

# Le mythe de la valeur fondamentale ?

Véronique Nguyen, professeur affiliée à HEC et associée chez Finexent, revient sur l'emploi et la mise en œuvre de la très controversée méthode DCF.

**A**vec une baisse du CAC 40 de plus de 40% en un an, la notion de valeur fondamentale, que les cours de bourse sont censés refléter, a pris du plomb dans l'aile. Mais au-delà des critiques usuelles sur « l'exubérance irrationnelle »<sup>(1)</sup> des marchés, la détermination de la valeur fondamentale repose-t-elle sur des bases certaines ? Décortiquons les calculs et raisonnements mis en œuvre par les spécialistes de la question.

À cette fin, Marta de Azlor<sup>(2)</sup> a passé en revue les trente-sept rapports de valorisation, rédigés en 2007 par des experts indépendants, dans le cadre d'opérations publiques d'achat de sociétés cotées sur l'Eurolist. Rappelons que le recours à des experts indépendants est devenu obligatoire en 2006, depuis que l'AMF a décidé de mettre en application les recommandations du rapport Naulot, visant à améliorer l'information et la protection des

« bêta » et structure d'endettement de la société, prime de risque de marché, taux de croissance à l'infini des flux de trésorerie, ...) est donc critique. Or, les experts sont loin d'être unanimes dans la mise en œuvre de la méthode DCF. L'analyse de leurs rapports révèle des divergences méthodologiques et des désaccords significatifs. Il existe en effet des discordances majeures quant à la nature des composantes du taux d'actualisation : la moitié des experts estime qu'il faut modérer l'exigence de rentabilité des actionnaires par le coût de la dette après impôt, tandis que d'autres contestent cette approche. Certains utilisent des « bêta » endettés, d'autres des « bêta » désendettés ; certains des structures d'endettement actuelles, d'autres des structures d'endettement cible.

Pour finir et illustrer la subjectivité qui règne dans l'estimation de certains paramètres, le taux de la prime de marché varie de 3% à 6% et celui de la croissance à l'infini de 1% à 3%.

## Multiplis rapports...

Ces différences peuvent paraître anodines mais cumulées, elles font aisément varier la valorisation de plus ou moins 30%. Cette incertitude intrinsèque est aggravée par la carence en explications et commentaires de nombreux rapports, contrairement aux préconisations du rapport Naulot, qui estimait que « les hypothèses et les sources retenues dans les méthodes d'évaluation devraient être beaucoup mieux explicitées ». Après analyse, la relativité des valorisations auxquelles les experts aboutissent tient donc tout autant à la difficulté d'anticiper les flux futurs, qu'à l'absence de théorie unifiée (taux d'actualisation), qu'à des problèmes d'opérationnalisation des concepts (bêta, prime de marché). La valeur boursière reste, au final, la seule référence incontestable en termes de valorisation, à la réserve près que la volatilité des cours est bien supérieure à la variabilité des paramètres économiques sous-jacents.

La notion d'une valeur intrinsèque et indiscutable, qu'un expert pourrait faire émerger, paraît assez illusoire. Ce sont plutôt des croyances partagées, qui convergent ponctuellement vers un cours de bourse ou une valeur de transaction donnée. ■

La notion d'une valeur intrinsèque et indiscutable, qu'un expert pourrait faire émerger, paraît assez illusoire. Ce sont plutôt des croyances partagées, qui convergent ponctuellement vers un cours de bourse ou une valeur de transaction donnée.

actionnaires minoritaires lors d'opérations financières. En termes de méthode de valorisation, le rapport Naulot recommande l'utilisation des flux de trésorerie actualisés, autrement appelés Discounted Cash Flows (DCF), dont la somme pourra être comparée aux autres bases de valorisation disponibles (cours de bourse, comparables).

## Des désaccords flagrants

L'emploi de la fameuse méthode DCF nécessite de déterminer des flux de trésorerie futurs, un taux d'actualisation et une valeur terminale. Une fois ces paramètres réunis, le calcul de la valeur de l'entreprise est d'une simplicité presque enfantine. La fixation de la valeur de ces paramètres, lesquels dépendent eux-mêmes d'autres éléments variables (taux sans risque,

## Raccourcis abrupts

Quant aux flux de trésorerie auxquels s'appliquent le taux d'actualisation, certains experts construisent deux scénarios afin d'intégrer l'incertitude relative à toute projection dans le futur, quand d'autres acceptent les prévisions du management en l'état. Plusieurs experts n'hésitent pas à faire des raccourcis abrupts où la valeur d'un paramètre est avancée sans explication (par exemple : « bêta », prime de marché), malgré l'effet inéluctable du mode de calcul sur la valeur dudit paramètre. L'opacité règne aussi sur le mode de calcul et sur le poids de la valeur terminale, laquelle n'est fournie que dans 40% des cas, alors qu'elle représente fréquemment plus de 80% de la valeur de l'entreprise.



DR

<sup>(1)</sup> Alan Greenspan, Président de la Fed, discours 5 décembre 1996.

<sup>(2)</sup> Thèse professionnelle HEC Strategic Management (2007).