
Croissance passée	5,5%	3,1%	4,6%	4,4%	7,0%
g : croissance LT (2)	3,0%	2,3%	2,8%	2,7%	3,5%
Taux d'endettement (D/FP)	18,0%	35,0%	15,0%	48,0%	15,0%
Espérance de rendement	11,1%	11,8%	11,0%	12,6%	11,0%
Cmpr	9,9%	9,3%	10,0%	9,3%	10,2%

**Etape 3** : en utilisant les formulations exposées en annexe (calculs non détaillés ici), on peut déduire des caractéristiques ci-dessus les *multiples normatifs*, pour les pairs et pour la cible :

Multiples normatifs	A	B	C	D	Cible
VE/CA	0,63	0,52	0,57	0,47	0,70
VE/EBITDA	5,6	5,8	5,6	5,8	5,9
VE/EBIT	7,0	7,2	7,0	7,3	7,4
Market to Book	1,15	1,05	1,22	1,06	1,63
PER	9,3	8,6	9,6	8,0	10,4

On peut alors déterminer une *valeur intrinsèque* de la cible, en utilisant ses *multiples normatifs* :

Multiples normatifs de la cible	Données			
	Cible	cible	VE cible	VFP cible
VE/CA	0,70	15,0	10,5	9,7
VE/EBITDA	5,92	1,8	10,5	9,7
VE/EBIT	7,40	1,4	10,5	9,7
Market to Book	1,63	5,9		9,7
PER	10,36	0,9		9,7

Sans surprise, tous les *multiples normatifs* conduisent à la même valorisation : ils reposent tous en effet sur une actualisation à l'infini des flux normatifs, free cash-flow ou dividendes distribuables.

<sup>2</sup> Le taux de croissance à long terme est obtenu à partir du taux de croissance instantané et de la durée attendue de la croissance (cf. mon modèle de calcul du g équivalent, déjà présenté dans cette revue).

Il est intéressant de constater que dans cet exemple, cette *valeur intrinsèque* - à ne pas confondre avec une valeur de marché issue des multiples implicites - est sensiblement inférieure à l'estimation d'une fourchette de « prix possible » par la méthode des multiples.

Cette démarche de détermination de *multiples normatifs* n'a pas vocation à s'arrêter ici : elle a pour objectif de servir à corriger les multiples implicites de marché dans la 4<sup>ème</sup> étape.

**Etape 4** : l'approche proposée consiste ensuite à comparer le multiple constaté sur le marché, pour chaque pair, à son multiple normatif, et à en déduire un coefficient de surévaluation ou de sous-évaluation, pour chaque multiple de chaque pair.

Ainsi on calcule un correctif médian correspondant au ratio Multiple de marché / multiple normatif pour chaque pair et chaque multiple.

On en déduit la propension du marché à surévaluer ou sous-évaluer l'échantillon de pairs, en retenant la médiane de ces coefficients, pour chaque multiple.

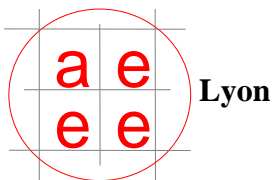
On applique ensuite ces coefficients médians aux multiples normatifs de la cible, pour intégrer en quelque sorte l'appétit du marché dans la valorisation des pairs, et donc potentiellement de la cible, au-delà des caractéristiques intrinsèques de cette dernière, et on obtient la valorisation ci-dessous, en appliquant les multiples normatifs corrigés de la cible à ses différents indicateurs, comme ci-dessus :

Marché / normatifs	A	B	C	D	Correctifs medians	Normatifs cible, corrigés	VE	VFP
VE/CA	1,19	1,50	1,20	1,80	1,35	0,95	14,3	13,4
VE/EBITDA	1,15	1,16	1,29	1,43	1,22	7,25	12,9	12,0
VE/EBIT	1,12	1,17	1,26	1,25	1,21	8,95	12,8	11,9
Market to Book	1,18	1,34	1,25	1,16	1,21	1,98		11,7
PER	1,19	1,20	1,13	1,34	1,20	12,4		11,6
					1,24	<b>VFP médiane :</b>		<b>11,9</b>
						<b>VFP moyenne :</b>		<b>12,1</b>
						<b>Ecart-type :</b>		<b>0,6</b>
						<b>Ecart MAX/MIN</b>		<b>16%</b>

*Normatif cible corrigé = multiple normatif x correctif médian soit pour VE/CA :  $0,7 \times 1,35 = 0,95$ .*

Deux constats s'imposent :

- l'homogénéité des valorisations, sans être parfaite, est sensiblement meilleure que dans la première étape de l'estimation du « prix possible » par les multiples implicites de marché des comparables, telle qu'utilisée habituellement, avec un écart entre prix minimum et maximum réduit à 16%.



- La valorisation médiane des Fonds Propres obtenue est supérieure à celle obtenue par l'approche traditionnelle, dans cet exemple. Cela résulte du fait que les performances de la cible sont plutôt dans la limite supérieure de celles de ses pairs, voire sensiblement supérieure, en ce qui concerne la croissance.

Le lecteur expérimenté aura bien sûr compris que cette méthode n'a de pertinence que pour des pairs et une cible raisonnablement stabilisés, pour lesquels l'utilisation de l'extrapolation avec la formule de Gordon Shapiro n'est pas totalement dépourvue de sens.

En prenant un peu de recul, on retiendra que ma proposition conduit à une valorisation des Fonds Propres de la cible sur la base de ses caractéristiques intrinsèques, modulée par l'appétit du marché pour des entreprises similaires : une tentative de synthèse entre « valeur » et « prix », en quelque sorte.

Mais bien sûr, pour obtenir cette « synthèse », il faut déployer plus d'efforts, notamment dans la recherche sur les caractéristiques intrinsèques des pairs : « there is no free lunch » !

Tous commentaires bienvenus.

Rémy Paliard

## Annexe : formulation des multiples normatifs

$$\frac{EV}{sales} = (1-t) * Rex\% * \frac{1-g / RCEat}{cmpr - g}$$

$$EV/EBIT t = (1-t) * \frac{1 - g / RCEat}{Cmpr - g}$$

Le ratio EV/EBITDA se déduit du précédent en le multipliant par le ratio EBIT/EBITDA.

- RCEat est la rentabilité des capitaux engagés après impôt :  $NOPAT_n / CE_{n-1}$
- Rex% est le taux de marge opérationnelle :  $EBIT / Sales$
- g est le taux de croissance à long terme unique équivalent au profil de croissance attendu (voir mon fichier « g équivalent » pour son calcul, à trouver sur [www.ValoConsult.net](http://www.ValoConsult.net) ).

Ces trois premières formules sont dérivées de l'application de la formule de Gordon Shapiro au Free Cash-Flow normatif, défini comme :  $FCF_{n+1} = NOPAT_{n+1} - g * CE_n$

$$PE t = \frac{1 - g / Rfp}{Kfp - g}$$

$$M/B t = \frac{Rfp - g}{Kfp - g}$$

Ces deux multiples sont obtenus en appliquant la formule de Gordon Shapiro aux dividendes distribuables, définis comme la fraction du résultat qu'il n'est pas nécessaire de conserver pour faire croître les Fonds Propres au taux de croissance à long terme de l'activité.

- Rfp est la rentabilité soutenable des Fonds Propres (résultat courant après impôt / FP)
- Kfp est l'espérance de rendement des actionnaires
- g est le taux de croissance à long terme, comme ci-dessus

Je tiens à la disposition du lecteur qui le souhaite la démonstration de chacune des formules ci-dessus, à demander par mail : [rpaliard@orange.fr](mailto:rpaliard@orange.fr), ou à trouver directement sur le site [www.ValoConsult.net](http://www.ValoConsult.net)

---

**TESLA OU COMMENT LE PRIX D'UNE « JEUNE SOCIETE » PEUT ATTEINDRE DES SOMMETS**

---

*Christophe VELUT, Président A3E et directeur général Orfis Baker Tilly*

Voici à titre d'exemples la capitalisation boursière des principaux constructeurs automobiles :

	Capitalisation boursière	Chiffre d'affaires 2016	Nbre de véhicules vendus	EBITDA 2016
General Motors	53 Mds \$	166 Mds \$	10 millions	22 Mds \$
Renault	28 Mds \$	54 Mds \$	10 millions	8 Mds \$
Peugeot	20 Mds \$	57 Mds \$	3 millions	5,4 Mds \$
Ford	45 Mds \$	152 Mds \$	7 millions	11 Mds \$

*Source : Infinancials et documents de références des sociétés*

Combien vaudrait selon vous une société américaine, créée en 2003, dont le chiffre d'affaires s'établit à 7 Mds \$ en 2016 (en progression de 73% par rapport à 2015, avec 76 000 véhicules vendus, correspondant essentiellement à 2 modèles haut de gamme (modèles « S » et « X », commercialisés entre 90 000 et 150 000 euros), dont l'EBITDA en 2016 s'est élevé à 65 K\$, et dont l'objectif de 500 000 véhicules pour 2018 (!) repose sur la capacité à commercialiser un véhicule moyen de gamme (35 000€), dont le lancement a été réalisé fin juillet 2017, avec de véritables enjeux de capacités de production qui restent à démontrer ?

Il ne serait pas aberrant de répondre en « 1<sup>ère</sup> approche –rapide », sans avoir analysé en détail la société, entre 4 et 7 Mds \$.

La réponse est édifiante : la capitalisation boursière de la société américaine Tesla (a) s'élève à près de 54 Mds de \$ à fin juillet, elle est passée en tête des capitalisation boursière des constructeurs automobiles mondiaux depuis le mois d'avril, ...dans un contexte où on peut lire dans les journaux que certains tests de sécurité ont été ratés, que la société est en pleine courbe d'apprentissage en matière de production, passant d'un stade artisanal à un stade de grande série, que les ventes des modèles haut de gamme plafonnent, que le marché doute de la capacité de la société à honorer le carnet de commandes en termes de délais, que les constructeurs automobiles existants sont en train d'investir des sommes très importantes sur ce créneau..., bref que des bonnes nouvelles !

Mais la société est une success story dont le marché américain raffole, avec une valeur qui progresse telle un feu d'artifice : un patron charismatique (Elon Musk), qui est également impliqué dans d'autres start-up, une stratégie affirmée de leader sur un produit innovant (voitures électriques, ...), , dans un contexte de fin annoncée des moteurs thermiques, une approche marketing très originale qui a su bouleverser un produit « classique » : comme Apple en son temps : l'originalité de Tesla est de se concentrer sur l'usage et non le produit.

Mais de là à justifier un sur-prix phénoménal, alors même que la société n'a pas encore montré sa capacité à stabiliser son business model, qu'il reste des jalons importants à confirmer, et que la concurrence est en train de s'organiser (b), et alors qu'à ces niveaux de valorisation, la société est difficilement cessible auprès d'un autre acteur du secteur.

Ce niveau de valorisation résulte de la combinaison de différents facteurs micro et macro économiques : le prix du rêve à l'américaine, l'espérance de gains qui fait monter « la mayonnaise de la spéculation », le prix du statut de « leader innovant », les conséquences d'une abondance de liquidités, les effets pervers de la recherche de rendements avec une prise de risques élevée, dans un contexte de taux sans risques bas, voire négatifs, ...

On est bien loin de la notion de valeur (au sens de : bon sens, fondamentaux, flux futurs,...), étant entendu que dans le cas présent, **la valeur n'est pas le sujet pour le marché**, notamment pour les analystes.

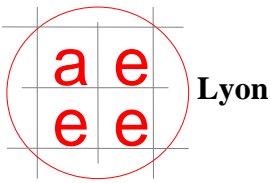
L'évolution du cours de bourse s'apprécie à ce jour plus au regard des perspectives de croissance par rapport au prix actuel (qui doit être plus appréhendé comme un « indice de départ »), et du respect des prévisions d'activité, que d'une recherche de justification de la « valeur d'aujourd'hui »,..., dès lors qu'il existe **un consensus** sur le fait que la valeur ne doit pas être appréhendée au regard des agrégats d'aujourd'hui, comme l'admet le PDG de Tesla !

Le risque élevé lié au prix actuel (ou fragilité selon les termes utilisés par certains analystes) se matérialise par une volatilité importante sur le cours de bourse (baisse de 9 Mds \$ de la capitalisation boursière en 3 séances début juillet), et par les recommandations très contrastées des analystes : certains anticipent une amélioration de près de 22% du cours, là où d'autres anticipent une baisse de 40% !!! Mais il est intéressant de constater que les articles communiquent généralement peu sur les recommandations à la baisse.

En fait, on peut se demander si la valorisation actuelle de TESLA ne résulte pas simplement de l'anticipation d'avoir déniché celui qui remplacera General Motors une fois le marché électrique mature et, faute de meilleure approche, le marché lui attribue la même valeur que GM.

Il n'en reste pas moins que la capitalisation boursière, malgré la très forte volatilité, reste à un niveau très élevé,..., qui rend très difficile, toute alternative de cession et/ou de rapprochement, contrairement aux perspectives ouvertes à d'autres start-ups.

Comme malheureusement dans de nombreux cas (cf. exemple de la bulle internet), la valeur fera son apparition (mais trop tard), pour justifier, en cas « d'échec » (au sens de surévaluation, car quelle que soit l'évolution du cours de bourse de Tesla, le marché électrique est un marché d'avenir, le marché des véhicules thermiques ayant vocation à disparaître), pourquoi « l'échec » était prévisible. Il sera dans ce cas surprenant de constater que le marché (au sens des intervenants) qui a contribué activement à la construction de prix stratosphériques, justifiera avec la même assurance les raisons de « l'échec » (au sens de surévaluation)... prévisible (au sens probabiliste du terme).



Comme indiqué dans l'édito, tout est une affaire de consensus, l'important étant d'avoir raison,..., ou de se tromper comme tout le monde !

L'histoire est un éternel recommencement !

(a)

*Tesla, Inc., initialement appelé Tesla Motors, est un constructeur automobile de voitures électriques sportives et de luxe, dont le siège social se situe à Palo Alto, dans la Silicon Valley, aux États-Unis. Tesla vise également le segment des voitures autonomes. Le CA du 1er trimestre 2017 s'est élevé à 2,8 Mds\$ (1,3 Mds \$ au 1er trimestre 2016), soit 22 000 véhicules vendues. Ce chiffre est inférieur aux prévisions, et très inférieur aux ventes de GM ou Ford (respectivement 2,34 et 1,65 millions de véhicules) ; la perte nette du 1er trimestre 2017 s'est élevée à 336 M\$ (+43 M\$).*

(b)

*Le groupe Volvo a annoncé son intention de ne lancer que des véhicules électriques ou hybrides à compter de 2019.*