L'évaluation des sociétés fermées : pratiques et théories

Cécile Carpentier et Jean-Marc Suret

L'évaluation des entreprises fermées est devenue un sujet très important dans ce qu'il est convenu d'appeler «la nouvelle économie» ou encore «l'économie de la connaissance». Dans ce contexte, le financement des entreprises se fait en grande partie par les capitaux propres, et l'évaluation des actions devient alors un élément central des opérations de financement. L'évaluation des sociétés fermées¹ est, au départ, un exercice complexe : l'absence de données de marché, des données comptables peu nombreuses, le manque de liquidités et la problématique liée au contrôle de l'entreprise sont autant de facteurs qui se conjuguent pour rendre la tâche de l'évaluateur particulièrement difficile. L'intégration des entreprises à l'économie basée sur la connaissance, qui augmente la part relative des éléments d'actif incorporels, complique encore la mission d'évaluation. Il devient fort malaisé d'utiliser les méthodes classiques basées sur la valeur des éléments d'actif et il est nécessaire de recourir à l'une ou l'autre des approches basées sur un principe fondamental en finance selon lequel la valeur d'une entreprise est égale à la valeur actualisée de ses promesses futures². En pratique, l'estimation de ces promesses et des taux d'actualisation pose d'énormes problèmes.

C'est la raison pour laquelle les praticiens simplifient considérablement le processus et utilisent plutôt des méthodes rapides d'évaluation, dite des multiples ou des comparables, qui sont également connues sous le terme de méthodes relatives. Liu *et al.* (1999) et Barker (1999) mentionnent

que les rapports des analystes et la presse financière utilisent fréquemment la méthode des multiples pour évaluer les entreprises. Kim et Ritter (1999) relèvent le fait que la méthode des comparables est l'une des plus fréquemment citées dans les ouvrages destinés aux praticiens et aux étudiants, mais ne fait l'objet que de quelques études universitaires récentes. Beatty *et al.* (1999) montrent que les valeurs retenues par les juges, dans les litiges concernant l'évaluation des entreprises fermées, sont généralement issues de l'application de la méthode des comparables. En effet, sans doute parce qu'il est difficile de le faire, que ce soit au Canada ou aux États-Unis, le législateur ne définit pas avec précision les méthodes qui doivent être utilisées pour évaluer une entreprise. Revenu Canada énonce certains concepts relatifs à l'évaluation des sociétés fermées dans la circulaire d'information 89-3, intitulée «Policy statement on business equity valuations»³. D'après cette directive, la valeur marchande des actions de sociétés raisonnablement comparables se situant dans le même secteur d'activité, et dont les actions sont activement négociées sur un marché public, est l'un des facteurs fondamentaux qui doit être pris en considération lors de l'évaluation des actions d'une société fermée. Aux États-Unis, l'évaluateur d'entreprise peut se référer à une directive semblable pour déterminer la juste valeur marchande d'un bien, soit l'«IRS revenue ruling 59-60»⁴. Comme au Canada, cette directive ne fournit aucune règle précise d'évaluation et fait appel au jugement et à l'expérience de l'évaluateur. Elle énu-

mère huit facteurs à considérer lors d'une évaluation. Ces facteurs, qui sont remarquablement semblables à ceux qui sont énumérés au Canada, mettent l'accent sur l'utilisation de données d'entreprises comparables.

Comme dans d'autres domaines de la finance d'entreprise, la pratique de l'évaluation des entreprises semble donc diverger largement des principes théoriques. Ce fait, joint à l'utilisation très répandue des méthodes d'évaluation relatives, est peut-être à la source de l'intérêt que semblent leur porter, depuis quelque temps, les chercheurs du domaine. Le présent article tente de clarifier les divers aspects de ces méthodes. Nous traiterons successivement de la méthode des comparables, de celle des multiples (issus de sociétés ouvertes) et de l'application dans l'avenir de la méthode des multiples. L'utilisation des méthodes est illustrée à l'aide d'un exemple. Une analyse des multiples pour les principaux secteurs canadiens est présentée. Nous établissons également les liens avec les concepts sous-jacents afin de mettre en évidence les limites de ces méthodes.

LA MÉTHODE D'ÉVALUATION BASÉE SUR LES COMPARABLES

L'idée de départ de cette méthode est que la valeur d'une entreprise peut être établie sur la base de transactions récentes portant sur des entreprises similaires (Pratt *et al.*, 1998, chap. 18). Comme le notent Baker et Ruback (1999), cette méthode est théoriquement défendable puisqu'elle est une application de la notion de substitut : le prix payé pour un titre ou une

entreprise est le même que celui qui a été payé pour un titre ou une entreprise dont la rentabilité et le risque sont similaires. La base de comparaison entre les entreprises est l'une ou l'autre des mesures de performance opérationnelle ou financière et le multiple est le prix, attribué par le marché, à une unité de cette mesure de performance. Si la base de comparaison est le bénéfice, le multiplicateur du bénéfice de l'entreprise évaluée sera celui qu'attribue le marché lors de transactions similaires. Cette méthode peut servir à évaluer des entreprises ouvertes. Liu *et al.* (1999) de même que Baker et Ruback (1999) analysent l'utilisation de la méthode des comparables dans ce contexte, tandis que Kim et Ritter (1999) s'intéressent à l'évaluation des émissions initiales.

Dans le cas des sociétés fermées, la méthode des comparables est en fait surtout applicable aux États-Unis, où des bases de transactions privées ont été développées⁵. Il est donc possible aux évaluateurs et aux entreprises spécialisées, telle Houlihan⁶, de baser leurs évaluations sur des transactions, effectivement semblables, de sociétés fermées. L'application de la méthode est fort simple, lorsque les données requises sont accessibles. Il faut, dans un premier temps, sélectionner les transactions les plus semblables à celles qui concernent l'entreprise à évaluer en utilisant les critères suivants :

- Les produits fabriqués ou les services offerts : ce critère est d'importance capitale lors de l'évaluation des entreprises technologiques.
- Le stade de développement de l'entreprise (ou la ronde de financement), qui est également un facteur très important dans l'évaluation des entreprises technologiques. Ce facteur sera directement lié au stade de développement du projet et à l'horizon de perception des flux monétaires positifs, qui conditionnent le risque du projet.

Les données doivent permettre de lier la valeur accordée par les actionnaires lors des transactions antérieures à l'une ou l'autre des valeurs caractéristiques : bénéfice, chiffre d'affaires, *cash flow*, valeur comptable. Certaines entreprises spécialisées dans l'évaluation des entreprises de haute technologie, comme Houlihan, de même que les investisseurs en capital de risque

(Plummer, 1987), semblent recourir fréquemment au chiffre d'affaires comme élément clé de l'évaluation. Les bénéfices ne sont pas considérés comme pertinents pour les raisons suivantes : l'importance des dépenses de recherche et développement, l'absence de données historiques sur les bénéfices qui permettraient de valider les prévisions, la fréquence relativement élevée des pertes pour les entreprises en développement ou en démarrage et, enfin, la valeur accordée aux technologies et aux brevets développés.

Il semble difficile d'étendre les conditions des transactions américaines aux autres marchés et d'appliquer aux transactions canadiennes les valeurs à partir de comparables américains. Par ailleurs, il ne semble pas exister, notamment au Canada, de système centralisant les transactions privées et les modalités d'intervention des investisseurs en capital de risque. Des institutions canadiennes ont mis au point leur propre base de données de transactions⁷, mais ces bases ne peuvent avoir la dimension de celles qui ont été établies depuis une dizaine d'années aux États-Unis par le regroupement de milliers de transactions. De telles bases permettent une segmentation par taille, par secteur, par stade de développement et par type de transaction, dont les Comparable Valuation Report de VentureOne sont un exemple. Faute de disposer de telles données, les évaluateurs des autres pays doivent utiliser des multiples calculés à partir d'entreprises cotées en bourse ou d'entreprises ayant émis des actions pour la première fois (IPO) afin d'évaluer les sociétés fermées. Toutefois, les entreprises qui servent de point de référence ne peuvent plus être considérées comme parfaitement comparables : les actions sont librement échangées, le risque est généralement moindre et les perspectives de croissance sont également différentes de celles d'entreprises qui n'ont pas encore accédé au marché boursier. La méthode qui consiste à employer des données d'entreprises inscrites en bourse pour évaluer des sociétés fermées est nommée *guideline publicly traded company method* par les spécialistes américains du domaine (Pratt *et al.*, 1998) ; nous traduirons cette

expression par «méthode des multiples issus de sociétés ouvertes».

LA MÉTHODE DES MULTIPLES ISSUS DE SOCIÉTÉS OUVERTES

Vue d'ensemble

Cette méthode repose également sur l'idée que la valeur de l'entreprise est proportionnelle à l'un ou l'autre des éléments comptables fondamentaux caractéristiques (valeurs caractéristiques ou *value drivers*) : bénéfices, ventes ou valeur comptable des fonds propres. Le coefficient par lequel on multiplie l'élément fondamental provient de données sectorielles ou d'entreprises ouvertes appartenant au même secteur d'activité. On l'appelle «multiple» ou «taux de capitalisation» lorsque l'élément fondamental est le bénéfice. Cette procédure implique que les caractéristiques des firmes dont on utilise les prix comme référence sont relativement semblables à celles de l'entreprise à évaluer. Elle suppose également que la valeur caractéristique reflète les performances futures de la firme évaluée, et que le groupe des entreprises comparables lui est analogue, notamment sur les plans de la croissance et du risque (Liu *et al.*, 1999). En effet, l'utilisateur de cette méthode pose implicitement plusieurs hypothèses peu réalistes dans le cas de sociétés fermées. Premièrement, la croissance de l'entreprise évaluée est du même ordre que celle des entreprises de référence, et il en est de même pour le coût du capital. Plus précisément, la méthode des multiples issus de sociétés ouvertes demande que les entreprises de référence aient une combinaison de coût du capital et de taux de croissance semblable à celle de l'entreprise évaluée. Deuxièmement, le coût du capital et le taux de croissance sont constants. Troisièmement, on suppose que la valeur caractéristique est

Cécile Carpentier et Jean-Marc Suret
sont professeurs à l'École de comptabilité,
Faculté des sciences de l'administration
de l'Université Laval.

mesurée sans erreur importante. Finalement, dans le cas des sociétés fermées, on présume que la relation entre la valeur caractéristique et le prix (le ratio cours/bénéfice, par exemple) est la même que dans le cas des sociétés ouvertes, ce que contredisent les travaux portant sur les escomptes de liquidité⁸. Les étapes de l'application de la méthode sont les suivantes :

- la décision relative au traitement des actifs excédentaires, qui ne sont pas spécifiquement requis par l'exploitation de l'entreprise⁹;
- le choix et la correction éventuelle de la valeur caractéristique;
- le repérage des entreprises de référence ou l'obtention de données sectorielles;
- le calcul de la valeur;
- les ajustements éventuels pour escompte de liquidité.

La valeur se calcule de la façon suivante lorsqu'on utilise les bénéfices comme élément caractéristique :

Valeur de l'entreprise = (bénéfice net caractéristique × multiple) + actifs excédentaires

ou encore :

Valeur de l'entreprise = (bénéfice net caractéristique / taux de capitalisation) + actifs excédentaires

Lorsque la valeur de référence est le bénéfice, l'estimation de la valeur par cette méthode nécessite le repérage et la neutralisation des éléments d'actif excédentaires ou hors exploitation, la détermination du bénéfice net caractéristique ou représentatif, c'est-à-dire susceptible d'être maintenu dans un avenir prévisible (et en dehors des revenus ou des dépenses liés aux actifs excédentaires), et le multiple ou ratio cours/bénéfice ou sa réciproque, le taux de capitalisation.

Les bases conceptuelles

La notion de taux de capitalisation tient compte simultanément du coût du capital et du taux de croissance du bénéfice ou autre valeur caractéristique. Lorsque le bénéfice est employé, la réciproque du taux de capitalisation constitue le multiplicateur du bénéfice, c'est-à-dire le rapport qui existe entre la valeur d'une entreprise et son bénéfice net caractéristique. Il est généralement estimé à l'aide du ratio cours/bénéfice d'entre-

prises comparables. Cette méthode peut être liée à la théorie financière à l'aide du modèle d'évaluation par les dividendes de Gordon (1962), qui pose que la valeur d'un titre (P_0) est égale à la valeur actualisée des dividendes futurs et se ramène à l'expression suivante si le dividende prévu pour la prochaine période (D_1) augmente indéfiniment au taux de croissance g , lorsque le coût du capital est k :

$$P_0 = D_1 / (k - g)$$

Le modèle de la capitalisation des bénéfices s'écrit :

$$P_0 = B_1 / \text{taux de capitalisation}$$

La comparaison des deux modèles fait apparaître que l'élément de base de l'évaluation est le bénéfice et non le dividende. Toutefois, les deux quantités peuvent être liées par un coefficient de proportionnalité : le ratio de distribution de dividendes. Le taux de capitalisation serait l'équivalent de la différence entre le coût du capital et le taux de croissance du bénéfice. Sur cette base, et à condition d'accepter que le dividende soit un élément d'évaluation pertinent, le modèle de capitalisation des bénéfices aurait un fondement théorique semblable à celui du modèle de Gordon. Toutefois, au lieu d'estimer le coût du capital et le taux de croissance, l'utilisateur s'appuie sur les estimations que font les investisseurs de ces deux paramètres, dans un secteur d'activité donné.

Il est évidemment plus difficile de défendre sur le plan conceptuel la méthode des multiples lorsqu'elle repose sur le chiffre d'affaires ; toutefois, lorsque la valeur caractéristique est un *cash flow*, la méthode des multiples revient à calculer la valeur actuelle des *cash flows*, en utilisant l'estimation du taux de croissance et du coût du capital qui est établie par le marché. Le modèle est donc défendable sur le plan conceptuel. Le choix des valeurs caractéristiques les plus pertinentes a fait l'objet de quelques études. Les bénéfices sont les plus couramment utilisés¹⁰. Liu *et al.* (1999) montrent que l'emploi du bénéfice prévu plutôt que du bénéfice historique permet des évaluations plus fiables.

D'autres mesures sont également employées, tels le bénéfice d'exploitation, avant ou après amortissement, ou, dans certains secteurs, l'actif

immobilisé, ajusté ou non à son taux d'utilisation (Benninga et Sarig, 1997) et même le nombre de visites pour les entreprises de commerce électronique. Liu *et al.* (1999) indiquent, au moyen d'un échantillon de grandes entreprises, que le multiple des bénéfices est une meilleure valeur caractéristique que le multiple des *cash flows* ou la valeur comptable, et que le multiple le moins performant est celui des ventes. Il semble, par contre, difficile de défendre l'idée répandue que certains multiples sont plus performants que d'autres dans certaines industries. Ces travaux ont cependant porté sur des entreprises ouvertes. Dans le cas des sociétés fermées et en démarrage, le multiple des ventes reste souvent employé. Toutefois, l'élément le plus important lors de l'application de ces méthodes est l'estimation des taux de capitalisation, qui se ramène en fait au choix des entreprises de référence.

Le choix et le calcul des multiples

En pratique, on utilise des entreprises cotées en bourse du même secteur d'activité comme critère de comparaison ; on évalue une papetière à l'aide d'entreprises du secteur des pâtes et papiers. Alford (1992) a en effet montré empiriquement que l'évaluation par les multiples est plus fiable lorsqu'on utilise une classification sectorielle basée sur des codes SIC à deux ou trois positions, plutôt que des codes plus généraux à une seule position. Liu *et al.* (1999) ont également obtenu des erreurs d'évaluation moindres lorsque des multiples sectoriels sont retenus plutôt que des multiples basés sur l'ensemble de l'échantillon.

Afin d'estimer dans quelle mesure les données sectorielles peuvent être utilisées au Canada, nous avons calculé les paramètres des distributions des principaux multiples, par secteur. Le tableau 1 présente les multiples des bénéfices pour les entreprises ouvertes canadiennes répertoriées dans la base de données Stock Guide, pour les secteurs où on trouvait plus de 10 entreprises. Pour chacun des secteurs, la volatilité de ces mesures est forte : la moyenne est sensiblement différente de la médiane, l'écart entre le minimum et le maximum est important et

l'écart type est élevé. Le secteur «Services d'affaires», par exemple, regroupe 22 entreprises. La moyenne cours/bénéfice par action dans ce secteur est de 37,59, mais la médiane est de 18,35 et l'écart type, de 77,94. Évaluer une entreprise sur cette base risque de s'avérer ardu : faut-il retenir la moyenne ou la médiane, et la mesure finalement choisie sera-t-elle pertinente étant donné la dispersion importante des ratios cours/bénéfices? Baker et Ruback (1999) ont examiné la performance comparée de quatre types de multiples fréquemment employés – la moyenne simple, la moyenne harmonique, la moyenne pondérée et la médiane – avec un échantillon composé des entreprises du Standard & Poor's 500 en 1995. Il apparaît qu'il vaut mieux employer la moyenne harmonique pour calculer le multiple. Mais les multiples des bénéfices sont particulièrement problématiques : en effet, comment traiter le cas des entreprises du secteur qui présentent des bénéfices négatifs? Selon Collins *et al.* (1999), l'hypothèse sous-jacente à l'emploi du multiple des bénéfices est que la relation prix/bénéfice est positive et homogène. Or certains travaux montrent qu'il n'en est rien, et que la relation serait négative entre les prix et les bénéfices dans le cas des entreprises enregistrant des pertes (Hayn, 1995). Collins *et al.* indiquent que le fait d'inclure l'avoir des actionnaires dans la relation élimine cette anomalie. La relation prix/bénéfice serait donc mal spécifiée dans le cas des entreprises dont les bénéfices sont négatifs. De façon générale, en pratique, on élimine lors du calcul du multiple les entreprises ayant subi des pertes. Il est peut-être possible de contourner le problème inhérent au multiple des bénéfices en utilisant un multiple des ventes. Le tableau 2 présente les statistiques relatives aux ratios de cours/ventes par actions. Les valeurs moyennes et médianes sont également fort différentes, et l'étendue et l'écart type présentent ici également des valeurs élevées. Pour le secteur «Pièces d'ordinateur», par exemple, il apparaît une moyenne de cours/ventes par action de 2,03, mais une médiane de 0,98, ce qui révèle l'existence de données extrêmes. L'écart type est de 3,46 ; la dispersion des données autour

de la moyenne est donc très importante.

L'emploi de multiples des ventes ou des bénéfices s'avère donc très problématique dans le contexte canadien, en raison des tailles relativement faibles des échantillons dont on dispose et de la dispersion élevée des mesures. La situation fort variable des entreprises à l'intérieur d'un même secteur peut conduire à retenir uniquement les quelques entreprises qui ressemblent le plus à celle qu'il faut évaluer. Kim et Ritter (1999) montrent que le choix des concurrents directs, tels que mentionnés dans les prospectus d'émission, pour calculer les multiples permet une meilleure évaluation des entreprises émettant pour la première fois des actions¹¹ que le choix «mécanique», au moyen d'un algorithme, des entreprises du même secteur ayant émis récemment des actions.

Exemple

Nous évaluons Micro inc., une PME en démarrage, spécialisée dans la fabrication de pièces d'ordinateur, qui enregistre actuellement des ventes de 500 millions de dollars. Des entreprises similaires cotées en bourse présentent actuellement les caractéristiques suivantes :

Comparable	Ventes par action (millions de dollars)	Prix de l'action (millions de dollars)	Prix/ventes
Concept inc.	30	40	1,33
Visitim inc.	50	52	1,04
Decado inc.	25	17,50	0,70

Pour déterminer le multiple, il faut calculer pour chaque entreprise le ratio du prix sur les ventes par action, puis dégager une valeur moyenne. Les données accessibles d'entreprises cotées en bourse indiquent que les actions des entreprises du secteur se transigent à un prix égal, en moyenne, à 1,02 fois les ventes. L'application de ce multiple donne la valeur suivante : 500 millions de dollars $\times$ 1,02 = 512 millions.

En évaluant Micro inc. sur cette base, on ne tient pas compte du potentiel de croissance de l'entreprise, qui est nettement plus élevé que celui des entreprises cotées en bourse. En effet, en appliquant ce multiplicateur, on suppose que le risque et la croissance de Micro inc. sont les mêmes que ceux des grandes entreprises du secteur. On ne tient pas compte non plus du risque supplémentaire que représente la détention d'actions non inscrites en bourse. Diverses études ont montré que l'escompte appliqué à ces titres pouvait atteindre 40 % : une société fermée vaudrait 40 % de moins qu'une société comparable dont les titres seraient échangés. La valeur de Micro inc. s'établirait alors, sous cette hypothèse, à $512 \times (1 - 40\%) = 307$ millions de dollars.

Pour contourner les problèmes inhérents à la méthode des multiples actuels, il est possible d'appliquer cette méthode dans l'avenir. Ce mode d'évaluation est présenté dans la partie suivante.

LA MÉTHODE DES MULTIPLES APPLIQUÉE DANS L'AVENIR

L'application de la méthode des multiples issus d'entreprises ouvertes est problématique lorsqu'il s'agit d'estimer la valeur d'une société fermée. On

peut appliquer dans l'avenir la méthode des multiples afin d'éliminer en partie les incohérences qu'entraîne l'application de multiples issus de sociétés ouvertes à l'évaluation des sociétés fermées. L'idée de cette méthode est la suivante : on cherche à évaluer le prix auquel les actions pourraient être cédées, à l'issue d'un horizon de cinq à sept ans, qui représente l'horizon habituel d'un placement en capital de risque. Cette valeur de sortie est ensuite

TABLEAU 1 — Principales caractéristiques des multiples des bénéfices des entreprises canadiennes

Secteur	Moyenne	Médiane	Minimum	Maximum	Écart type	Nombre d'entreprises
Producteurs de pétrole et de gaz	60,24	34,25	2,86	525,00	79,75	68
Immobilier et construction	20,95	12,13	0,40	110,00	22,27	45
Pièces d'ordinateur	27,43	19,46	2,14	150,00	28,83	36
Services reliés au pétrole et au gaz, aux mines et aux forêts	15,55	12,12	3,57	57,69	11,00	34
Logiciels	34,70	25,00	2,17	137,50	31,79	31
Appareils ménagers	16,88	13,25	6,55	61,11	12,44	27
Magasins spécialisés	12,63	11,37	3,57	29,03	6,47	26
Industries spécialisées	13,39	11,90	2,27	48,75	9,52	25
Sociétés de portefeuille et fonds	43,10	20,53	4,31	433,33	85,53	24
Services d'affaires	37,59	18,35	1,55	380,00	77,94	22
Transport et environnement	27,30	16,57	0,83	137,50	30,23	22
Automobiles et pièces	18,83	16,61	3,72	43,23	10,45	18
Biotechnologie/ produits pharmaceutiques	62,05	26,49	5,00	362,50	98,01	18
Fabrication et ingénierie	14,75	12,72	6,73	29,40	6,17	18
Or et métaux précieux	58,12	17,84	5,00	333,33	99,82	18
Matériaux de construction	13,43	11,22	4,29	68,00	14,77	17
Préparation des aliments	33,10	17,73	8,18	150,00	38,31	16
Papier et produits forestiers	57,14	11,54	4,12	595,00	155,31	14
Câble et divertissement	46,41	21,18	6,48	355,07	93,62	13
Produits chimiques et engrais	20,31	13,35	2,07	76,92	21,65	11
Assurances	22,69	16,55	0,15	50,00	17,64	11
Équipement de téléphonie	19,33	16,36	8,18	44,72	10,08	11
Banques et trusts	12,94	13,05	8,19	22,76	4,00	10
Services de gaz et d'électricité	25,62	17,01	13,18	105,00	28,01	10
Importateurs et distributeurs en gros	39,56	12,54	4,95	273,75	82,46	10

Ces statistiques sont calculées à partir des derniers états financiers clos qu'on trouvait dans la base de données Stock Guide au 30 septembre 1999. Les entreprises présentant un bénéfice négatif ont été éliminées. Les secteurs sont prédéfinis dans la base de données et ceux qui comportent moins de 10 entreprises ne sont pas présentés.

actualisée au coût du capital pertinent, ce qui nous donne la valeur actuelle des actions de l'entreprise. Les étapes de l'analyse sont alors les suivantes :

- Le choix d'une ou de plusieurs valeurs caractéristiques. Lorsqu'il s'agit des ventes, il suffira de préparer soigneusement les stratégies de mise sur le marché, les études de la demande et de la concurrence. Le marketing constitue un élément clé de l'évaluation des jeunes entreprises, surtout lorsqu'elles prétendent mettre sur le

marché des produits nouveaux pour lesquels les fenêtres d'opportunité sont courtes. Lorsque les valeurs caractéristiques sont des bénéfices ou des *cash flows*, il est nécessaire de générer des états financiers prévisionnels.

- Le choix des entreprises de référence et l'obtention des données. Compte tenu du schéma d'évaluation sous-jacent et des problèmes relevés lors de l'étude des ratios sectoriels, les émissions initiales récentes sont des candidates de choix dans la recherche

des entreprises de référence. Il s'agit d'entreprises généralement jeunes, de petite taille et pour lesquelles on dispose d'informations importantes. L'avènement des bases de données SEDAR au Canada et EDGAR aux États-Unis permet d'accéder rapidement et gratuitement aux prospectus détaillés de toutes les émissions réalisées depuis 1997. Ces prospectus fournissent les données antérieures à l'émission, ce qui permet de comparer l'entreprise qu'il faut évaluer à celle qui

TABEAU 2 – Principales caractéristiques des multiples des ventes des entreprises canadiennes

Secteur	Moyenne	Médiane	Minimum	Maximum	Écart type	Nombre d'entreprises
Producteurs de pétrole et de gaz	7,25	2,56	0,02	293,75	26,19	177
Or et métaux précieux	15,55	4,09	0,10	148,33	25,54	74
Pièces d'ordinateur	2,03	0,98	0,14	23,74	3,46	64
Logiciels	3,66	2,04	0,11	44,32	6,89	59
Immobilier et construction	1,47	1,23	0,06	8,01	1,32	56
Biotechnologie/ produits pharmaceutiques	41,41	8,38	0,27	390,97	71,73	55
Services reliés au pétrole et au gaz, aux mines et aux forêts	0,91	0,86	0,05	2,09	0,58	45
Industries spécialisées	3,26	0,69	0,03	83,09	13,21	39
Appareils ménagers	0,69	0,51	0,04	2,78	0,67	35
Magasins spécialisés	0,57	0,34	0,02	4,09	0,90	34
Sociétés de portefeuille et fonds	15,05	5,79	0,04	102,33	22,32	31
Transport et environnement	1,12	0,48	0,12	7,47	1,63	30
Services d'affaires	1,48	0,69	0,11	5,98	1,67	28
Câble et divertissement	1,51	1,04	0,15	7,39	1,53	28
Papier et produits forestiers	0,90	0,38	0,10	8,94	1,82	26
Préparation des aliments	0,88	0,42	0,01	5,32	1,27	25
Fabrication et ingénierie	0,99	0,51	0,10	6,54	1,33	24
Mines	2,40	1,47	0,07	11,58	2,84	23
Automobiles et pièces	2,35	0,72	0,06	28,29	6,07	21
Produits chimiques et engrais	18,96	0,59	0,10	269,70	63,25	19
Équipement de téléphonie	2,93	1,77	0,20	23,61	5,21	18
Matériaux de construction	0,67	0,48	0,05	2,07	0,55	17
Exploration minière (production exclue)	42,37	19,54	0,26	271,30	68,46	16
Importateurs et distributeurs en gros	0,42	0,14	0,04	3,05	0,78	14
Services de gaz et d'électricité	2,34	1,82	0,57	6,86	1,66	13
Industrie hôtelière	1,94	1,11	0,31	6,11	1,83	12
Assurances	1,05	0,98	0,16	1,80	0,58	12
Banques et trusts	1,46	0,96	0,52	6,65	1,75	11
Produits électriques et électroniques	1,02	0,40	0,09	7,44	2,15	11
Édition et impression	0,72	0,51	0,25	2,29	0,58	11
Conglomérats	1,03	0,58	0,18	2,85	1,02	10

Ces statistiques sont calculées à partir des derniers états financiers dont on trouvait dans la base de données Stock Guide au 30 septembre 1999. Les secteurs sont prédéfinis dans la base de données, et ceux qui comportent moins de 10 entreprises ne sont pas présentés.

est parvenue à émettre des actions dans le public et à raffiner l'horizon au bout duquel une émission sera effectivement plausible. Le prospectus permet surtout le calcul des divers multiples, en rapportant le prix d'émission aux diverses valeurs caractéristiques.

Ce relevé doit être fait pour les entreprises qui offrent des produits ou services semblables à ceux de l'entreprise à évaluer. Il arrive fréquemment que l'entrepreneur connaisse fort bien ces entreprises dont le repérage peut être facilité par les outils de recherche

d'Internet. Il est courant de sélectionner ainsi les trois ou quatre entreprises les plus semblables quant à l'activité.

– Le calcul de la valeur de sortie. Compte tenu des multiples qui prévalent lors des émissions initiales de ce secteur et des prévisions des valeurs

caractéristiques, il devient facile de calculer la valeur de sortie probable de l'investisseur, c'est-à-dire le prix auquel il pourrait disposer de ses actions. Les différences peuvent apparaître entre les valeurs calculées à partir de différentes valeurs caractéristiques : ce sera le cas si les principaux ratios (rotations et marges) de l'entreprise à évaluer diffèrent fortement de ceux des entreprises de référence. Il est à noter que le calcul de la valeur de sortie effectué de cette façon peut être fort commode pour valider les valeurs finales qui jouent un rôle important dans les estimations de la valeur par les méthodes conventionnelles d'actualisation des flux monétaires.

- L'actualisation. On doit ramener la valeur de sortie au temps présent en utilisant les taux de rendement requis par les investisseurs compte tenu des divers stades de développement des entreprises. Le modèle d'évaluation des actifs financiers peut servir à calculer ce taux, mais il offre généralement des valeurs nettement inférieures à celles qui sont utilisées lors des premières rondes de financement des sociétés fermées, notamment par le capital de risque, même si on ajoute les primes de taille dont l'existence même semble remise en cause. Les valeurs suivantes sont mentionnées dans divers travaux professionnels, mais il ne semble pas exister de relevé systématique et scientifique des taux de rendement requis par les investisseurs lors des phases successives de financement : démarrage : 70 %; deuxième phase de financement, lorsque la commercialisation est imminente : 50 %; troisième phase, lorsque l'entreprise est en activité : 30 %-35 %; mezzanine (financement préalable à l'émission) : 20 %.

Ce cheminement peut être illustré de la façon suivante. Micro inc. aura, dans 5 ans, des ventes de l'ordre de 26 millions de dollars. Elle pourrait envisager alors une émission initiale et, **à ce moment**, il devient plus défendable d'appliquer le multiple. Les émissions récentes des entreprises fournissant des produits similaires permettent d'extraire les données du tableau 4.

Si on retient un multiple des ventes de 1, les actions pourraient valoir $26 \times 1 = 26$ millions de dollars dans 5 ans. Il s'agit maintenant de

TABLEAU 4 – Multiples des ventes

Émission	Ventes par action (millions de dollars)	Prix d'émission ¹²	Multiple
APX	20	20	1
GRT	13	11	0,845
XRT	8	10	1,25
Moyenne			1,03

ramener cette valeur au temps présent en faisant l'actualisation. Si le coût du capital pertinent est fixé à 50 %, la valeur de l'entreprise s'établirait à $26 / (1,5)^5 = 3,4$ millions de dollars. Cette méthode présente plusieurs avantages et limites.

En ce qui concerne les avantages de cette méthode, elle est plus réaliste que celle qui repose sur l'application des multiples issus de sociétés ouvertes au temps de l'évaluation. Elle permet le calcul d'une valeur potentielle de sortie de l'investisseur, ce qui est important lorsque l'évaluation se situe dans le cadre d'une opération de financement. Elle permet de décomposer le processus de négociation, qui est inévitable dans un tel cas. Les négociateurs doivent s'entendre sur la prévision de la valeur caractéristique, sur les entreprises de référence et sur le taux d'actualisation. Le deuxième élément soulève peu la controverse et le troisième est encadré par les politiques des sociétés de capital de risque. L'essentiel de la négociation porte donc sur la prévision de l'évolution de l'entreprise. Cette méthode présente cependant des limites importantes.

Pour ce qui est des limites, la méthode des multiples appliquée dans l'avenir ne permet pas de tenir compte des flux intermédiaires, qui peuvent être fort importants si, pour obtenir le montant visé du chiffre d'affaires par exemple, l'investisseur doit procéder à une ou plusieurs mises de fonds. Dans de telles circonstances, il faudra utiliser un modèle d'actualisation des flux. Par ailleurs, cette méthode est difficilement applicable au cas des entreprises traditionnelles, qui n'ont pas l'ambition ni la possibilité d'atteindre à moyen terme la dimension requise pour qu'une émission publique soit

vraisemblable. Enfin, l'évaluation repose largement sur le taux d'actualisation qui, dans le cas des sociétés fermées, ne semble répondre que très difficilement aux modèles théoriques proposés.

CONCLUSION

Les méthodes d'évaluation présentées dans cet article permettent, dans une certaine mesure, de répondre à une question fréquemment posée aux praticiens de la finance et de la comptabilité : combien vaut une société fermée? Les modèles théoriques renvoient à des méthodes d'actualisation de flux monétaires, ce qui pose en pratique un double problème : la prévision des flux est très difficile dans le cas d'entreprises en croissance, entre autres dans les domaines technologiques, et le coût du capital donné par les modèles conventionnels est sans rapport aucun avec les taux effectivement utilisés sur le marché du financement de la petite entreprise. Il convient toutefois de souligner les limites de ces modèles, notamment en raison de la rareté des données nécessaires à leur application au Canada. L'évaluation de sociétés fermées au moyen de comparables issus de sociétés ouvertes est difficile à justifier et demande qu'on procède à divers ajustements pour prendre en considération le manque de liquidités du placement, le risque supplémentaire et la croissance. L'application de la méthode des multiples dans l'avenir, jointe à l'emploi des bases de données de prospectus, semble être une avenue intéressante. Les méthodes de capitalisation des bénéfices anormaux, qui procurent une valeur d'achalandage, n'ont pas été évoquées ici. Elles

commencent toutefois à se répandre (Pratt *et al.*, 1998, chap. 23). Il est intéressant de voir plusieurs auteurs de renom analyser en profondeur les conditions d'application de ces méthodes. Toutefois, la problématique du coût du capital des entreprises de petite taille reste, pour le moment, entier.

Notes

1. Dans ce texte, il sera essentiellement question de l'évaluation des actions, et non de l'évaluation de l'ensemble de l'entreprise. La différence se trouve dans la valeur marchande des dettes qui, dans le cas des sociétés fermées, diverge rarement de leur valeur comptable.
2. Nous évitons sciemment de faire appel au terme consacré de «valeur actualisée des *cash flows* futurs», pour éviter la confusion qui découle du fait qu'en pratique ces *cash flows* peuvent être des bénéfices, des dividendes, des bénéfices anormaux ou des *cash flows*! Le calcul de la valeur d'une entreprise par actualisation des *cash flows* est donc, ici, l'une des applications du principe qui lie la valeur aux promesses futures.
3. On trouve ce document à l'adresse <http://www.drta.ca/kbase/e/revcan/c89-3.htm>.
4. Une analyse en est présentée au site <http://www.cba.bgsu.edu/amis/facstaff/dalbrec/wwwval/wwwvalhm.html>.
5. Voir, par exemple, VentureOne, qui revendique le fait d'avoir répertorié 23 000 transactions relatives à des sociétés fermées : <http://www.ventureone.com/>.
6. <http://houlihan.com/>.
7. Voir, par exemple, Brownlow (1995).
8. Ces travaux indiquent que les titres d'une société fermée, dont les actions ne peuvent être librement échangées, se transigent à un prix escompté. Pratt *et al.* (1998, chap. 25) présentent une récapitulation des divers travaux menés pour estimer cet escompte.
9. Les circonstances de la transaction dicteront la façon de traiter les éléments d'actif excédentaires. Lorsqu'ils sont exclus de l'exercice de capitalisation et une fois la valeur d'exploitation établie, il faut l'augmenter de la valeur de réalisation nette (après frais de liquidation et impôt) de ces éléments d'actif excédentaires pour déterminer sa juste valeur marchande totale, à moins que ces éléments ne soient explicitement exclus de la transaction. Pour cela, il faut analyser l'entreprise, établir la distinction entre les éléments d'actif qui sont mis directement à contribution dans l'exploitation de l'entreprise et ceux qui ne le sont pas. Par exemple, un élément d'actif désuet ou abandonné ou un terrain vacant acheté pour une expansion éventuelle, même s'ils peuvent avoir une grande valeur marchande, font partie des éléments excédentaires. Un portefeuille de placements en valeurs mobilières (actions, obligations, etc.) ou un portefeuille de placements en valeurs immobilières (immeuble à revenus) constituant d'autres exemples d'éléments d'actif hors exploitation.
10. Voir Damodaran (1997), Benninga et Sarig (1997), White *et al.* (1997), Kim et Ritter (1999).
11. Au moyen des principaux concurrents cités dans les prospectus, ces concurrents ne faisant pas forcément

partie du même secteur que celui de l'entreprise qu'il faut évaluer.

12. Kim et Ritter (1999) utilisent le prix du marché au moment de l'évaluation, ce qui permet de tenir compte des fluctuations du marché entre la date de l'émission et le moment de l'évaluation.

Références

- Alford, A., «The effect of the set of comparable firms on the accuracy of the price earnings valuation methods», *Journal of Accounting Research*, vol. 30, 1992, p. 94-108.
- Barker, R.G., «Survey and market-based evidence on industry-dependence in analysts' preferences between the dividend yield and price-earning ratio valuation models», *Journal of Business Finance and Accounting*, avril-mai 1999, p. 393-418.
- Baker, M., Ruback, R.S., *Estimating Industry Multiples*, document de travail, Harvard University, <http://www.people.hbs.edu/mbaker/papers.html>, 1999.
- Beatty, R.P., Riffe, S.M., Thompson, R., «The method of comparables and tax court valuations of private firms: An empirical investigation», *Accounting Horizons*, vol. 13, n° 3, septembre 1999.
- Benninga, S.Z., Sarig, O.H., *Corporate Finance: A Valuation Approach*, McGraw-Hill, 1997.
- Brownlow, B., «Reality check», *CA Magazine*, août 1995, p. 54-55.
- Collins, D.W., Pincus, M., Xie, H., «Equity valuation and negative earnings: The role of book value of equity», *The Accounting Review*, vol. 74, n° 1, janvier 1999.
- Damodaran, A., *Corporate Finance, Theory and Practice*, Wiley, 1997.
- Gordon, M., *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*, Irwin, 1962.
- Hayn, C., «The information content of losses», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, 1995, p. 125-153.
- Kim, M., Ritter, J.R., «Valuing IPOs», *Journal of Financial Economics*, 1999.
- Lee, M.C., «Accounting-based valuation: Impact on business practices and research», *Accounting Horizons*, décembre 1999.
- Liu, J., Nissim, D., Thomas, J., *Equity Valuation Using Multiples*, The Parker Center for Investment Research Center, http://parkercenter.johnson.cornell.edu/pdf_files/Papers/multiples.pdf, décembre 1999.
- Nissim, D., Penman, S.H., *Ratio Analysis and Equity Valuation*, document de travail, Social Science Research Network, <http://www.ssrn.com/>, mai 1999.
- Ohlson, J., *Residual Income Valuation: The Problems*, document de travail, SSRN, <http://www.ssrn.com/>, mai 2000.
- Plummer, J.L., *Qed Report on Venture Capital Financial Analysis*, Qed Research, 1987.
- Pratt, S.P., Reilly, E.F., Schweiths, R.P., *Valuing Small Business & Professional Practices*, 3^e éd., Irwin Library of Investment & Finance, McGraw-Hill, 1998.
- White, G.I., Sondhi, A., Fried, D., *The Analysis and Use of Financial Statements*, 2^e éd., Wiley, 1997.