

MAI 2020

LA VALEUR DE LA CROISSANCE

PRÉPARÉ PAR :

Aziz Ghiyati

Expert-comptable, Commissaire aux comptes

Diplômé d'expertise comptable de justice

Évaluateur d'entreprises certifié (CCEF Paris & NYU Stern School of Business)

Membre du collège Français des évaluateurs d'entreprises

SOMMAIRE

GLOSSAIRE

PROPOS LIMINAIRE

1. LES DIFFÉRENTES VARIANTES DE LA CROISSANCE

- La croissance du Chiffre d'Affaires
- La croissance de l'EBIT
- La croissance du Résultat Net

2. ESTIMER LA CROISSANCE

- Par la reconduction d'un budget ou en regardant en arrière
- Sous-traiter l'estimation de la croissance
- Estimer la croissance rationnelle

3. MÉTHODES D'ANALYSE DE LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

- Situation d'optimisation des investissements existants
- Situation où l'entreprise engage de nouveaux investissements
- Situations où les capitaux investis sont négatifs

4. TOUTES LES CROISSANCES NE SE VALENT PAS

5. LA CROISSANCE À TRAVERS LE CYCLE DE VIE DE L'ENTREPRISE

- Les startups ou très jeunes entreprises
- La croissance des entreprises matures

6. CROISSANCE ET VALEUR DE L'ENTREPRISE

GLOSSAIRE

Termes	Définition
EBIT	Earning Before Interests and Taxes (équivalent du résultat d'exploitation)
EBITDA	Earning Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations (équivalent de l'excédent brut d'exploitation)
CAPEX	Capital Expenditure (Investissements). Le Net Capex est le Capex net d'amortissements
BFR	Besoin en Fonds de roulement
Capital investi	Net Capex + BFR (ou Capitaux propres + Dette nette de trésorerie)
Equity	Fonds propres
Payout	Partie du résultat net qui est distribuée (dividendes) ou rachats d'actions par la société pour les annuler.
ROE	Return On Equity (Mesure la rentabilité des fonds propres : Résultat net / Equity)
ROIC	Return On Invested Capital (EBIT net de taxe / Capital Investi)
Pricing	Estimation de valeur basée sur des données d'entreprises supposées être comparables
Taux sans risque	Taux de rendement le plus bas exigé dans une monnaie donnée
Coût de la dette	Taux sans risque + Taux de risque propre à l'entreprise (Spread de défaut) + Taux de risque propre au pays (Spread de taux pays)
Beta	Indice de mesure des risques propres à l'entreprise
Prime de risque	le surplus de rendement exigé par un investisseur qui place de l'argent sur le marché actions plutôt que dans des actifs sans risque
Coût des fonds propres	Taux sans risque + (Beta x Prime de risque)
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Coût du capital qui est la somme pondérée du coût des fonds propres et du coût de la dette)
Rendements excédentaires (création de valeur)	la création de valeur implique que le ROIC > WACC
G	Growth
RR	Reinvestment Rate (Taux de réinvestissement)
RR En Capitaux Investis	(Net Capex + Variation du BFR) / EBIT net de taxe
RR En Equity	(1 - Payout)
Net Gearing	Rapport entre la dette et les fonds propres

PROPOS LIMINAIRE

Quelques mois avant le début de la crise sanitaire en Europe, un sondage de l'INSEE * indiquait que les chefs d'entreprises de l'industrie manufacturière anticipaient au titre de l'année 2020 une stabilisation des investissements permettant le maintien ou l'extension des capacités de production et un recul de 1% des investissements destinés à introduire de nouveaux produits.

Un autre sondage réalisé par BPI France** Le Lab le 27 février 2020 concluait que près d'un dirigeant de PME sur deux en France ne comptait pas investir en 2020.

Deux sondages réalisés par des sources différentes, mais qui aboutissaient à la même conclusion: Quand l'économie donne des signes d'essoufflement, le reflex des chefs d'entreprises est de réduire, voire cesser d'investir.

Cette décision compromet-elle la capacité de l'entreprise à générer de la croissance ? quel type de croissance est-il possible d'estimer dans ces conditions ? autant de questions qui rendent délicat le travail des évaluateurs d'entreprises.

Pour évaluer une entreprise ou un actif qui génère des cash-flows, se concentrer sur l'évaluation des risques est certes nécessaire, mais estimer la croissance des marges futures de l'entreprise est certainement l'exercice auquel l'évaluateur doit se livrer avec méthode et y consacrer le temps nécessaire, car la croissance qui confère de la valeur à l'entreprise ne se présume pas, elle se mérite.

Or, il n'est pas rare de voir la croissance estimée sur la base des observations passées ou des prédictions des analystes.

Pour évaluer une entreprise par ses fondamentaux, la pratique courante consiste à actualiser des cash-flows sur une période déterminée et ensuite, projeter une croissance à l'infini. La question se pose alors de savoir comment projeter cette croissance à l'infini en période d'incertitudes.

Par ailleurs, la valeur de deux entreprises comparables qui enregistrent le même taux de croissance et ayant le même coût du capital est-elle comparable ?

Autant de questions qui rendent l'exercice de modélisation de la croissance difficile.

A travers cet article, nous allons examiner comment la gestion des investissements et du retour sur ces investissements (ROIC) impacte-t-elle la croissance des entreprises et de ce fait, pourquoi deux entreprises dont les déterminants de l'activité sont comparables peuvent ne pas avoir la même valeur.

*<https://www.insee.fr/fr/statistiques/4246208#titre-bloc-14> (sondage du 07 novembre 2019)

** https://www.bpifrance-lab.fr/Analyses-Reflexions/Les-Travaux-du-La_b/Les-enquetes-de-conjoncture/Tresorerie-investissement-et-croissance-des-PME-Barometre-de-fevrier-2020

1. LES DIFFÉRENTES VARIANTES DE LA CROISSANCE

Le terme « croissance » peut viser différentes situations. Souvent ce terme vise la croissance du chiffre d'affaires. Mais la croissance qui confère de la valeur à l'entreprise est celle qui est susceptible de générer des rendements excédentaires. C'est-à-dire la croissance de l'EBIT ou dans des cas spécifiques la croissance du résultat net.

1.1 La croissance du chiffre d'affaires

Cette mesure de la croissance a très peu d'intérêt en évaluation d'entreprise si ce n'est dans une démarche d'évaluation relative dite « pricing » (multiple de chiffre d'affaires) et non d'évaluation, ou pour les besoins de l'évaluation des start-up lorsque l'évaluateur doit modéliser des flux inconnus sans aucun historique des coûts et des marges.

Les évaluateurs qui modélisent les cash-flows en partant du chiffre d'affaires, adoptent souvent une vision historique de la croissance.

Cela présente l'inconvénient de devoir souvent appliquer les pourcentages connus des coûts intermédiaires et de fait aboutir aux mêmes marges relatives d'EBITDA et d'EBIT, sans se poser les véritables questions qui consistent notamment à mesurer le ou les avantages concurrentiels de l'entreprise, les barrières à l'entrée dans son secteur d'activité...

En période de crise, une baisse importante de chiffre d'affaires n'implique pas nécessairement une baisse des résultats opérationnels dans les mêmes proportions. Car les entreprises qui font preuve d'une meilleure gestion de leurs charges fixes pendant cette période, voient généralement leurs résultats d'exploitation affectés dans de moindres mesures que le chiffre d'affaires.

Néanmoins, on peut noter que dans certaines situations, la croissance du chiffre d'affaires par optimisation des seuls investissements en place, peut améliorer le rapport entre le résultat d'exploitation net de taxes et les capitaux investis. En d'autres termes, les entreprises qui cessent d'investir peuvent voir pendant une période déterminée une stabilisation mathématique de la valeur de l'entreprise, car le retour sur investissements reste stable. Mais ce jeu qui peut être concevable à court terme s'avère destructeur de valeur dans la durée.

Dans une démarche d'évaluation d'entreprise, il est primordial d'identifier les déterminants de la création de valeur : Les rendements excédentaires sont-ils dus à un arrêt des investissements ou à un programme d'investissement ciblé vers des domaines d'activité jugés rentables ?



1.2 La croissance de l'EBIT

Mesurer la croissance de cet agrégat a l'intérêt majeur de donner à l'évaluateur la possibilité de se défaire de cette vision historique et d'avoir une vision prospective qu'il est capable de contrôler en s'appuyant sur un indicateur de mesure efficace qui est le rapport entre retour sur capital investi (ROIC) et le coût du capital (WACC).

En effet le ROIC étant égal à l'EBIT net de taxe rapporté au capital investi, il est facile d'imaginer qu'une variation d'un des deux termes de cette équation peut faire varier d'une manière significative le retour sur capitaux investis.

Le danger avec cette analyse est le fait que les capitaux investis sont calculés en valeur comptables. En d'autres termes, les règles et méthodes comptables choisies peuvent avoir une influence sur le calcul des capitaux investis et par conséquent sur le calcul du retour sur ces capitaux.

A titre d'exemple, les leasings et la R&D, lorsqu'ils ne sont pas activés, cela fausse le calcul du retour sur capitaux investis. Or cet agrégat est fondamental en évaluation d'entreprise.

Des capitaux propres négatifs ou une trésorerie pléthorique peuvent aussi aboutir dans certaines situations à un ROIC négatif.

En définitive, lorsque le ROIC change, la croissance fondamentale change pour refléter ce changement.

1.3 La croissance du résultat net

L'estimation de la croissance du résultat net dans une démarche d'évaluation n'a d'intérêt que dans les entreprises où cet agrégat a une importance capitale (assurances, banques et autres institutions financières).

En effet, ces entreprises obéissent à des règles prudentielles et le véritable Capex est l'argent qui n'est pas distribué. Une distribution de dividendes non contrôlée peut avoir un impact significatif sur la valeur.

L'équation suivante qui sous-tend la mesure de cette croissance reste spécifique à ces secteurs:

$$G = RR * ROE$$

Etant rappelé ici que RR indique (1-Payout)

En dehors du secteur financier cette équation ne présente dans la pratique aucun intérêt.

Cet agrégat peut également être utilisé dans des cas rares des entreprises non endettées.

L'évaluateur s'attachera dans ce cas, notamment à l'observation du retour sur fonds propres comparé au coût des fonds propres. Pour rappel, l'estimation de la performance (création de valeur) dans ces entreprises se fait en comparant ces deux éléments.



2. ESTIMER LA CROISSANCE

2.1 Par la reconduction d'un budget ou en regardant en arrière

Les débats qui animent généralement les réunions budgétaires des conseils d'administration d'entreprises matures, se terminent souvent par une reconduction d'un budget corrigé de l'inflation.

Or, les succès passés d'une entreprise n'augurent pas de ses performances futures, surtout lorsque l'entreprise est mature. Car toutes les études montrent que ces dernières peinent à performer l'économie.

Par ailleurs, quelle croissance les dirigeants d'entreprises doivent-ils anticiper ? la moyenne arithmétique de la croissance passée, la moyenne géométrique, effectuer une régression linéaire..., autant de questions qui rendent les résultats de l'exercice très aléatoires et font perdre de la consistance à l'analyse.

Les choix que les chefs d'entreprises opèrent ne sont pas toujours correctement mesurés, de sorte qu'un bon nombre d'entreprises détruisent de la valeur sans s'en rendre compte.

Entre acquisitions surpayées, perte de l'avantage concurrentiel, négligence de nouveaux entrants sur le marché avec des modèles économiques innovants, l'escalade de l'engagements dans des projets qui ne produisent pas les effets attendus. Les exemples sont nombreux de ces situations qui précipitent les entreprises vers des situations incontrôlables que les conseils d'administration cherchent à gérer à coup de changement de dirigeants en place, plutôt que de se pencher sur la stratégie menée.

Pour illustrer ce raisonnement, voici l'exemple de l'évolution de la croissance des principaux agrégats du groupe AIR FRANCE entre 2010 et 2019 (données en M€).

Exercice	CA		EBITDA		EBIT	
	Montant	Var.%	Montant	Var.%	Montant	Var.%
	23970		1590		-129	
2010	20994	-12%	390	-75%	-1 285	-896%
2011	24363	16%	1 798	361%	122	109%
2012	25633	5%	1 396	-22%	-336	375%
2013	25520	0%	1 855	33%	130	139%
2014	24912	-2%	1 589	-14%	-129	199%
2015	25659	3%	2 387	50%	780	705%
2016	24844	-3%	2 714	14%	1 049	-34%
2017	25781	4%	3 264	20%	1 488	-42%
2018	26224	2%	4 293	32%	1 405	6%
2019	27188	4%	4 128	-4%	1 141	19%
Moyenne arithmétique		3%		39%		58%
Moyenne pondérée		2%		41%		346%
Ecart type		6%		118%		406%

A travers cet exemple, on voit clairement que se baser sur la croissance historique n'a aucun sens.

Par ailleurs, une des difficultés avec l'estimation de la croissance des marges sur des bases historiques, est que lorsque celles-ci sont négatives, l'estimation de la croissance est nécessairement faussée. En effet, dans l'exemple ci-dessus, les variations de l'EBIT sont parfois négatives. La variation reprise dans le tableau est calculée sur la base d'une valeur de N-1 en valeur absolue.

Cette vision historique de la croissance soulève d'autres questions, notamment celle relative au stade où l'entreprise se situe en termes de croissance. La mesure des décisions d'investissement sont également occultées (croissance externe, investissements dans la création de nouveaux produits, nouveaux points de ventes...), autant de questions qui mettent en doute l'efficacité de cette méthode d'estimation de la croissance.

2.2 Sous-traiter l'estimation de la croissance

Estimer la croissance en se basant sur les travaux des analystes est une option. Mais cette option n'est intéressante qu'une fois l'analyse fondamentale menée (mesure de l'investissement en place, du réinvestissement, du retour sur investissements et en définitive des performances de l'entreprise).

En effet, les analystes sont payés pour effectuer un travail donné dans un objectif précis. Leur proximité ponctuelle ou permanente avec le management biaise naturellement leur vision.

Estimer la croissance en faisant simplement référence aux travaux des analystes ou de tel ou tel cabinet d'analyse sectorielle est un raccourci qui reste difficile à démontrer.

Par ailleurs, on ne projette pas la croissance de la même manière pour une startup ou une entreprise mature.

Enfin, les analystes révisent régulièrement leurs estimations et parfois sous l'effet du benchmark d'autres analystes.

Les études sectorielles doivent permettre à l'évaluateur d'entreprise de comprendre uniquement les déterminants du marché dans lequel l'entreprise opère, effectuer des comparaisons en termes de performances et non pas modéliser ce que devrait être la croissance et utiliser cette seule référence pour challenger un business plan.

2.3 Estimer la croissance rationnelle

Estimer la croissance d'une manière rationnelle consiste à s'intéresser à la politique d'investissement de l'entreprise.



3. MÉTHODOLOGIE D'ANALYSE DE LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

3.1 Situation d'optimisation des investissements existants

Pour illustrer ce qui va suivre, prenons l'exemple d'une entreprise de transport qui a décidé juste de maintenir les investissements existants au même niveau (aucun investissement de croissance). Les amortissements (et/ou leasings) baissent ou stagnent, le résultat d'exploitation augmente mécaniquement, l'EBIT augmente en raison de la baisse mécanique des dotations aux amortissements, le capital investi reste stable et le ROIC augmente.

Le tableau ci-après résume les conséquences de cette situation.

Hypothèses		N	N-1	N-2
	EBIT net de taxe		85	75
Capital investi		800	800	800
ROIC		10,6%	9,4%	8,8%
Conséquences	Croissance de l'EBIT	+13%	+7%	
	Croissance du ROIC	+13%	+7%	
	Taux sans risque	Stable ou en baisse	Stable ou en baisse	
	Coût de la dette	Stable ou en baisse	Stable ou en baisse	
	Beta endetté	Stable ou en baisse	Stable ou en baisse	
	WACC	Stable ou en baisse	Stable ou en baisse	
	Rendements excédentaires*	En hausse	En hausse	

Cet exemple indique clairement que tout changement du retour sur investissement implique un changement de la croissance du résultat d'exploitation et du ROIC dans les mêmes proportions. En d'autres termes la croissance de l'EBIT est une variable dépendante de la combinaison du réinvestissement et du retour sur investissement.

Cela permet d'écrire l'équation suivante :

$$\text{Croissance de l'EBIT (G)} = \text{RR} \times \text{ROIC}$$

Dans l'hypothèse où le taux de réinvestissement (de croissance) est de ZERO, la croissance qui provient des investissements de croissance sera également égale à ZERO et que toute autre croissance additionnelle éventuelle viendrait uniquement des investissements déjà en place.

Par conséquent, il y a deux façons de croître :

- En réinvestissant à nouveau,
- Ou en utilisant d'une manière optimale les investissements en place.

Trois affirmations fondamentales émergent de cette démonstration :

- 1- La croissance par l'optimisation des investissements en place ne peut pas être durable (il est impensable d'imaginer une croissance soutenue de cette manière à l'infini, autrement les valeurs terminales seraient encore plus importantes),
- 2- Cela ne confère pas à l'entreprise qui la pratique la meilleure croissance,
- 3- Toutes les croissances ne se valent pas,

3.2 Situation où l'entreprise engage de nouveaux investissements

Une entreprise qui ne réinvestit plus, peut-elle générer de la croissance à long terme, à court terme ou arrêter de croître.

La réponse est évidemment que cette entreprise générera une meilleure croissance de ses résultats opérationnels mais uniquement à court ou moyen terme, mais ne pourra pas croître indéfiniment sans investir. Le fait d'arrêter d'investir fait que le dénominateur de l'équation (le capital investi) reste stable là où le résultat d'exploitation progresse mécaniquement.



La baisse de la croissance dans le temps n'est pas toujours due à l'arrêt des investissements, mais à la baisse du retour sur investissements comme peut en témoigner l'exemple précédent si on inversait la tendance de l'EBIT.

Néanmoins, lorsque l'entreprise a un ROIC faible, il est important de s'intéresser à la croissance qu'elle pourrait générer en cessant d'investir, sous peine d'occulter les capacités de l'entreprise à générer une certaine croissance à court ou moyen terme.

Engager des investissements nouveaux est ainsi nécessaire pour soutenir la croissance à long terme.

La relation entre la croissance, l'investissement et le retour sur investissement notamment pour les entreprises matures est une relation mécanique.

En définitive, il faut être prudent lors de l'analyse des performances des entreprises qui affichent un fort retour sur investissements. L'analyse de la politique d'investissements recèle en général beaucoup d'enseignements sur la stratégie menée. Il convient ainsi de se projeter pour pouvoir conclure correctement, car les investissements peuvent être orientés vers un marché (ou un segment de marché) en recul, ce qui aboutit à des mauvais résultats d'exploitation et un retour sur investissement en baisse et en définitive à une croissance en baisse.

C'est pour cette raison précise que l'évaluation d'entreprise est d'abord un travail d'évaluation de la stratégie, qui consiste à vérifier si l'entreprise va garder ou perdre son avantage concurrentiel ou voir arriver des nouveaux entrants plus agressifs sur son marché et en tirer les conséquences sur les prévisions de la croissance de l'EBIT de l'entreprise.

Le lien entre l'analyse stratégique et le travail mathématique que sous-tend l'évaluation, se situe exactement à ce niveau.

Challenger les prévisions du management de l'entreprise est certainement le travail le plus complexe que l'évaluateur d'entreprise affronte, car cela revient à challenger la stratégie de l'entreprise en comprenant, d'où viennent les marges, ce qui agit sur le retour sur investissement, comment justifier la croissance projetée à travers une analyse rationnelle basée sur des données mathématiques et non pas sur celles des cabinets d'analyses sectorielles.

Enfin, l'analyse de la politique d'investissement invite à s'intéresser de près aux acquisitions qui font souvent chuter la valeur de l'entreprise, notamment en cas de LBO.

- Elles affectent le Net Gearing (et accroissent ainsi le risque : Hausse du Beta),
- Elles augmentent le capital investi,
- Et si la marge d'EBIT n'augmente pas, le retour sur investissement chute et la société commence à détruire de la valeur.

La croissance par acquisitions n'est efficace que si et seulement si :

- Les acquisitions ne sont pas payées chères (pas de prime de contrôle ou autre prime de synergie motivées)
- La cible est fortement rentable,
- Son net Gearing n'est pas optimal (c'est-à-dire que la cible est peu ou pas endettée),
- La cible dégage suffisamment de rendements excédentaires.

Pour illustrer ceci, prenons l'exemple de deux ESN, l'une croit essentiellement d'une manière organique (DEVOTEAM) et l'autre essentiellement à coup d'acquisition d'autres ESN (GFI).

Quand on compare le ROIC de ces deux groupes on voit bien que Devoteam surpasse de loin GFI.

Croître par acquisitions n'a d'intérêts que si les quatre critères d'efficacité développés ci-dessus sont vérifiés.

3.3 Situation où les capitaux investis sont négatifs

Il arrive parfois que les capitaux investis soient négatifs en raison soit de fonds propres négatifs, soit de l'importance de la trésorerie active. Dans ce cas, la seule approche possible consiste à utiliser le ROIC sectoriel pour estimer la croissance.

4. TOUTES LES CROISSANCES NE SE VALENT PAS

Deux entreprises qui génèrent exactement le même taux de croissance d'EBIT et qui ont le même coût du capital peuvent avoir une valeur diamétralement opposée.

Pour illustrer ce point, prenons un taux de croissance et un WACC unique pour deux entreprises (taux de croissance de 5% et un WACC de 10%).

Le taux de réinvestissement de A est de 30% et son retour sur investissement est de 16%

Le taux de réinvestissement de B est de 62% et son retour sur investissement est de 8%

Le taux de réinvestissement de B est deux fois supérieur à A et pourtant A génère un retour sur investissement largement supérieur à son coût du capital.

A contrario, les investissements de B, bien que deux fois supérieurs à A, ne permettent pas une création de valeur.

Cet exemple simple confirme l'idée qu'un même taux de croissance de 5% généré de manière différente par deux entreprises différentes, ne permet pas de conclure que les deux entreprises sont comparables.

Cette démonstration confirme par ailleurs tout le danger d'utiliser les comparables sans transformer les multiples implicites en multiples explicites lors du choix du panel d'entreprises supposées être comparables. Cela devrait passer par l'analyse des déterminants des multiples utilisés et notamment la croissance. Sans cette analyse préalable le choix des panels ne peut pas être pertinent.

D'où vient la croissance de l'entreprise ?

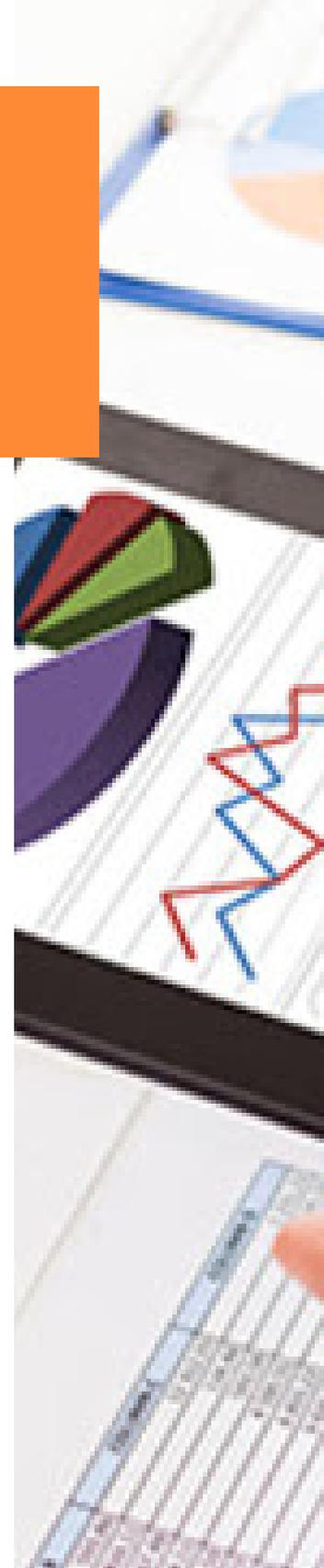
- Vient-elle des investissements de croissance ?
- Ou des investissements en place ?

Ces deux questions sous-tendent encore une fois l'analyse des performances des entreprises. En d'autres termes, lorsque l'entreprise crée de la valeur, le point crucial de l'analyse consiste à comprendre

si c'est le capital investi qui baisse (ou stagne) ou si c'est la qualité de l'investissement nouveau qui génère plus de résultat opérationnel.

Car, ce qui influence la croissance ce sont :

- Le retour sur capitaux investis,
- Le réinvestissement,
- L'amélioration des marges.



Trois entreprises comparables qui génèrent la même croissance avec le même coût du capital peuvent avoir des valeurs différentes pour peu que leurs retours sur investissements soient différents. Car, in fine, c'est le rendement excédentaire qui permet de mesurer la performance.

S'agissant des rares données comptables utiles au travail d'évaluation de l'entreprise, il est aisé d'observer l'évolution de ces données fondamentales et jeter un œil en même temps sur la croissance projetée par le management pour se faire rapidement une idée de son caractère plausible, possible ou probable.

Certains évaluateurs d'entreprises refusent étrangement de procéder à une évaluation de l'entreprise par ses éléments intrinsèques (les cash-Flows, les risques et la croissance), si le management ne leur fournit pas un business plan (BP). Ils concluent dans leurs rapports qu'en l'absence de BP, cette méthode n'est pas applicable !

Pour rappel dans cette approche, tout ce qui n'affecte pas les cash-flows, les risques et la croissance, ne peut pas affecter la valeur intrinsèque de l'entreprise.

Une analyse stratégique menée correctement permet de répondre aux problématiques posées par ces trois éléments et par conséquent, écarter cette méthode d'évaluation n'a aucun sens, sauf à estimer que l'entreprise n'a pas d'avenir et dans ce cas, quid de sa valeur !

Projeter la croissance d'une manière rationnelle a l'avantage d'inviter l'évaluateur à comprendre au préalable l'activité de l'entreprise, son marché, la concurrence et son positionnement en conséquence.

L'analyse de la politique d'investissement de l'entreprise peut être aisément conduite en comparant notamment le retour sur capitaux investis sur les 5 à 10 derniers exercices pour comprendre la qualité de la politique d'investissement de l'entreprise.

Dans cette perspective, l'évaluateur peut être confronté à trois scénarios :

- Une entreprise qui n'aura pas investi durant cette période aura peut-être généré des ROIC importants sur les premières années de l'analyse, pour ensuite voir son rendement excédentaire chuter,
- Une entreprise qui aura investi avec un retour sur investissement faible, verra son rendement excédentaire chuter également,
- Une entreprise qui aura investi avec un retour sur investissement élevé verra son rendement excédentaire se maintenir ou augmenter.

En définitive, il est important de comprendre d'où vient la création ou la destruction de valeur dans une entreprise à évaluer. Vient-elle des investissements en place ? ou des investissements de croissance ?

Pour comprendre ce phénomène, il est utile de s'intéresser aux deux composantes du ROIC :

- L'EBIT net de taxe,
- Les capitaux investis,

Le ROIC peut augmenter dans l'hypothèse où l'entreprise cesse d'investir dans la mesure où le dénominateur baissera par définition. Mais cette hypothèse ne tient jamais dans la durée.

Le ROIC peut aussi baisser en cas d'investissement de croissance et indiquer que l'investissement réalisé n'est pas de bonne qualité (n'est pas orienté vers des domaines d'activités rentables).

Le ROIC peut dans des cas rares rester stable.

Le tableau ci-dessous résume les effets des investissements de croissance sur le ROIC.

Capitaux investis (CI)	EBIT en hausse	EBIT Stable	EBIT en baisse
CI en Hausse	ROC en hausse (investissement de bonne qualité)	ROC baisse (investissement de mauvaise qualité ou événements imprévus)*	ROC en baisse (investissement de mauvaise qualité ne permettant pas une augmentation de l'EBIT)
CI stables	ROC en hausse (situation non durable)	ROC stable (situation non durable)	ROC en baisse (pas d'investissements : situation non durable)
CI en baisse	ROC en hausse (situation non durable)	ROC en hausse (situation non durable)	ROC stable ou en baisse

Le tableau ci-dessus met en évidence deux combinaisons intéressantes :

- Que les investissements de croissance ne créent de la valeur que si et seulement s'ils sont volumineux (plus d'investissements) et de qualité (EBIT en hausse). C'est la situation en vert dans le tableau ci-dessus.

On peut ainsi écrire :

$$G = (\text{Quantité des investissements}) \times (\text{Qualité des investissements})$$

- Que dans le cas d'investissements qui ne peuvent générer de cash-flows du fait d'un arrêt brutal de programme ou de survenance d'évènements macro-économique imprévus (cas de crises), l'entreprise se trouve dans la situation où l'EBIT baisse et n'est généré que par les investissements déjà en place, là où le dénominateur (C.I) stagne ou augmente.

La croissance d'une entreprise devrait être analysée sous plusieurs angles selon la phase de croissance dans laquelle l'entreprise se situe.



5. LA CROISSANCE À TRAVERS LE CYCLE DE VIE DE L'ENTREPRISE

5.1 Les startups ou très jeunes entreprises

La croissance d'une startup ne s'apprécie pas de la même manière qu'une entreprise en croissance ou en phase de maturité.

En effet, la croissance de la startup s'analyse « à reculant ». Cet article n'a pas pour objet de rentrer dans le détail de ce point qui fera l'objet d'un article à part entière. Celui-ci passera en revue notamment le processus proposé ci-dessous :

- 1- Projeter les revenus et les marges de la dernière année de la phase estimée pour que l'entreprise arrive à maturité (jamais au-delà de 10 ans),
- 2- Estimer la manière dont ces revenus peuvent-ils être répartis sur les années en partant de la distance qui sépare la dernière année avec la première, ensuite l'avant dernière avec la deuxième...etc et on divise cette distance par 2, 3, 4, 5...ou 10 selon la vitesse à laquelle on estime pouvoir avancer compte tenu des investissements nécessaires pour cela,
- 3- Estimer les réinvestissements en fonction du rapport (CA/Capitaux investis (CI)).

Pour un rapport CA/CI de 3 par exemple, il suffit de diviser le CA additionnel par 3 pour trouver le réinvestissement nécessaire, car la croissance se mérite,

- 4- Une fois les CA et les Réinvestissements projetés, il devient aisé de calculer les marges intermédiaires ;

- 5- Ensuite adapter le WACC aux phases de croissance de l'entreprise pour finir par l'évaluer.

5.2 La croissance des entreprises matures

On estime que l'entreprise devient mature dès lors que sa croissance ne dépasse pas celle de l'économie.

Dès lors, pour croître, ces entreprises doivent se réinventer. Souvent elles changent leur nom. Mais cela est de la cosmétique qui marche parfois où on assiste en effet à une augmentation du cours de bourse des actions dans cette situation. Mais cela ne change pas les fondamentaux.

L'analyse de leur politique d'investissement est nécessaire, car apprécier la valeur de la croissance revient à mesurer la combinaison de deux éléments :

- Le volume des investissements nouveaux ;
- La mesure de leur performance avec l'examen des rendements excédentaires.

Car la croissance peut être de bonne qualité et créer de la valeur pour les actionnaires, mais aussi de mauvaise qualité et détruire la valeur.

La croissance peut naturellement être neutre également.

La vraie question à se poser dans ces conditions est, quelle est la valeur de la croissance projetée ?

L'investissement représente la courroie de transmission entre la croissance et la performance de l'entreprise. Cette courroie tourne bien quand elle est neuve ou quand elle est bien entretenue. Sauf que l'entretien ne dure qu'un temps. Dès que la courroie est mal entretenue, pas assez entretenue ou qu'elle cède, cela affecte la croissance.

6. CROISSANCE ET VALEUR DE L'ENTREPRISE

Lorsqu'on évalue une entreprise, on a besoin de regarder la part du capital investi qui retourne au business. Pour cela on remplace la part des fonds propres qui retourne dans le business par la part du capital investi et on remplace le retour sur fonds propres par le retour sur le capital investi.

Lorsqu'on évalue l'entreprise, on combine le taux de réinvestissement et le ROIC.

Le taux de réinvestissement est le ratio qui permet de mesurer la quantité d'argent en provenance du résultat opérationnel net de taxe ($EBIT^*(1-t)$) qui est réinvestie. Ce taux de réinvestissement peut s'écrire comme suit :

$$\text{Taux de réinvestissement (RR)} = \frac{\text{Net Capex} + \text{Var.BFR}}{EBIT^*(1-t)}$$

Pour mesurer la qualité des réinvestissements avec la totalité du capital investi, on utilise le ROIC, comme suit :

$$ROIC = \frac{EBIT(1-t)}{\text{Capital investi}}$$

Si on combine le taux de réinvestissement avec le retour sur ces réinvestissements, on obtient la croissance qu'on pourrait attendre lorsqu'on évalue l'entreprise :

$$G = \frac{\text{Net Capex} + \text{Var.BFR}}{EBIT^*(1-t)} \times \frac{EBIT(1-t)}{\text{Capital investi}}$$

Pour les initiés : $G = \text{Taux de réinvestissement (RR)} \times \text{ROIC}$

$G = (\text{Quantité des investissements}) * (\text{Qualité des investissements})$.

Mais attention, les valeurs issues de la comptabilité doivent parfois être retraitées pour mieux illustrer ces équations.

Exemple : les leasings qui doivent être retraités. Ce qui donne les impacts suivants :

- ↗ Résultat opérationnel,
- ↗ Dette,
- ↘ WACC (car la dette augmente et l'effet de levier joue grâce à l'IS)
- ↘ ROIC

En réalité ce qui intéresse l'évaluateur dans le retraitement des leasings, c'est d'avoir une bonne estimation du retour sur les capitaux investis (ROIC).

Quand on est dirigeant ou administrateur d'entreprise, il est intéressant de rapprocher la croissance obtenue à la croissance potentielle en combinant la quantité et la qualité des investissements.

Cela oblige à revenir à l'analyse des fondamentaux de l'entreprise.

Exemple :

Vous avez regardé les données les plus récentes et vous vous êtes rendus compte que :

- Le taux de réinvestissement était de 20%
- Le ROIC : 10%

Vous en aurez déduit que la croissance de l'EBIT devait être de 2%.

Toute projection de croissance supérieure doit être justifiée, car ce qui est déterminant, c'est de comprendre d'où vient la croissance. Vient-elle d'un excellent retour sur capitaux investis, de l'importance des réinvestissements, ou bien cela provient de l'amélioration de la marge d'EBIT ?

Certaines situations sont assez faciles à diagnostiquer, comme par exemple une entreprise qui réinvestit beaucoup pour maintenir le même niveau croissance, avec pourtant un retour sur capitaux investis qui n'est pas inférieur au coût du capital. Cela traduit la difficulté d'améliorer la marge d'EBIT.

En définitive, toutes les croissances ne se valent pas. Pour qu'une entreprise génère une croissance qui a de la valeur, il est important qu'elle consacre une large part de ses résultats à l'investissement, mais si et seulement si ces investissements sont de qualité (c'est-à-dire génèrent un rendement supérieur au coût du capital).

Cette approche peut être appelée « une approche bottom-up ». Ses déterminants étant les marges, elle fonctionne très bien quand il s'agit d'évaluer des entreprises matures qui se caractérisent par une faible variation de l'EBIT d'une année à l'autre.

Dans les entreprises qui n'ont pas des marges stables, il faudrait inverser le processus, adopter une approche « top-down » et travailler à la marge comme indiqué au point 5.1.

Article par:



Aziz Ghiyati

Expert-comptable, Commissaire aux comptes

Diplômé d'expertise comptable de justice

Évaluateur d'entreprises certifié (CCEF Paris & NYU Stern School of Business)

Membre du collège Français des évaluateurs d'entreprises

a.ghiyati@cap-expert.fr