

COMPAGNIE
NATIONALE DES
COMMISSAIRES AUX
COMPTES

Le DCF peut-il être normé ?

SONIA BONNET-BERNARD / SFEV-APEI
EMMANUEL DAUGERAS / SFAF
JEAN-FRANCOIS PANSARD / CCEF

CNCC
COMPAGNIE
NATIONALE DES
COMMISSAIRES AUX
COMPTES

L'analyse des flux de trésorerie

- La méthode permet de déterminer la valeur d'entreprise et non la valeur des actions
- En utilisant les cash-flows libres pour la firme (FCFF) et non les cash-flows libres pour l'actionnaire
- Ces cash-flows ne tiennent pas compte de l'endettement
 - Approche peu adaptée pour les entreprises nouvelles et en retournement

CNCC
COMPAGNIE
NATIONALE DES
COMMISSAIRES AUX
COMPTES

2

» Analyse des flux

» Les flux futurs de trésorerie comprennent cinq composants :

- Le résultat d'exploitation
- L'impôt normatif sur ce résultat
- Les dotations aux amortissements
- Les investissements
- Les variations de besoin en fonds de roulement

» La période de prévisions explicites

» Le résultat d'exploitation est le principal facteur

» Il ne peut pas être simplement l'extrapolation du passé

» Mais doit correspondre à une analyse stratégique de la firme et de son environnement

» Il faut donc comprendre les fondements de la performance :

- Quel est l'avantage compétitif ?
- Quel est le levier opérationnel ?

» Nature de la firme : marge forte et rotation lente ou l'inverse ?

› L'analyse des flux

› Les autres paramètres principaux :

- Les besoins d'investissement
- La variation du besoin en fonds de roulement

› La cohérence avec le rendement des capitaux investis

› Y a-t-il création de valeur ?

› La valeur terminale (VT)

› Questions principales :

- L'évolution du rendement des capitaux investis et l'éventuel retour progressif vers le coût du capital
- L'avantage compétitif n'est jamais permanent
- Le taux de croissance de longue période
- La cohérence avec les hypothèses macro-économiques : croissance et inflation

Les points clés à retenir

- » Les hypothèses doivent être explicites et cohérentes
 - Ce qui est un avantage par rapport aux méthodes analogiques
- » L'entreprise peut avoir plusieurs modèles économiques dont les performances sont très différentes
- » Le rendement des capitaux investis est un paramètre essentiel, notamment dans les secteurs capitalistiques
- » L'approche par les flux ne convient pas pour les entreprises nouvelles et en retournement

Portée et limites de la méthode DCF

- » La valorisation est très sensible à la variation des paramètres de l'équation :
 - FCF, ROE, taux d'actualisation, valeur terminale (VT)
- » Le taux d'actualisation est traditionnellement déterminé sur la base du MEDAF en utilisant un « Béta » qui n'est qu'une estimation imparfaite du risque lié à l'activité évaluée
- » La SFAF réfléchit à d'autres méthodes d'estimation du taux d'actualisation



Rappel de la méthode DCF

Exemple avec taux de croissance 10% et taux d'actualisation 10%

| | Année 0 | Année 1 | Année 2 | Année 3 | Année 4 | Année 5 |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| FCF par action | 1,00 | 1,10 | 1,21 | 1,33 | 1,46 | 1,61 |
| Taux de Croissance | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% |
| Taux d'actualisation | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% |
| Multiple d'actualisation | 1,00 | 91% | 83% | 75% | 68% | 62% |
| Valeur Actualisée Année 0 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |

Multiple de Valeur Terminale 10,00

Valeur terminale 10,00

Valeur Totale hors valeur terminale 6,00

Valeur Totale 16,00

| | Croissance 5% | Croissance 10% |
|--------------|---------------|----------------|
| Discount 5% | 16 | 19,38 |
| Discount 10% | 13,28 | 16 |



Observation

- La valeur obtenue est très dépendante des paramètres financiers
- Le vrai enjeu est de déterminer des paramètres cohérents et raisonnables
- La précision est impossible : il s'agit plutôt de donner des bornes à la valorisation



La méthode traditionnelle Le MEDAF

- Le taux d'actualisation dépend du Béta, mesure de la corrélation avec les marchés

$$Tr = Ts + \beta * (Tm - Ts)$$

$$\beta = \frac{Cov(Ta, Tm)}{Var(Tm)}$$

- Problème :

- La volatilité n'est qu'une mesure imparfaite du risque



Comment mieux estimer le risque et comment le rémunérer ?

- The riskiness of an investment is not measured by beta (a Wall Street term encompassing volatility and often used in measuring risk) but rather by the probability -- the reasoned probability -- of that investment causing its owner a loss of purchasing power over his contemplated holding period. Assets can fluctuate greatly in price and not be risky as long as they are reasonably certain to deliver increased purchasing power over their holding period. And as we will see, a nonfluctuating asset can be laden with risk.



PHOTO: PETER YANG

La cascade des risques

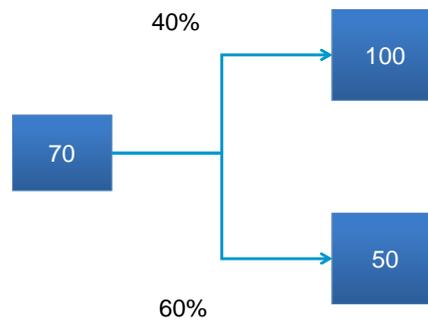
Investment Horizon (Years)

5

Cascade RiskFactor

| Factor Nr | Probability | % Loss | Weighted % Loss | Remaining Value | Factor Description |
|--------------------------------|-------------|--------|-----------------|-----------------|--|
| 1 | 10,00% | 30,00% | 3,00% | 97,00% | Legal risk on Sugar Consum 5% chances. 30% loss in |
| 2 | 10,00% | 5,00% | 0,50% | 96,52% | Sugar pricing risk KO: GM 70%. Sugar rough |
| 3 | 10,00% | 10,00% | 1,00% | 95,55% | Competition 10% Of probability. 10% of |
| 4 | 2,00% | 2,00% | 0,04% | 95,51% | Low Consumption(General Economy) |
| 5 | 5,00% | 10,00% | 0,50% | 95,03% | Consumers dislike sodas |
| 6 | 10,00% | 2,00% | 0,20% | 94,84% | Strikes with Coca Cola |
| 7 | 5,00% | 2,00% | 0,10% | 94,75% | Limited access to water |
| 8 | 10,00% | 20,00% | 2,00% | 92,85% | Market Multiples |
| 9 | 10,00% | 10,00% | 1,00% | 91,93% | Product failure or bad acquisition |
| 10 | 10,00% | 20,00% | 2,00% | 90,09% | Class Actions of diabetic and/or obese people |
| Total Weighted Loss percentage | | 9,91% | | | |
| Fair Annualized Risk Premium | | 2,07% | | | |

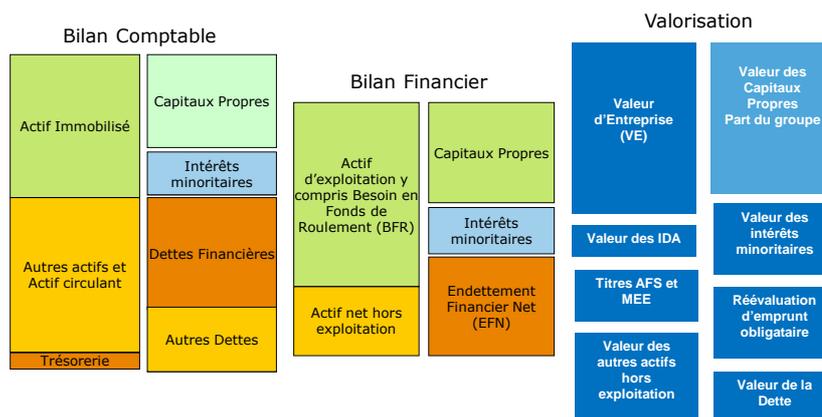
La valorisation par les options réelles



Passage entre valeur d'entreprise (VE) et valeur des capitaux propres (VCP)

VE = valeur de l'actif économique = somme des flux actualisés + VT

La VE n'intègre pas la valeur de tous les éléments d'actif et de passif



VE et VCP

Principaux éléments du passage VE / VCP :

Valeur d'entreprise

- valeur de l'endettement financier net
- + valeur de marché des actifs hors exploitation nette d'IS
- valeur des intérêts minoritaires

Valeur des capitaux propres

Dette financière nette :

- Dette cotée
- Dette bancaire classique portée jusqu'à son échéance
- Dette à renégocier
- Trésorerie
- Valeur des options de couverture et autres instruments financiers

Actifs et passifs hors exploitation :

- Actifs financiers : titres de participation non consolidés, prêts et créances financières
- Titres mis en équivalence (si non inclus dans le résultat d'exploitation du BP)
- Impôts différés (si non valorisés dans la VE)
- Actifs devant être cédés
- Passifs financiers (earn out, put...)
- Certaines provisions à caractère de dette



Analyse des provisions : exploitation ou hors exploitation

» Question fondamentale : le décaissement lié aux provisions est-il pris en compte dans les prévisions ?

- Si oui : ne pas déduire les provisions de la valeur d'entreprise
- Si non : s'interroger sur le risque de sortie de cash

» Cas particulier des provisions pour retraite :

- Les charges de retraite sont généralement intégrées dans les charges de personnel
 - Attention désactualisation parfois prise en compte en résultat financier
- La provision pour retraite constitue un élément du besoin en fonds de roulement (dette sociale) dans la mesure où :
 - La pyramide des âges est équilibrée
 - La charge de retraite est intégrée dans le plan d'affaires



Plan de stock options et intérêts minoritaires

» Plans de stock options :

- Dénouement en cash : il s'agit d'une dette à prendre en compte dans le passage VE / VCP
- Dénouement en titres : impact sur la valeur par action (cash lié au prix d'exercice et nombre de titres)

» Intérêts minoritaires

- Doivent être évalués sur la base de la valeur des filiales concernées



Le passage VE / VCP est-il le même dans toutes les méthodes ?

- › Dans certains cas, la dette doit être corrigée dans la méthode des multiples
 - Restructurations futures, démantèlement, litiges pris en compte dans les flux du plan d'affaires
 - Impôts différés pris en compte dans les flux
 - Investissements futurs contribuant à la génération d'EBITDA
- › Approche simplifiée pour déterminer la VE des comparables permettant de calculer des multiples
 - Minoritaires : souvent en valeur comptable faute d'information suffisante
 - Impôts différés : souvent en valeur comptable faute d'information suffisante