



3 L'analyse stratégique et la méthode des DCF

Julien Herenberg, commissaire aux comptes, membre de la commission Évaluation de la CNCC, secrétaire général d'A3E-Île-de-France

Jean-Luc Loir, commissaire aux comptes, membre de la commission Évaluation de la CNCC

La valorisation par les Discounted Cash Flows (DCF) correspond à l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels. Bien que cette approche soit sensible aux paramètres d'actualisation, la pertinence de l'évaluation d'une entreprise par l'approche DCF dépend en tout premier lieu de la fiabilité de son plan d'affaires. C'est pourquoi, avant toute mise en œuvre technique de cette méthode, il est primordial d'identifier et d'estimer au mieux les facteurs clés qui sous-tendent les prévisions.

Aussi, nous exposerons, dans un premier temps, une illustration de l'incidence du contexte et de la stratégie sur la pertinence d'une évaluation.

Puis, dans un second temps, une démarche pour effectuer cette analyse dans le cadre d'une approche DCF incluant :

- une approche des éléments clés de l'analyse stratégique ;*
- les méthodes courantes d'aide à cette analyse.*

APPRÉHENDER LE CONTEXTE POUR PRENDRE EN COMPTE LA STRATÉGIE DANS L'ÉVALUATION

L'exemple du financement des start-up illustre particulièrement bien l'importance du contexte et de la stratégie de l'entreprise pour son évaluation. Il en est de même pour les évaluations effectuées en application de normes comptables.

L'exemple de la start-up

Au démarrage d'une entreprise, on peut schématiquement observer les étapes suivantes :

- à sa naissance, la jeune entreprise a un fort potentiel de croissance et sa valeur est alors portée pour l'essentiel par l'idée, le projet et ses fondateurs ;
- au début de l'aventure, les premiers financeurs ou business angels entrent au capital pour lui permettre de payer ses dépenses courantes et son développement, faute de recettes d'exploitation encore suffisantes. Ces business angels sont généralement très minoritaires et entrent au capital sur la base de valorisations « convenues », incluant un droit d'entrée pour accéder au projet. La valeur implicite élevée qui en découle est certes arithmétiquement incontestable, mais elle est très peu rationalisée à ce stade et elle reflète une prime de risque importante non extériorisée ;



Évaluation : le point de vue des praticiens

– puis rapidement, lorsque le potentiel de la jeune entreprise se concrétise et fait naître de nouveaux besoins de financement, de nouveaux investisseurs sont sollicités pour entrer au capital, sur des bases de valorisations généralement plus élevées s'expliquant par le franchissement d'étapes stratégiques.

Ces événements stratégiques vont permettre, cette fois-ci, d'étayer de façon plus précise et rigoureuse un business plan et une valorisation de la société fonction de trajectoires de flux potentiels que le DCF pourra traduire, donnant par là-même des informations nécessaires aux investisseurs sur le rendement escompté et aider leur prise de décision.

L'exemple de l'application de règles comptables

Les normes comptables conduisent parfois à évincer certains éléments de la stratégie à moyen et long terme, pourtant essentiels dans le cadre d'une évaluation par DCF.

Il en est notamment ainsi des tests de dépréciation d'actifs (« impairment test ») qui ne doivent pas prendre en considération les décisions stratégiques non engagées à la date du test de valeur (restructurations ou investissements de croissance, par exemple).

De même, lors de la comptabilisation d'une acquisition, les principes comptables internationaux (IFRS 3) ne permettent pas d'inclure les effets de la stratégie de développement de l'acquéreur dans la valorisation des actifs immatériels acquis. En effet, selon IFRS 3, la juste valeur de ces actifs est déterminée conformément à l'utilisation du vendeur, et non selon le projet de l'acquéreur, alors même que l'investisseur a généralement négocié le prix d'acquisition en fonction d'un potentiel de développement qui intègre nécessairement sa stratégie à long terme pour la cible.

Ces principes ne sont pas aussi clairs en règlement CRC 99-02 applicable aux comptes consolidés de sociétés non cotées (Académie, cahier 29 « Regroupements d'entreprises : peut-on encore parler d'allocation du prix d'acquisition (PPA) ? État des lieux et difficultés pratiques, environnement international et français », juillet 2015).

Dans ce contexte précis, les normes comptables peuvent donc contraindre à réduire la prise en compte de la stratégie lors de l'évaluation d'actifs par DCF. Pour autant, la connaissance de la stratégie par l'évaluateur reste incontournable.

Ces deux précédentes illustrations montrent qu'on ne peut pas ignorer la question de la stratégie de l'entreprise ni le contexte de l'évaluation menée.

L'ÉTUDE STRATÉGIQUE EN LIEN AVEC L'APPROCHE DCF

Objet et éléments clés de l'analyse stratégique

Une analyse stratégique en vue d'une évaluation financière par les DCF se conduit généralement en trois phases portant sur le ou les secteurs de l'entreprise, sur l'entreprise elle-même et, enfin, sur son positionnement par rapport à ses secteurs d'activité.

Cet examen permet la mise en évidence des éléments différenciant l'entreprise, lesquels sont supposés se traduire dans son business plan.



ANALYSE EXTERNE

L'analyse externe s'opère par une prise de connaissance approfondie du marché de l'entreprise, de ses perspectives, des innovations attendues, des acteurs et concurrents, de la réglementation, etc.

Il s'agit d'identifier ce que l'on qualifie en général d'opportunités et de menaces, c'est-à-dire des éléments exogènes qui ne relèvent pas directement des décisions de l'entreprise.

Ce diagnostic doit toujours avoir une dimension prospective, puisqu'il vise à apprécier des prévisions avec un horizon lointain, voire qualifié d'infini dans la méthode DCF.

À titre indicatif, et dans la mesure où ces paramètres peuvent concerner l'activité de l'entreprise, une attention particulière doit notamment porter sur l'évolution potentielle des facteurs suivants :

- évolution concurrentielle, regroupements, disparition ou apparition d'acteurs sur le marché;
- évolutions légales ou réglementaires sur le périmètre d'intervention de l'entreprise;
- évolution des politiques d'aides publiques et de subventions;
- évolutions technologiques;
- évolution des ressources naturelles;
- démographie...

Cette analyse à long terme de la stratégie de l'entreprise permet d'apprécier sa faculté d'adaptation aux facteurs exogènes et d'en apporter la meilleure traduction dans le business plan.

Le diagnostic externe doit permettre d'estimer le chiffre d'affaires prévisionnel de l'entreprise qui constitue le paramètre structurant de tout business plan, la « top line » de laquelle découlent les flux de trésorerie.

ANALYSE INTERNE

Le diagnostic interne est orienté vers la recherche des forces et des faiblesses intrinsèques de l'entreprise. À titre indicatif, on peut lister les quelques points d'attention non exhaustifs suivants.

► *Le positionnement des produits et des services sur divers plans :*

- la notoriété;
- la technologie;
- la propriété intellectuelle (marques et brevets) et l'échéance des protections;
- le profil de la clientèle (dispersion, fidélité, âge, potentiel, etc.).

► *Les moyens :*

- les moyens humains, incluant notamment l'identification des « hommes clés de l'entreprise », la pyramide des âges des effectifs, les savoir-faire en matière d'innovation, en production ou bien au plan commercial;
- les moyens de production (outils disponibles, implantation géographique, niveau d'obsolescence, performance, etc.);
- la qualité des fournisseurs, le niveau de dépendance vis-à-vis d'eux;
- les moyens de distributions, le réseau, les enseignes, l'image de marque...

► *Les autres facteurs :*

- l'actionnariat et la gouvernance;
- la qualité des relations sociales;
- l'exposition aux risques sociaux et environnementaux;



Évaluation : le point de vue des praticiens

– l'exposition aux fluctuations des cours des matières ou des devises...

Au regard de l'objectif prévisionnel poursuivi, il y aura lieu d'apprécier la pérennité et l'évolution probable des atouts et des faiblesses ainsi recensés à moyen et long terme.

Les méthodes d'analyse courantes

L'analyse stratégique peut découler de réflexions purement intuitives, notamment pour les évaluations dont les problématiques prévisionnelles sont minimales, mais il est aussi possible de s'appuyer sur des méthodes ou des outils plus élaborés.

On peut notamment citer les méthodes et modèles suivants qui permettent d'orienter les analyses qualitatives en vue d'aboutir à leur traduction quantitative dans le business plan ainsi que dans les paramètres actuariels.

OUTILS D'AIDE À L'ANALYSE STRATÉGIQUE

L'analyse externe ou sectorielle doit répondre aux questions suivantes :

- la rentabilité de l'industrie est-elle forte ou faible ?
- va-t-elle s'améliorer ou se détériorer ?
- quels sont les facteurs externes qui conditionnent cette rentabilité ?
- quelles sont les règles du jeu de l'activité (facteurs clés de succès) ?

L'outil PESTEL ainsi que les 5 (+ 1) forces de PORTER sont pertinents pour répondre à ces questions.

Le modèle PESTEL (Politique, Économie, Sociologie, Technologie, Environnement, Légimité) est tourné sur l'analyse de l'environnement de l'entreprise et présente l'avantage de constater le présent (via la description du macroenvironnement et ses principales composantes), tout en prenant en considération les événements futurs (changements prévisibles, évolution économique, démographique, etc.).

Le modèle de Porter complète très bien cette première analyse avec un double objectif :

- l'évaluation de l'attractivité du secteur, c'est-à-dire du potentiel de rentabilité de l'industrie à long terme ;
- l'identification et la compréhension des 5 forces structurelles identifiées qui pèsent sur cette rentabilité, à savoir les produits de substitution, l'intensité concurrentielle, les nouveaux entrants, le pouvoir de négociation des clients et le pouvoir de négociation avec les fournisseurs. À ces 5 forces s'ajoute la force publique.

LA MATRICE SWOT

La matrice SWOT est fréquemment utilisée, car elle propose une vision synthétique de l'analyse menée, chacun des points relevés dans la matrice devant trouver sa traduction dans le modèle d'évaluation retenu.

L'analyse SWOT est un outil de stratégie d'entreprise qui est un acronyme issu de l'anglais signifiant: Strengths (forces), Weaknesses (faiblesses), Opportunities (opportunités), Threats (menaces).

Elle est définie par les services de la Commission européenne comme « un outil d'analyse stratégique. Il combine l'étude des forces et des faiblesses d'une organisation, d'un territoire, d'un secteur, etc. avec celle des opportunités et des menaces de son environnement, afin d'aider à la définition d'une stratégie de développement. »



L'analyse SWOT fait ainsi partie des outils qui contribuent à l'étude de la pertinence et de la cohérence d'une action future, qu'il s'agisse d'une action ponctuelle ou d'une stratégie d'ensemble.

Exemple de synthèse par la matrice SWOT		
Origine interne	S - Strengths (Forces)	W - Weaknesses (Faiblesses)
	Santé financière de l'entreprise Contrats commerciaux longs et sécurisés Cohésion sociale Savoir-faire breveté	Dispersion des activités Variation de BFR et de trésorerie d'ampleur et erratiques Dépendance aux fournisseurs
Origine externe	O - Opportunities (Opportunités)	T - Threats (Menaces)
	Marché en forte croissance Concurrents en difficulté Potentiel de développement géographique élevé	Modèle économique duplicable Pérennité des subventions incertaine Secteur rentable et convoité par la concurrence

LE LIEN AVEC LA MÉTHODE DES DCF

Une fois ces forces et faiblesses identifiées, l'évaluateur analysera la stratégie mise en place par l'entreprise pour les maîtriser.

Au cas particulier des forces de Porter, l'évaluateur analysera le niveau de maîtrise de ces forces à l'issue de son analyse stratégique: ainsi, plus les cinq forces seront intenses et mal maîtrisées, plus la rentabilité économique, mesurable notamment par les prévisions de flux futurs, pourrait se trouver inférieure au coût du capital (taux d'actualisation correspondant à l'exigence minimale de rémunération des capitaux investis) et destructrices de valeur (ou inversement).

Les analyses stratégiques permettront ainsi à l'évaluateur de se faire un avis sur la vraisemblance des prévisions de l'entreprise, sur sa rentabilité économique potentielle par rapport au coût du capital investi et donc sur son potentiel de création de valeur. Les paramètres de sensibilité de la valeur seront également identifiés.

Le diagnostic qui découle de l'analyse stratégique, complété d'une analyse financière des performances historiques, permet d'établir et de fiabiliser le business plan de l'entreprise et ses prévisions d'évolution et de croissance à long terme.

Avec ou sans l'aide de modèles tels ceux de PESTEL ou de Porter décrits ci-avant, l'analyse stratégique ne doit jamais être éludée, car elle constitue le préalable à toute évaluation pertinente en évitant d'aboutir à des valorisations certes arithmétiquement justes, mais fondées sur un plan d'affaires prévisionnel incohérent et/ou sur des taux d'actualisation et de croissance inappropriés.