

Jean-Étienne **Palard**

Franck **Imbert**

Préfaces de **Louis Godron**, président de l'Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC), et **Gérard Hirigoyen**, président honoraire de l'Université Montesquieu Bordeaux-IV

GUIDE PRATIQUE D'ÉVALUATION D'ENTREPRISE

© Groupe Eyrolles, 2013
ISBN : 978-2-212-55632-2

EYROLLES

Sommaire

Préface de Louis Godron	11
Préface de Gérard Hirigoyen	13
Avant-propos	17
INTRODUCTION GÉNÉRALE	19
<i>L'évaluation : un contexte qui s'internationalise</i>	19
<i>Des pratiques qui se standardisent...</i>	19
<i>... mais qui restent fortement impactées par la crise financière</i>	20
<i>Qu'est-ce que l'évaluation d'entreprise ?</i>	20
<i>Combien vaut une entreprise ?</i>	21
<i>Les approches de l'évaluation</i>	21
<i>Plan de l'ouvrage</i>	22
CHAPITRE 1. L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET LES FONDEMENTS	
DE L'ÉVALUATION D'ENTREPRISE	27
<i>Spécificité de l'entreprise et évaluation</i>	28
<i>Quelles compétences pour l'évaluateur ?</i>	28
<i>Quels sont les acteurs de l'évaluation ?</i>	29
<i>Plan du chapitre</i>	29
Le contexte économique de l'évaluation d'entreprise	30
<i>Évolution récente du contexte de l'évaluation</i>	30
<i>Les transmissions d'entreprises en France</i>	31
<i>Les transmissions d'entreprises en Europe</i>	32
<i>Les acteurs de l'évaluation d'entreprises</i>	33
Les fondements de l'évaluation d'entreprise	46
<i>Prix ou valeur d'entreprise ?</i>	47
<i>À quelle période une entreprise doit-elle être évaluée ?</i>	49
<i>Pourquoi valorise-t-on une entreprise ? Les logiques de l'évaluation</i>	50
<i>Valorise-t-on l'entreprise ou ses capitaux propres ?</i>	59
<i>Quels taux faut-il utiliser... pour actualiser quels types de flux ?</i>	61
<i>Les déterminants de la valeur d'une entreprise</i>	67
Conclusion : l'évaluation d'entreprise, art ou science ?	68

CHAPITRE 2. LE PROCESSUS D'ÉVALUATION D'ENTREPRISE :

ÉTAPES ET OUTILS-CLÉS	77
<i>Étape 1 : collecter l'information</i>	77
<i>Étape 2 : effectuer un diagnostic économique de l'entreprise</i>	77
<i>Étape 3 : choisir la bonne méthode d'évaluation</i>	78
<i>Étape 4 : élaborer un business plan</i>	78
<i>Étape 5 : déterminer les hypothèses et les paramètres de l'évaluation</i>	78
<i>Étape 6 : construire une fourchette de valorisation et conclure sur la valeur</i>	79
<i>Étape 7 : négocier et fixer un prix de cession</i>	79
<i>Plan du chapitre</i>	79
Étape 1 : collecter l'information	80
<i>L'information passée</i>	80
<i>L'information présente</i>	82
<i>L'information future</i>	83
Étape 2 : effectuer un diagnostic économique de l'entreprise	83
<i>La notion de business model</i>	84
<i>Le diagnostic stratégique</i>	84
<i>Le diagnostic comptable et financier</i>	98
Étape 3 : choisir la bonne méthode d'évaluation	107
<i>Pourquoi existe-t-il plusieurs approches d'évaluation ?</i>	108
<i>Synthèse des approches d'évaluation d'entreprise</i>	112
<i>Comment choisir la bonne méthode d'évaluation ?</i>	115
Étape 4 : élaborer le business plan	118
<i>Peut-on prévoir l'avenir ?</i>	119
<i>Les principes-clés du business plan</i>	119
Étape 5 : déterminer les hypothèses et les paramètres de l'évaluation	121
Étape 6 : construire une fourchette de valorisation et conclure sur la valeur	124
<i>Fourchette de prix ou intervalle de valeur ?</i>	124
<i>Retour sur l'approche multicritère</i>	125
Étape 7 : négocier et fixer un prix de cession	126
<i>Les déterminants du prix lors d'une négociation</i>	127
<i>Les outils-clés pour négocier</i>	127
Conclusion	129
CHAPITRE 3. LES APPROCHES PATRIMONIALES DE L'ÉVALUATION	137
<i>Principe de l'approche patrimoniale</i>	137
<i>Approche comptable ou approche financière ?</i>	138
<i>Des retraitements comptables nécessaires</i>	138
<i>De l'approche statique à l'approche dynamique : le goodwill</i>	139
<i>Plan du chapitre</i>	139
Les différentes notions d'actif net	140
<i>L'actif net comptable (ANC)</i>	140
<i>L'actif net réévalué (ANR)</i>	141
<i>L'actif net comptable corrigé (ANCC)</i>	143

L'approche statique : la méthode de l'actif net réévalué (ANR).....	146
Étape 1 : analyser l'information comptable et financière de l'entreprise	147
Étape 2 : procéder aux retraitements comptables	147
Étape 3 : construire le bilan économique et financier	150
Étape 4 : déterminer la valeur économique des postes de l'actif et du passif.....	152
Étape 5 : identifier et valoriser les éléments hors bilan	166
Étape 6 : mesurer l'impact fiscal des réévaluations	167
Étape 7 : calculer la valeur de l'actif net réévalué (ANR)	168
L'approche dynamique : la méthode du goodwill.....	169
Principe de la méthode du goodwill	169
Étape 1 : collecter l'information sur les actifs immatériels de l'entreprise	170
Étape 2 : mesurer les actifs nécessaires à l'exploitation et les résultats associés ...	175
Étape 3 : procéder au calcul du résultat normatif et de la rente de goodwill	179
Étape 4 : déterminer le taux d'actualisation de la rente du goodwill	180
Étape 5 : calculer la valeur actualisée du goodwill	181
Conclusion	184
CHAPITRE 4. L'ÉVALUATION PAR LA MÉTHODE DES COMPARABLES.....	191
Principes généraux de la méthode des comparables	191
Avantages de la méthode des multiples.....	192
Des hypothèses faussement simples	192
Plan du chapitre.....	193
Évaluation par la méthode des comparables : les principes généraux	193
Étape 1 : construire l'échantillon d'entreprises.....	194
Étape 2 : choisir la bonne période d'étude	200
Étape 3 : sélectionner les bons multiples de valorisation	201
Étape 4 : effectuer les retraitements comptables opportuns	202
Étape 5 : déterminer la fourchette de valorisation.....	203
La méthode des comparables boursiers	203
Revue critique des différents multiples	204
Effectuer les retraitements opportuns	218
La méthode des comparables transactionnels	223
Principes généraux	223
Difficultés de mise en œuvre	225
Pièges et limites de la méthode des multiples.....	230
Étape 1 : contourner les pièges de la construction de l'échantillon	230
Étape 2 : sauter l'obstacle de la période d'étude	230
Étape 3 : passer l'épreuve du choix des multiples	231
Étape 4 : éviter les pièges des retraitements comptables.....	233
Étape 5 : atteindre le Graal par le calcul de la fourchette de valorisation.....	233
CHAPITRE 5. LES MÉTHODES D'ACTUALISATION DES DIVIDENDES.....	241
Les caractéristiques des firmes qui versent des dividendes... ..	242
...et celles qui n'en versent pas !.....	242
Politique de dividendes et valeur de l'entreprise.....	242
Plan du chapitre.....	243

Étape 1 : analyser la politique de dividendes de l'entreprise.....	243
<i>Politique de dividendes et valeur de l'action</i>	244
<i>Les trois principaux critères de la politique de dividendes</i>	245
<i>La pratique des entreprises en matière de dividendes</i>	247
<i>Une méthode inadaptée à certains types d'entreprises</i>	249
Étape 2 : réaliser des prévisions de résultat et anticiper le taux de distribution.....	249
<i>Prévoir les résultats futurs</i>	249
<i>Anticiper le taux de distribution</i>	251
<i>Calculer le taux d'actualisation</i>	254
Étape 3 : choisir le bon modèle d'actualisation des dividendes.....	255
<i>Le modèle de base</i>	255
<i>Le modèle à croissance nulle ou modèle d'Irwing Fisher</i>	256
<i>Le modèle à taux de croissance constant ou modèle de Gordon Shapiro</i>	257
<i>Le modèle à deux périodes (two-stage model)</i>	262
<i>Le modèle de Molodovski (three-stage model)</i>	264
<i>Le modèle de Bates</i>	264
Étape 4 : évaluer les capitaux propres et la valeur de l'action.....	267
Conclusion.....	268
CHAPITRE 6. LA MÉTHODE DCF DES FLUX DE TRÉSORERIE ACTUALISÉS	273
<i>Pourquoi utiliser la méthode DCF ?</i>	273
<i>Le principe de la méthode DCF</i>	274
<i>Sur quel horizon doit-on anticiper les cash flows ?</i>	274
<i>Valorise-t-on l'entreprise ou ses capitaux propres ?</i>	275
<i>Une méthode fondée sur de nombreux paramètres...</i>	276
<i>Plan du chapitre</i>	276
Étape 1 : comprendre le <i>business model</i> et construire le <i>business plan</i>	277
<i>Comprendre le business model et les leviers de la performance</i>	277
<i>Construire un business plan cohérent</i>	279
Étape 2 : déterminer les <i>cash flows</i> futurs en fonction du contexte de l'évaluation.....	281
<i>Les cash flows disponibles pour les apporteurs de capitaux (FCFF)</i>	281
<i>Les cash flows disponibles pour les actionnaires (FCFE)</i>	282
<i>Quel flux choisir ?</i>	283
Étape 3 : calculer le coût moyen pondéré du capital.....	288
<i>Le coût moyen pondéré du capital (k_{WACC}) et la structure financière cible</i>	288
<i>Le coût des capitaux propres (k_{CP})</i>	292
<i>Le coût de la dette (k_{DN})</i>	310
Étape 4 : déterminer la valeur terminale et le taux de croissance des <i>cash flows</i> à l'infini.....	311
<i>La méthode de la valeur finale explicite</i>	311
<i>La méthode de la valeur finale implicite</i>	312
<i>La problématique du taux de croissance à l'infini</i>	313

Étape 5 : évaluer la dette nette	315
<i>Évaluer les dettes financières à leur coût actuariel</i>	315
<i>Évaluation des actifs de trésorerie</i>	317
Étape 6 : déduire la valeur des capitaux propres et la valeur de l'action	317
<i>De la valeur de l'entreprise à la valeur des capitaux propres</i>	318
<i>Les retraitements complémentaires</i>	318
<i>De la valeur des capitaux propres à la valeur de l'action</i>	321
Étape 7 : effectuer des tests de sensibilité	324
Les erreurs à éviter dans l'application de la méthode DCF	327
<i>Étapes 1 et 2 : les biais liés à la construction du business plan</i>	327
<i>Étape 3 : les pièges liés au calcul du coût moyen pondéré du capital</i>	328
<i>Étape 4 : le poids de la valeur terminale</i>	328
<i>Étape 5 : les difficultés liées à l'évaluation de la dette nette</i>	329
<i>Étape 6 : les pièges du calcul de la valeur des capitaux propres et de l'action</i>	329
Conclusion	330
CHAPITRE 7. LE CAS MEDICA	337
Présentation du groupe Medica	337
<i>Une gestion proactive de l'immobilier</i>	338
<i>Croissance annuelle moyenne de 23,9 % du chiffre d'affaires sur la période 2000/09^e</i>	339
<i>Une rentabilité opérationnelle renforcée</i>	340
<i>Objectifs de la société pour 2009</i>	341
<i>Objectifs 2010-2012 fixés par le groupe</i>	341
<i>Du LBO à l'IPO</i>	342
Questions	344
Annexe 1 : principales données financières de Medica	345
Annexe 2 : comparables	349
Éléments de correction	351
<i>Brève analyse financière de Medica</i>	351
<i>Calcul du coût des capitaux propres (k_{CP}) et du coût moyen pondéré du capital (k_{WACC})</i>	353
<i>Calcul de la valeur de l'action Medica à partir d'un modèle d'actualisation des dividendes</i>	354
<i>Tests de sensibilité de la valeur calculée de l'action Medica</i>	357
<i>Calcul de la valeur de l'action Medica sur la base de la moyenne des multiples et des multiples retraités</i>	358
<i>Détermination d'une fourchette de valorisation et recommandation d'investissement</i>	359
CONCLUSION GÉNÉRALE	361
Ce que la crise financière a changé sur les paramètres d'évaluation	362
<i>La notion de taux sans risque a-t-elle encore un sens ?</i>	362
<i>Faut-il définitivement enterrer le bêta ?</i>	362
<i>Faut-il continuer à utiliser la dette nette ?</i>	363

<i>Faut-il encore utiliser une valeur terminale et fixer un taux de croissance à l'infini ?</i>	363
<i>Les multiples sont-ils encore utiles en période de crise ?</i>	363
Les méthodes d'évaluation : un outil de prise de décision et d'aide à la négociation	364
Bibliographie	369
Index	375

Introduction générale

L'évaluation d'entreprise a connu un très fort développement au cours des trente dernières années, dans un environnement économique et financier en constante évolution. Sous l'effet conjoint de la mondialisation des échanges et du départ à la retraite de très nombreux chefs d'entreprise issus de la génération du *baby-boom*, le nombre de cessions d'entreprises n'a cessé d'augmenter, atteignant en 2008 un niveau record d'environ 700 000 cessions de petites et moyennes entreprises (PME) en Europe, représentant une valorisation globale annuelle de près de 250 milliards d'euros.

L'évaluation : un contexte qui s'internationalise

L'accélération des échanges et l'internationalisation des groupes ont favorisé la concentration dans de nombreux secteurs d'activité (télécom, transport, agroalimentaire, services financiers, informatique...). Les rapprochements transnationaux se sont ainsi multipliés au cours des dernières années, à l'image de la fusion entre Vodafone et Mannesmann en 1999, Air France et KLM en 2004, le rachat de Fortis par BNP Paribas en 2009 ou celui de Parmalat par Lactalis en 2011. À côté de ces *megadeals*, l'environnement de l'évaluation s'est aussi largement internationalisé pour les sociétés non cotées avec l'arrivée d'investisseurs internationaux très actifs depuis le milieu des années 1990 (fonds de pension, fonds de *private equity*, fonds souverains).

Des pratiques qui se standardisent...

Ce mouvement d'internationalisation a été renforcé par l'adoption des normes IFRS, qui s'appliquent à l'ensemble des sociétés cotées en Europe depuis 2005 et devraient être généralisées aux PME à partir de 2015. L'objectif principal de ces normes est de standardiser les principes et méthodes comptables, afin de faciliter les comparaisons entre entreprises. Compte tenu de l'influence des normes anglo-saxonnes, la pratique de l'évaluation s'est

homogénéisée à partir des méthodes d'inspiration nord-américaines, mais les compétences des analystes et des évaluateurs n'ont pas toujours suivi cette tendance. Pour répondre à ces évolutions et homogénéiser les pratiques, les acteurs de l'évaluation se sont ainsi structurés autour d'associations professionnelles, à l'image de la Société française d'analystes financiers (SFAF¹), qui vient de fêter son cinquantième anniversaire, ou de la Société française des évaluateurs (SFEV²), créée en 2003.

... mais qui restent fortement impactées par la crise financière

Néanmoins, dans le sillage de la crise des *subprimes*, qui s'est soldée par un profond dérèglement du marché monétaire, précipitant la zone euro dans une crise de la dette souveraine sans précédent, la plupart des sociétés cotées en Europe ont subi une très forte correction de leurs cours de Bourse. Certaines sociétés, à l'image de Peugeot ou de Carrefour, ont touché leur plus bas historique au cours de l'année 2011 ou 2012. La théorie financière et les modèles d'évaluation classiques ont ainsi fait l'objet de vives critiques, les évaluateurs se révélant incapables d'anticiper les conséquences de la crise financière sur l'économie réelle et sur l'évolution du prix des actifs financiers. Cette baisse généralisée des marchés en Europe a rendu certaines approches fortement critiquables, à l'instar de la méthode des multiples. Il faut également souligner la difficulté de l'évaluateur à fixer avec précision les paramètres utilisés dans l'approche par les flux : la prime de risque, la prime de liquidité, le coût du capital, la croissance du chiffre d'affaires, la construction du *business plan* ou le taux de croissance à l'infini. Pourtant, le rôle du signal véhiculé par le prix (c'est-à-dire le niveau de valorisation d'une entreprise) n'a pas été fondamentalement remis en cause par la crise. Aussi, pour comprendre ces mutations, il est indispensable de revenir aux concepts fondateurs de la finance d'entreprise de manière à développer un regard critique sur les modèles d'évaluation.

Qu'est-ce que l'évaluation d'entreprise ?

Évaluer une entreprise consiste à proposer une valeur ou une fourchette de valeurs aux actifs d'une entreprise ou à ses titres, et en aucun cas proposer un prix. En effet, si le prix d'une entreprise est une donnée objective (l'exemple ultime étant la confrontation d'un ordre de Bourse d'achat et de vente qui fixe un prix pour une valeur cotée), la valeur est nettement plus subjective puisqu'elle dépend à la fois de l'agent économique qui a réalisé la valorisation (analyste, actionnaire, investisseur, dirigeant, créancier...) et des objectifs qu'il poursuit :

1. SFAF : www.sfaf.com

2. SFEV : www.sfev.org

- ▶ continuer l'exploitation de la société, en l'état ;
- ▶ continuer l'exploitation de la société, en en modifiant la stratégie ;
- ▶ continuer l'exploitation de la société, en la rapprochant d'une autre entreprise ;
- ▶ liquider les actifs de la société.

Combien vaut une entreprise ?

En fonction de ces différentes situations, il est fort probable qu'une même entreprise aura des valeurs différentes. Or, la valeur n'implique pas nécessairement qu'il y ait volonté de transaction. Pour bien comprendre la différence entre les concepts de prix et de valeur, il faut distinguer la valeur financière et la valeur stratégique. La valeur financière d'une entreprise correspond à sa valeur intrinsèque, c'est-à-dire la valeur que l'on obtient en mettant en œuvre par exemple la méthode d'actualisation des flux de trésorerie. Si tous les agents économiques disposaient du même niveau d'information pour l'entreprise, cette valeur devrait être universelle, identique quel que soit l'acquéreur potentiel. La valeur stratégique, quant à elle, intègre les intérêts stratégiques propres à chaque investisseur ainsi que les synergies qu'il espère en retirer. En effet, tout investisseur espère améliorer la gestion de l'entreprise par sa propre gestion, par la mise en commun de ressources ou par le développement d'économies d'échelle. Ainsi, les flux futurs seront bonifiés et la valorisation, revue à la hausse. Autrement dit, le paradoxe est que la valeur d'une entreprise n'existe pas : il y a autant de valeurs stratégiques qu'il y a d'acquéreurs potentiels, d'où l'importance de choisir la bonne méthode d'évaluation.

Les approches de l'évaluation

En fonction des caractéristiques des entreprises et de l'objectif des investisseurs, les approches qui permettent de calculer la valeur d'une entreprise se classent en trois grandes catégories :

- ▶ l'approche patrimoniale fondée sur la réévaluation des actifs et des passifs et le calcul de la rente du *goodwill* ;
- ▶ l'approche analogique ou comparative fondée sur les multiples de sociétés ou de transactions comparables ;
- ▶ l'approche par les flux ou les revenus fondée sur l'actualisation des *cash flows* (dividendes, flux de trésorerie disponibles) générés par l'activité de l'entreprise.

Plan de l'ouvrage

Chapitre 1 – L'environnement économique et les fondements de l'évaluation d'entreprise

Le premier chapitre traite de l'environnement économique, des fondements et des compétences nécessaires pour évaluer une entreprise. L'évolution récente du contexte de l'évaluation en France et en Europe est abordée, ainsi qu'un descriptif des principaux acteurs de ce marché mis en lumière par une série d'interviews avec des professionnels reconnus du secteur. Les questions fondamentales concernant l'évaluation et les facteurs qui déterminent la valeur d'une entreprise sont également analysées.

Chapitre 2 – Le processus d'évaluation d'entreprise : étapes et outils-clés

Ce chapitre présente les principales étapes du processus d'évaluation : de la collecte de l'information au choix de la méthode jusqu'à la négociation du prix. Les outils-clés d'analyse sont également abordés : définition du *business model*, élaboration du diagnostic stratégique, analyse de la performance comptable et financière.

Chapitre 3 – L'approche patrimoniale de l'évaluation

Le troisième chapitre est consacré à l'évaluation par l'approche patrimoniale. Dans sa version la plus simple, la valeur d'une entreprise correspond à la valeur de son actif net, c'est-à-dire la valeur économique des actifs moins les dettes. Cette méthode est bien adaptée pour évaluer des entreprises qui évoluent dans des secteurs matures dont l'intensité capitalistique est forte (exemples : immobilier, construction, métallurgie) ou des conglomérats/*holdings* ayant un portefeuille diversifié d'activités ou de sociétés. Elle permet aussi d'évaluer la valeur à la casse d'une entreprise. Son principal défaut est de ne pas tenir compte des perspectives de croissance et de développement de l'entreprise, objet de l'évaluation. L'approche dynamique fondée sur la rente du *goodwill* permet de corriger cet écueil et de valoriser les actifs immatériels en intégrant les possibilités de croissance future.

Chapitre 4 – L'évaluation par la méthode des comparables

Le quatrième chapitre est consacré à l'approche d'évaluation analogique ou approche par les multiples. La valeur d'une entreprise peut en effet être déduite de la valeur de sociétés cotées comparables ou de transactions comparables, dont le cours ou le prix peut être observé sur les marchés. On étudiera notamment les conditions qui doivent être remplies pour utiliser les comparables boursiers ou transactionnels.

Chapitre 5 – La méthode d’actualisation des dividendes

Dans cette approche, la valeur d’une entreprise est égale à la valeur des dividendes distribués aux actionnaires actualisés au coût des capitaux propres. Cette méthode, particulièrement adaptée à l’évaluation d’entreprises matures présentant une régularité et un niveau élevé de distribution, a retrouvé ses lettres de noblesse suite à la crise financière. C’est également la méthode privilégiée pour évaluer la valeur des titres détenus par un actionnaire minoritaire.

Chapitre 6 – La méthode d’actualisation des flux de trésorerie ou méthode DCF (Discounted Cash Flows)

Dans l’approche par les DCF, la valeur d’une entreprise est égale à la valeur des flux de trésorerie disponibles actualisés au coût moyen pondéré du capital. Cette méthode peut être mise en œuvre pour toutes les entreprises qui génèrent des *cash flows* positifs. Elle permet de calculer la valeur intrinsèque de l’entreprise en ne se focalisant que sur les seuls déterminants de sa performance et de sa rentabilité. Si l’avantage de cette méthode est de pouvoir réaliser de nombreuses études de sensibilité, ses principaux détracteurs mettent en avant une trop forte dépendance à quelques paramètres-clés (coût moyen pondéré du capital, taux de croissance à l’infini).

Chapitre 7 – Étude de cas : valorisation de la société Medica dans le cadre de son introduction en bourse sur NYSE Euronext Paris

Le 15 février 2010, les actions de la société Medica faisaient leur entrée sur le compartiment B de NYSE Euronext Paris. Créé en 1968, le groupe Medica intervient principalement sur deux secteurs d’activités : d’une part, le secteur EHPAD (établissements d’hébergement pour personnes âgées dépendantes), avec 111 établissements en France et en Italie et d’autre part, le secteur sanitaire, avec 37 établissements de soins de suite et de réadaptation, et cliniques psychiatriques (chiffres au 31 décembre 2009).

Comment a été fixé le prix de cette introduction en Bourse ? Quelles méthodes de valorisation ont-elles été mises en œuvre par les analystes financiers et les investisseurs à cette occasion ? Cette étude de cas sera l’occasion de répondre à toutes ces questions.

Données financières du groupe JCDecaux

L’analyse et l’évaluation du groupe JCDecaux constituera le fil rouge de cet ouvrage. Les états financiers consolidés 2009 et 2010 ainsi que les estimations recueillies auprès de différents bureaux d’analyse suivant la valeur JCDecaux sont présentés ci-dessous.

Répartition du chiffre d'affaires par activité de JCDecaux SA

Décomposition par activité (M€)	2009	2010	2011e*	2012e	2013e
Chiffres d'affaires	1 919	2 350	2 464	2 584	2 684
Mobilier urbain	934	1 147	1 175	1 202	1 214
Affichage	395	425	412	417	417
Transports	590	778	877	966	1 052
Excédent brut d'exploitation	392	555	584	616	634
Mobilier urbain	298	376	386	395	394
Affichage	38	64	59	61	61
Transports	56	115	138	160	179
Marge brute d'exploitation	20,4 %	23,6 %	23,7 %	23,8 %	23,6 %
Mobilier urbain	31,9 %	32,8 %	32,9 %	32,9 %	32,5 %
Affichage	9,6 %	15,1 %	14,3 %	14,6 %	14,6 %
Transports	9,5 %	14,8 %	15,7 %	16,6 %	17,0 %

* e : données estimées.

Sources : états financiers du groupe JCDecaux au 31 décembre, notes d'analyses.

Compte de résultat consolidé de JCDecaux SA

Compte de résultat (M€)	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Chiffres d'affaires	1 919	2 350	2 464	2 584	2 684
<i>Variation</i>	11,5 %	22,5 %	4,9 %	4,9 %	3,9 %
Excédent brut d'exploitation	392	555	584	616	634
<i>Variation</i>	- 28,7 %	41,6 %	5,2 %	5,5 %	2,9 %
Résultat d'exploitation	123	279	323	351	373
<i>Variation</i>	- 48,1 %	126,8 %	15,8 %	8,7 %	6,3 %
Marge d'exploitation	6,4 %	11,9 %	13,1 %	13,6 %	13,9 %
Résultat financier net	(20)	(35)	(17)	(20)	(14)
Résultat courant avant impôt	103	244	306	331	359
Résultat exceptionnel	-	-	-	-	-
Impôt sur les sociétés	(38)	(79)	(98)	(107)	(116)
Amortissement et dépréciation des survaluers	-	(1)	-	-	-
Résultat des SME	(31)	4	8	9	10
Intérêts minoritaires	(10)	4	(10)	(11)	(12)
Résultat net des activités cédées	-	-	-	-	-
Résultat net part du groupe	25	174	206	222	241
<i>Variation</i>	- 77,3 %	607,5 %	18,6 %	7,8 %	8,6 %

Sources : états financiers du groupe JCDecaux au 31 décembre, notes d'analyses.

Bilan consolidé de JCDecaux SA

Bilan – Actif (M€)	2009	2010	2011e
Immobilisations incorporelles et écarts d'acquisition	1 664	1 662	1 657
Immobilisations corporelles	1 172	1 138	1 098
Immobilisations financières	152	161	236
Autres actifs non courants	70	67	72
Actifs non courants	3 059	3 027	3 063
Stocks	110	97	104
Clients et autres débiteurs	601	713	689
Autres actifs courants	18	15	27
Trésorerie et disponibilités	91	212	306
Actifs courants	820	1 037	1 126
Total actif	3 879	4 064	4 189

Sources : états financiers du groupe JCDecaux au 31 décembre, notes d'analyses.

Bilan – Passif (M€)	2009	2010	2011e
Capitaux propres – part du groupe	2 030	2 247	2 421
Intérêts minoritaires	(22)	(25)	(26)
Capitaux propres	2 008	2 223	2 395
Provisions	187	196	188
Dette financière à long terme	533	459	444
Autres passifs non courants	229	214	209
Passifs non courants	949	869	841
Dette financière (y/c concours bancaires)	207	106	142
Fournisseurs et autres créditeurs	665	788	735
Autres passifs courants	49	78	76
Passifs courants	921	972	953
Total passif	3 879	4 064	4 189

Sources : états financiers du groupe JCDecaux au 31 décembre, notes d'analyses.

Le processus d'évaluation d'entreprise : étapes et outils-clés

L'évaluation d'une entreprise répond à un processus rigoureux qui repose sur un certain formalisme plus ou moins complexe en fonction de la taille de l'entreprise, du secteur d'activité ou du mode de consolidation des filiales au sein d'un groupe. La valeur finale d'une entreprise n'est que la conclusion de ce processus. Malgré tout, les principes et la méthodologie générale restent assez similaires. On peut identifier sept étapes-clés nécessaires au bon déroulement d'une mission d'évaluation.

Étape 1 : collecter l'information

La première étape consiste à réunir l'ensemble de l'information disponible sur la société, ses produits, ses marchés et ses concurrents, à partir de données publiques (comptes publiés, rapport de gestion, articles de presse) ou privées (études sectorielles, notes d'analystes financiers). Cette phase de prise de connaissance générale de l'entreprise est généralement complétée par des entrevues avec la direction générale et le *management* opérationnel, ainsi que par des visites de sites sur le terrain.

Étape 2 : effectuer un diagnostic économique de l'entreprise

Le diagnostic économique sert avant tout à comprendre le *business model* d'une entreprise ou d'un groupe d'un point de vue stratégique et financier. L'analyse stratégique permet de porter un regard sur la situation concurrentielle de l'entreprise, les opportunités offertes sur son marché et de caractériser ses forces et ses faiblesses. Le diagnostic financier permet d'identifier les déterminants de la performance économique et financière de l'entreprise sur le long terme, d'analyser sa structure de financement et d'évaluer sa solidité financière.

Étape 3 : choisir la bonne méthode d'évaluation

Ce double diagnostic, préalable à toute évaluation, est d'autant plus important qu'il conditionne le choix de la méthode d'évaluation. Dans le cadre de ce chapitre, on développera les quatre méthodes les plus couramment utilisées :

- ▶ l'approche patrimoniale fondée sur la réévaluation des actifs et le calcul de la rente de *goodwill* ;
- ▶ la méthode analogique fondée sur les multiples de sociétés ou de transactions comparables ;
- ▶ la méthode actuarielle fondée sur l'actualisation des dividendes au coût des capitaux propres ou l'actualisation des flux de trésorerie disponibles ou *cash flows* au coût du capital ;
- ▶ l'approche par les options réelles fondée sur l'hypothèse que les actionnaires détiennent une option de vente (*put*) dont le sous-jacent est fondé sur les actifs de l'entreprise.

Le choix de telle ou telle méthode dépend de plusieurs facteurs : les caractéristiques de l'entreprise, l'objectif des repreneurs et l'horizon d'investissement. Mais ce choix dépend également de la disponibilité des données ou des conditions de marché au moment de l'évaluation.

Étape 4 : élaborer un *business plan*

Sur le plan théorique, les méthodes actuarielles sont généralement les plus appropriées car elles supposent que la valeur d'une entreprise est égale à la valeur actualisée des flux de trésorerie générés par son activité. Or, ce type de méthode nécessite d'élaborer un *business plan* et d'évaluer le montant des synergies potentielles en cas de rapprochement avec un autre groupe. Le *business plan* s'appuie sur un certain nombre d'hypothèses liées à l'évolution des *cash flows*, à la croissance du BFR ou aux dépenses d'investissement.

Étape 5 : déterminer les hypothèses et les paramètres de l'évaluation

À l'instar d'autres modèles qui cherchent à anticiper l'évolution des marchés ou le comportement des agents économiques, les modèles d'évaluation reposent sur de nombreuses hypothèses, à la fois réductrices et simplificatrices, qui concernent la construction du *business plan* ou le calcul du taux d'actualisation. L'évaluation obtenue n'a de sens que par rapport aux hypothèses retenues. D'où l'importance de tester la robustesse des hypothèses en modifiant certains paramètres (analyses de scénarios) ou en effectuant des simulations (méthodes Monte-Carlo).

Étape 6 : construire une fourchette de valorisation et conclure sur la valeur

L'objectif de toute évaluation d'entreprise n'est pas de donner une valeur unique à une entreprise, car celle-ci n'existe pas. L'évaluateur ou l'analyste doit au contraire chercher à construire une fourchette de valeurs en identifiant les valeurs minimales et maximales. Les méthodes d'évaluation ne doivent être considérées que comme des outils d'aide à la décision à destination des dirigeants et des investisseurs. À ce stade, des audits d'acquisition peuvent être diligentés par les deux parties (acheteurs et vendeurs) afin de vérifier la valeur de certains éléments de l'actif et du passif.

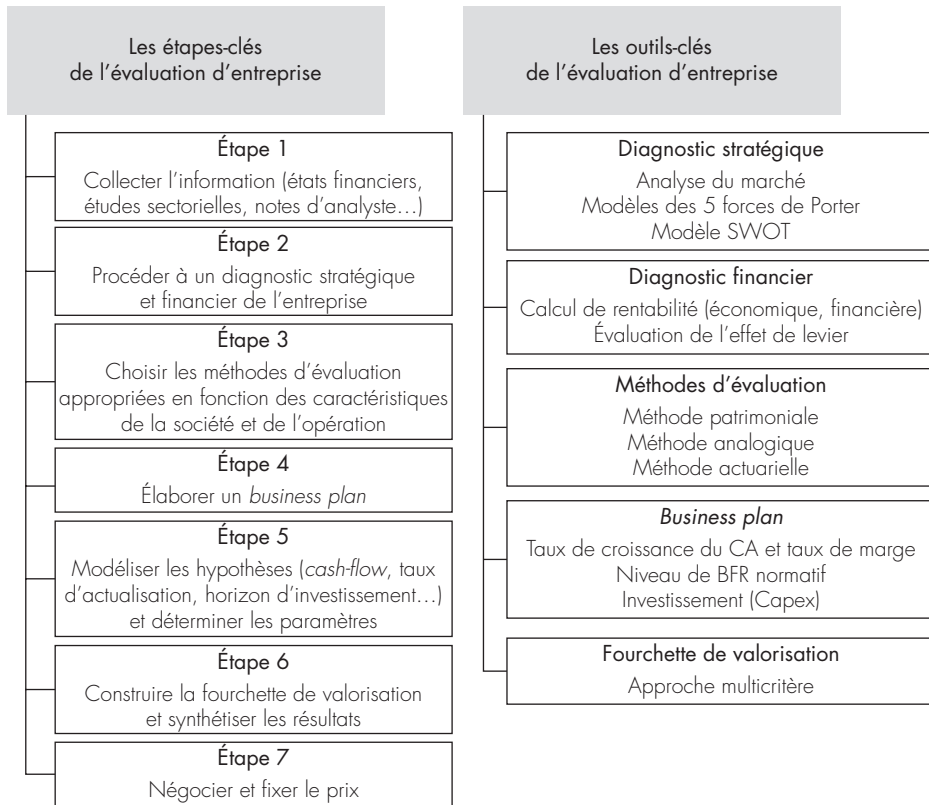
Étape 7 : négocier et fixer un prix de cession

À l'issue des audits d'acquisitions réalisés, la phase de négociation peut alors débuter. Les deux parties vont s'appuyer sur les travaux d'évaluation et les conclusions des audits. Cette phase fait généralement intervenir les conseils (banquiers, avocats) qui vont aider vendeurs et acheteurs à fixer un prix de cession et à négocier les modalités et les clauses du contrat de cession.

Plan du chapitre

Le plan du chapitre reprend les sept étapes décrites brièvement ci-dessus. Nous exposons dans ce chapitre les outils-clés nécessaires à chaque étape de l'évaluation : élaboration du diagnostic stratégique et financier, construction du *business plan*, choix des méthodes et estimations des paramètres, et construction d'une fourchette de valorisation.

Étapes et outils-clés du processus d'évaluation



ÉTAPE 1 : COLLECTER L'INFORMATION

La première étape est une phase de collecte d'informations, l'information économique, financière, juridique et fiscale constituant la matière première de toute évaluation. Cette phase vise à réunir le maximum d'informations et de données disponibles sur une société afin d'analyser le portefeuille de produits ou de services, les conditions de production, la technologie, le mode de distribution et la concurrence. Les données peuvent être publiques (comptes annuels, rapport de gestion, document de référence pour les sociétés cotées, articles de presse...) ou privées (études sectorielles, notes de *brokers*, prévisions de marché...). Elles peuvent également porter sur des événements passés ou sur des prévisions futures.

L'information passée

Les données relatives au passé proviennent essentiellement des données comptables et financières. En France, l'article L. 123-12 du *Code de commerce*

impose à toutes les sociétés de tenir une comptabilité¹. Par ailleurs, d'après l'article L. 123-14, « l'information comptable doit être régulière, sincère et donner une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de l'entreprise ». La loi oblige également les dirigeants de SARL, EURL, SAS, SASU à déposer les comptes annuels (bilan, compte de résultat, annexes) auprès du greffe du tribunal de commerce, de manière à garantir une certaine transparence sur la situation financière des sociétés en France.

Dans la pratique cependant, à l'image de la société Chanel, près de la moitié des sociétés françaises ne déposent pas leurs comptes afin de conserver une certaine confidentialité, vis-à-vis de leurs concurrents notamment². En revanche, toutes les sociétés cotées ont l'obligation de publier leurs comptes sous la forme d'un rapport annuel dans lequel se trouve une mine d'informations pour l'évaluation. Lorsque l'évaluateur dispose d'un accès privilégié au *management*, il peut également être très utile de travailler sur des données internes issues de la comptabilité analytique ou des suivis budgétaires (évolution du chiffre d'affaires et marges par activité ou zone géographique).

Sélection de sites Internet d'informations financières

Site Internet	Type de société	Commentaires
www.societe.com	Sociétés cotées et non cotées Disponibilité par établissement	Site d'informations gratuites sur les sociétés Accès à des données juridiques et comptables
www.kompass.fr	Sociétés cotées et non cotées	Informations commerciales et financières pour plus de 3 millions d'entreprises de 65 pays.
www.boursorama.fr	Sociétés cotées	Site <i>leader</i> en France de l'information financière sur les sociétés cotées
www.fr.finance.yahoo.com	Sociétés cotées	Actualités financières des marchés financiers dans le monde (indice, actions...) Accès à des données historiques
www.infogreffe.fr	Sociétés non cotées	Registre du commerce et des sociétés tenu par les greffes des tribunaux de commerce
www.info-financiere.fr	Sociétés non cotées	Site d'information financière de la Direction de l'information légale et administrative (DLIA)

1. Article L. 123-12 : « Toute personne physique ou morale ayant la qualité de commerçant doit procéder à l'enregistrement comptable des mouvements affectant le patrimoine de son entreprise. Ces mouvements sont enregistrés chronologiquement. Elle doit contrôler par inventaire, au moins une fois tous les douze mois, l'existence et la valeur des éléments actifs et passifs du patrimoine de l'entreprise. »

2. L'amende forfaitaire est fixée à seulement 1 500 € par la loi en cas de non dépôt des comptes auprès du greffe du tribunal de commerce.

Sélection de bases de données comptables et financières

Base de données	Éditeur	Commentaires
Diane	Bureau Van Dijk	Comptes financiers annuels de près d'un million d'entreprises françaises (ou filiales françaises d'entreprises étrangères) avec historique de 10 ans.
Amadeus	Bureau Van Dijk	Données signalétiques (coordonnées, dirigeants, effectifs) et financières (rapports, comptes et résultats, actionnariat et participation) relatives à 9 millions d'entreprises européennes avec un historique de 10 ans.
Astrée	Bureau Van Dijk	Outil d'information et d'analyse sur les entreprises françaises : signalétique, données financières sur les 3 dernières années, noms des dirigeants statutaires et opérationnels, filiales.
Bankscope	Thomson Reuters	Informations générales et financières sur les banques et les établissements de crédit (bilan, compte de résultat...)
Corporate Focus Premium	Thomson Reuters	Accès à plus de 10 000 profils d'entreprises, 5 000 rapports d'industrie et 3 000 analyses stratégiques.
Datastream	Thomson Reuters	Données financières historiques sur l'ensemble des marchés et des produits financiers cotés dans le monde (actions, obligations, change, dérivés...).
Infinancials	Thomson Reuters	Données comptables et financières sur l'ensemble des sociétés cotées dans le monde.

Bien que les données comptables et financières demeurent essentielles dans toute évaluation d'entreprise, ces seules données ne peuvent être suffisantes pour se faire une opinion sur la valeur d'une firme. En effet, il faut pouvoir apprécier à partir des données passées la pérennité des résultats financiers et la capacité de l'entreprise à respecter ses prévisions. Il est donc aussi nécessaire d'obtenir une série de documents économiques et juridiques concernant l'environnement sectoriel, la stratégie de l'entreprise et celle de ses concurrents, ainsi que les relations qu'elle entretient avec ses clients et ses fournisseurs¹.

L'information présente

Il arrive à de très rares exceptions que l'évaluation d'une entreprise se situe juste après la clôture des comptes d'un exercice. Dans ce cas, l'information financière, après retraitement, peut être utilisée en l'état, mais dans le cas général, l'évaluation s'effectue en cours d'exercice. D'où la nécessité de procéder à des ajustements, en reconstituant un compte de résultat et un bilan intermédiaires basés sur les opérations en cours et certains ajustements comptables (amortissement au *pro rata temporis*, intérêts courus non échus...). Le rôle des analystes *sell-side* est précisément de procéder de manière régulière à ces ajustements. En revanche, lorsque on cherche à analyser des sociétés en forte croissance ou à l'inverse des sociétés en grande difficulté financière, le dernier exercice connu n'apporte pas d'information vraiment utile sur l'évolution future de la situation économique.

1. Ce type d'étude est réalisé notamment par le cabinet d'études Xerfi.

L'information future

Dans une perspective d'évaluation par actualisation des flux, les données relatives à l'avenir sont à l'évidence les plus importantes. Pour les sociétés cotées, les analystes effectuent leurs prévisions à partir de nombreux paramètres (taux de croissance des *cash flows*, politique d'investissement, niveau du BFR), qui leur permettent de construire un *business plan* crédible. Ils bénéficient d'un accès parfois privilégié au *management* des sociétés qu'ils suivent à l'occasion des *roads-shows*. Il faut à ce titre bien distinguer les prévisions des analystes et les objectifs fixés par les dirigeants. Il va de soi que les prévisions n'engagent que ceux qui les croient et l'existence d'un consensus de marché (*Price to Earnings Ratio [PER]*, bénéfice par action [BPA], dividende par action [DPA]) permet de confronter les prévisions d'un panel d'analystes par rapport à l'évolution d'une valeur.

ÉTAPE 2 : EFFECTUER UN DIAGNOSTIC ÉCONOMIQUE DE L'ENTREPRISE

En s'appuyant sur les informations collectées, le diagnostic économique doit permettre de comprendre le *business model* de la société à évaluer. Il ne s'agit pas d'être un expert en économie industrielle mais d'identifier quelques thèmes-clés. Avant de se lancer dans l'évaluation d'une entreprise, il est nécessaire :

- ▀ de procéder à une analyse économique de l'entreprise pour réfléchir aux caractéristiques du secteur et du marché dans lequel elle évolue ;
- ▀ d'effectuer une lecture attentive et une analyse critique du rapport des commissaires aux comptes et des règles et principes comptables suivis par l'entreprise pour établir ses comptes.

D'un point de vue stratégique, l'objectif diagnostic est d'étudier :

- ▀ l'environnement externe et les conditions de développement d'une entreprise sur son marché (type de marché, concurrence, réglementation, relations clients-fournisseurs) ;
- ▀ les caractéristiques internes (mix produit/marché, conditions de production, réseaux de distribution, rôle des dirigeants, culture d'entreprise...).

Sur le plan financier, l'objectif est d'analyser les déterminants de la performance économique et financière d'une entreprise à long terme. L'analyse financière ayant pour objectif de retrouver, au-delà des chiffres, la réalité économique de l'entreprise, il est indispensable de réfléchir à cette réalité et sur la façon dont elle est plus ou moins bien fidèlement traduite par les chiffres avant de se lancer dans l'étude des comptes. Sans cela, l'analyste

financier risque de faire une analyse stérile, descriptive et avec peu de valeur ajoutée, et de ne voir les problèmes que lorsqu'ils sont enfin révélés par les chiffres, c'est-à-dire lorsqu'ils sont matérialisés et qu'il est trop tard pour vendre ses actions ou réduire ses crédits à défaut de pouvoir les céder.

La notion de *business model*

Un *business model* s'articule autour de trois principes-clés :

- ▀ une réflexion sur la manière de structurer la chaîne de valeur au sein de l'entreprise ;
- ▀ un éclairage sur les mécanismes qui permettent de générer des revenus et des marges, et de partager la valeur entre les membres de l'organisation ;
- ▀ la formulation d'une stratégie visant à maintenir et à développer la compétitivité de l'entreprise dans un environnement concurrentiel.

Le *business model* (ou modèle d'affaires) décrit les intentions stratégiques d'une entreprise en d'identifiant le(s) métier(s) sur lequel(lesquels) la firme entend être présente ou cherche à se développer. Il permet aussi d'éclairer les investisseurs sur la manière dont les revenus, les profits et *in fine* la valeur sont générés et répartis au sein de l'entreprise. Bien entendu, la qualité du *business model* va dépendre d'un certain nombre de facteurs tels que la taille, le secteur d'activité, l'expérience des dirigeants, la complexité de l'activité, le niveau de concurrence.

En pratique

Le *business model* de JCDecaux

Le groupe JCDecaux fournit des produits à destination des collectivités publiques et des annonceurs avec lesquels les contrats sont obtenus de manière pluriannuelle pour une durée de dix à quinze ans à la suite d'appels d'offres. Le *business model* repose sur le droit garanti à JCDecaux de commercialiser des espaces publicitaires ainsi que des équipements urbains en échange de l'installation et de l'entretien de ces derniers, et du versement de redevances publicitaires aux collectivités publiques. Les contrats pluriannuels permettent de garantir une très forte stabilité des revenus. En 2010, 35 des 50 plus grandes villes européennes avaient conclu un contrat avec le groupe pour un total de 1 700 villes dans 45 pays.

Source : rapport annuel de JCDecaux 2010.

Le diagnostic stratégique

L'objectif du diagnostic stratégique est d'étudier l'environnement externe et les conditions de développement d'une entreprise sur son marché à partir du

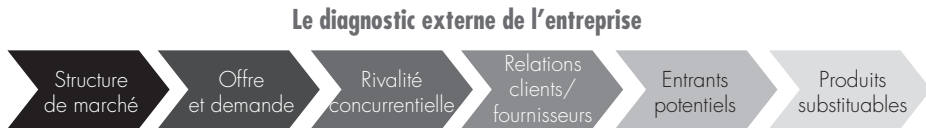
business model. Ce diagnostic s'effectue en deux étapes : le diagnostic externe et le diagnostic interne. À travers le diagnostic stratégique, on cherche à :

- ▀ observer le marché et à mesurer la rivalité concurrentielle entre les firmes ;
- ▀ analyser les conditions de l'offre et de la demande ;
- ▀ comprendre le métier de la firme et ses domaines d'activités stratégiques ;
- ▀ étudier les conditions de production et les réseaux de distribution ;
- ▀ identifier les forces et les faiblesses de l'entreprise ainsi que les opportunités et les risques liés à son environnement ;
- ▀ déterminer les facteurs-clés de succès et les ressources et les compétences stratégiques au sein du secteur.

Le diagnostic externe

Le diagnostic externe porte principalement sur l'analyse du marché et de l'environnement extérieur à l'entreprise, c'est-à-dire :

- ▀ les relations entre la firme et ses principaux concurrents ;
- ▀ l'interdépendance avec les clients (réseaux de distribution) et les fournisseurs (réseaux d'approvisionnement) ;
- ▀ les interactions avec les apporteurs de capitaux et les services de l'État (fisc, organismes sociaux).



Qu'est-ce qu'un marché ?

Un marché se définit par rapport à une homogénéité de comportements : un produit répondant à des besoins similaires sera acheté à travers un même réseau de distribution, avec les mêmes prescripteurs. Un marché n'est donc pas un secteur économique, c'est plutôt un créneau, la base d'un métier dans lequel l'entreprise exercera une certaine compétence industrielle, commerciale ou de services. C'est l'endroit où s'exerce la concurrence. Une fois qu'une entreprise a identifié son marché, celui-ci peut être segmenté selon des variables géographiques (marché local, régional, national, européen, mondial) et sociologiques (luxe, produit de gamme moyenne, d'entrée de gamme). C'est la tendance naturelle de toute entreprise qui veut aussi par la segmentation se protéger de la concurrence. Si elle réussit, elle aura créé son propre marché sur lequel elle régnera (exemple : RIM, a créé un produit qui n'est ni un téléphone mobile, ni un assistant personnel, mais un produit unique, le « BlackBerry »). Tôt ou tard, un marché est toujours remis en cause,

celui du *BlackBerry* par l'*iPhone*, par exemple. Comprendre quel est le marché de l'entreprise, c'est en général résoudre la majeure partie du diagnostic de l'entreprise.

Les caractéristiques d'un marché

Un marché peut être caractérisé à partir de trois éléments majeurs : la croissance, le risque de marché et les parts de marché.

Comment caractériser un marché ?



Quelles formes de croissance ?

La croissance d'une entreprise est généralement mesurée à partir d'un taux de croissance des ventes ou du chiffre d'affaires, et peut être caractérisée de la manière suivante :

- ▶ **la croissance en volume**, c'est-à-dire vendre de plus en plus de produits. Celle-ci n'est pas toujours aisée dans les pays développés, compte tenu d'une faible croissance démographique (entre - 0,5 % et + 1 % dans les différents pays d'Europe). Certes, il existe des marchés en plein développement (les tablettes numériques par exemple), mais d'autres sont aussi en plein recul (la presse quotidienne) ou cycliques (mines, production de papier...);
- ▶ **la croissance en valeur**, c'est-à-dire vendre un produit, dont la demande évolue peu ou régresse, plus cher en essayant de monter en gamme, soit avec davantage de *marketing*, un nouveau conditionnement ou un nouveau réseau de distribution ;
- ▶ **la durabilité de la croissance**, car les fondements de la croissance dans une économie développée sont souvent complexes et peuvent être liées :
 - aux innovations technologiques, nouveaux produits (télévision sur téléphonie mobile) ;
 - à la modification des données économiques (développement des croisières avec l'élévation du niveau de vie) ;
 - aux changements du comportement du consommateur (restauration hors du domicile) ;

- à la mode (*snowboard*) ;
- aux évolutions démographiques (maisons de retraite en raison du vieillissement de la population) ;
- au retard accumulé (développement rapide du téléphone mobile dans les pays en développement du fait d'un réseau fixe peu étendu).

Le risque de marché

Le risque de marché correspond au risque de perte qui peut résulter des fluctuations de prix ou de volumes échangés sur un marché, en raison du déséquilibre entre l'offre et la demande, et des modifications des relations entre les acteurs du marché. Le risque de marché n'est pas le même selon que le produit est de **premier équipement ou de remplacement**. Un produit de premier équipement apparaîtra toujours plus nécessaire aux yeux du consommateur qui ne le possède pas encore. À l'inverse, si le consommateur possède déjà le produit, il sera toujours tenté de différer son remplacement en attendant une meilleure conjoncture. Autrement dit, les produits de remplacement sont beaucoup plus sensibles à la conjoncture générale que les produits de premier équipement. Ainsi, les ventes de poids lourds étaient à leur plus haut en Europe de l'Ouest en 2001 avant de reculer sensiblement en 2003-2004, dans une conjoncture économique très moyenne, et de reprendre jusqu'en 2007 ; en 2009 les ventes se sont écroulées, les consommateurs remettant leurs achats à des jours meilleurs. Il est donc fondamental pour l'analyste de comprendre si le produit est en phase de premier équipement ou en phase de renouvellement, car cela détermine directement la plus ou moins forte sensibilité de l'entreprise à la conjoncture économique générale. Le risque du marché dépend également de la nature des **barrières à l'entrée** de l'entreprise et de l'existence ou non de **produits de substitution**. De nos jours les barrières à l'entrée sont de plus en plus fragiles, tant en raison de la déréglementation mondiale (il y a de moins en moins de monopoles légaux : télécoms, électricité, poste...), que des progrès technologiques (Internet) et d'une tendance de fond d'internationalisation qui multiplie le nombre de concurrents potentiels et rend temporaires les barrières érigées par la stratégie de l'entreprise (exemple : les majors du disque – Sony, Bertelsmann, Universal, Warner et EMI – qui avaient su créer un oligopole mondial contrôlant 80 % du marché voient celui-ci miné par le développement d'Internet).

La part de marché

La position que l'entreprise occupe sur son marché peut se traduire par un chiffre : la part de marché. On distingue en général la part de marché absolue et la part de marché relative :

- ▶ la part de marché absolue est égale au rapport entre les ventes (en volume ou en valeur) de l'entreprise par rapport aux ventes enregistrées sur le segment de marché principal :

$$\text{Part de marché absolue} = \frac{\text{ventes totales de l'entreprise}}{\text{ventes totales du marché}}$$

- ▶ la part de marché relative est égale au rapport entre les ventes (en volume ou en valeur) par rapport aux ventes du *leader* enregistrées sur le segment de marché principal :

$$\text{Part de marché relative} = \frac{\text{ventes totales de l'entreprise}}{\text{ventes totales du leader}}$$

L'entreprise qui détient une part de marché significative bénéficie :

- ▶ d'une certaine fidélité de ses clients qui renouvellent régulièrement leur volume d'achat avec l'entreprise ;
- ▶ d'une meilleure visibilité sur son activité ;
- ▶ d'une position de force vis-à-vis de ses clients et fournisseurs (grande distribution) ;
- ▶ d'une certaine attractivité, qui peut rendre une entreprise quasi incontournable sur son marché (exemple : Coca-Cola frise 75 % de parts de marché sur le segment des colas en France !).

Cependant, la part de marché n'est pas une variable automatiquement pertinente. Ainsi, dans le secteur du bâtiment et des travaux publics, la part de marché n'a aucun sens (elle n'est d'ailleurs jamais calculée !). Les clients ne renouvellent pas fréquemment leur acte d'achat (une mairie, une piscine ont une longue durée de vie) et s'ils le font, c'est sur appel d'offres, ce qui démontre qu'il n'y a pas de lien privilégié clients-fournisseurs. De la même façon, acquérir une part de marché en cassant les prix sans être capable, une fois le marché obtenu, de pouvoir les relever, n'a pas beaucoup d'intérêt. L'acquisition d'une part de marché n'a de sens que si elle est créatrice de valeur !

Comment analyser les relations sur un marché ?

Il existe de nombreux outils en *management* stratégique qui permettent d'étudier de manière globale les interactions entre les acteurs d'un marché. Le plus connu est le modèle des cinq forces proposé par Michael Porter (1982) qui analyse les déterminants de la rivalité concurrentielle à laquelle est confrontée une entreprise dans son secteur d'activité.

La rivalité concurrentielle

Dans ce modèle, la **rivalité concurrentielle** dépend du nombre de concurrents et de la croissance potentielle du marché. Porter considère que plus le nombre de concurrents est élevé et la croissance du marché faible, plus la rivalité concurrentielle sera forte. À l'inverse, la rivalité concurrentielle sera *a priori* faible dans des marchés où l'offre et le nombre de concurrents est limité et la croissance forte. Idéalement, si le marché est en croissance, il vaut mieux avoir de nombreux petits concurrents plutôt que quelques gros dont les moyens financiers, *marketing*... sont tels qu'ils auront la capacité à eux seuls d'absorber toute la croissance du marché. En revanche, si le marché est arrivé à maturité, mieux vaut pour les quelques entreprises restantes qui se sont spécialisées sur des créneaux particuliers, avoir de gros concurrents qui ne prendront pas le risque de les attaquer. À l'inverse, une multitude de petits concurrents dans un marché stable dégénère souvent en une guerre des prix qui fait des victimes. Or, comme on ne choisit pas ses concurrents, il est déterminant de comprendre leurs motivations. Certains peuvent avoir des objectifs de puissance ou de taille qui sont souvent éloignés des préoccupations de rentabilité. Il est alors très difficile pour les groupes qui ont un objectif de rentabilité de se développer dans ce contexte. Comment peut-on être rentable quand les principaux concurrents, les coopératives, dans le secteur des légumes en conserve par exemple, ne cherchent pas le profit ?

La concurrence peut ainsi s'exercer :

- ▶ **par les prix** : la motivation d'achat principale est le prix. Il faut alors maîtriser les coûts pour produire le moins cher possible, alléger les gammes pour jouer des effets d'échelle, automatiser... Dans ce cadre, le facteur-clé de succès est la part de marché, puisque l'accroissement du volume de ventes permet de réduire les prix unitaires (c'est la fameuse courbe d'expérience du BCG où, à chaque fois que le volume cumulé de production double, le prix de revient unitaire baisse de 20 %) ;
- ▶ **par les produits** : le client achète non pour le prix, mais pour le service après-vente, la qualité, l'image. L'accent est alors mis sur une stratégie de différenciation, sur les techniques de commercialisation, de fidélisation. (exemple : Nespresso et la qualité de son produit/service, Apple et son design...).

Les relations clients-fournisseurs

Les revenus et les profits sont également impactés par les relations avec les clients et les fournisseurs, ainsi que par le pouvoir de négociation respectif

de l'entreprise sur eux. Plus la demande et le nombre de clients sont limités, et les débouchés potentiels étroits, plus le pouvoir de négociation de l'entreprise avec ses clients sera faible, et inversement. Par ailleurs, plus les réseaux de distribution sont intégrés dans la filière et le nombre de distributeurs limité, plus le pouvoir de l'entreprise sera faible. Les relations avec les fournisseurs dépendent notamment de leur capacité à détenir les ressources ou à développer de nouvelles compétences spécifiques qui leur garantissent un pouvoir de négociation important. L'une des stratégies pour internaliser la valeur créée est :

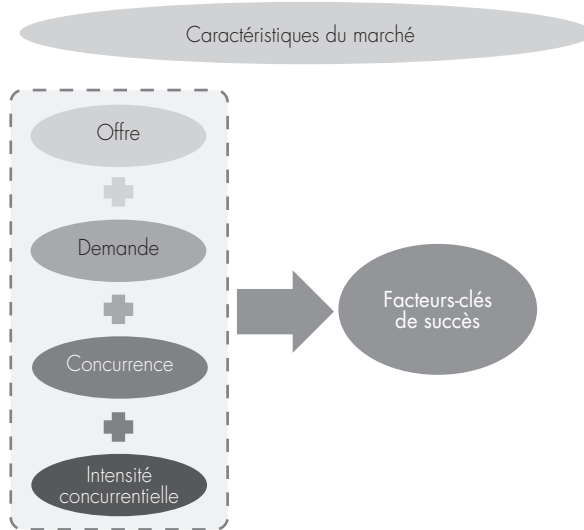
- ▶ de racheter un client ou d'acquérir un réseau de distribution, à l'image de l'implantation de Toyota aux États-Unis au début des années 1980, qui a racheté un réseau national de concessions automobiles ;
- ▶ de racheter un fournisseur, à l'image d'Areva, qui a racheté dans les années 2000 des mines au Niger de manière à détenir un contrôle total sur l'exploitation et la qualité de l'uranium ;
- ▶ de réaliser une alliance stratégique (*joint-venture*) avec un concurrent afin d'exploiter une ressource ou de développer des compétences communes, comme par exemple l'alliance entre Volvo et Renault dans le développement de moteurs de véhicules industriels.

Nouveaux entrants et produits substituables

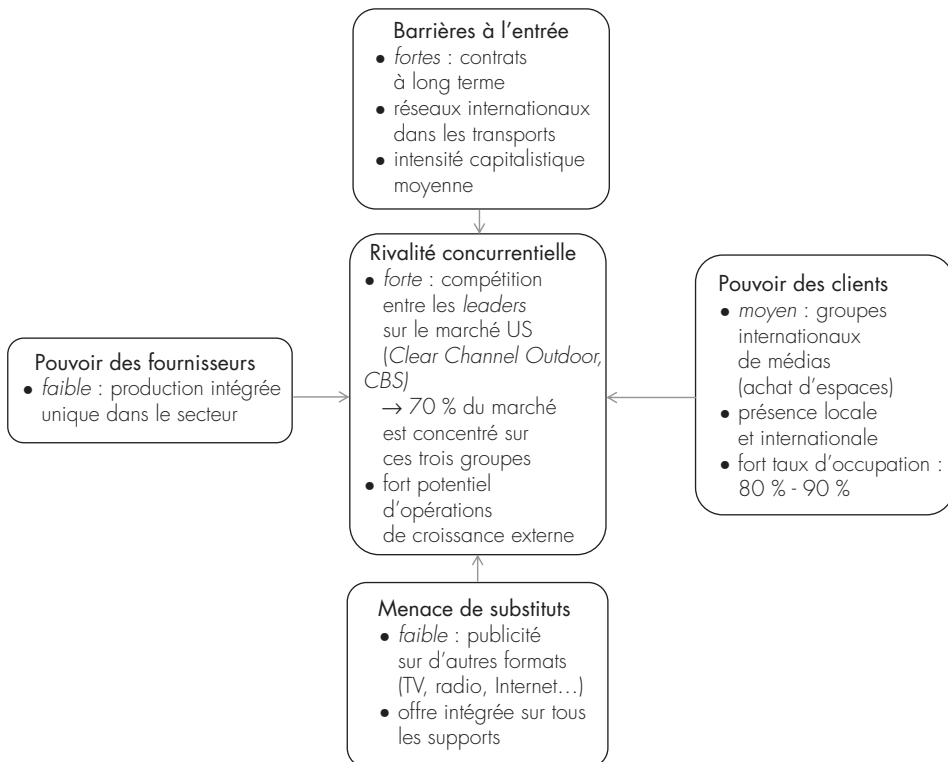
La menace d'entrants potentiels sur un marché est fortement liée aux barrières à l'entrée dont l'existence dépend des conditions économiques et de la réglementation. L'objectif final est de déterminer dans chaque secteur d'activité les facteurs-clés de succès, c'est-à-dire les ressources ou les compétences, de toute nature, que chaque entreprise devra mobiliser afin de consolider durablement sa position concurrentielle.

À l'issue du diagnostic externe, l'analyste financier ou l'évaluateur doit être capable d'identifier les facteurs-clés propres à chaque secteur qui seront déterminants pour le succès de l'entreprise sur son segment de marché.

Diagnostic externe et facteurs-clés de succès



Le modèle des cinq forces de Porter appliqué à JCDecaux



Sources : auteurs, rapport annuel de JCDecaux 2010.

Le diagnostic interne

Le diagnostic interne a pour vocation de définir le métier de l'entreprise ou du groupe, et de déterminer les domaines d'activités stratégiques sur lesquels la firme entend se développer. Il doit s'intéresser au système de production, au niveau des investissements, à la stratégie de distribution ainsi qu'aux hommes qui composent l'entreprise.



Le métier

Le métier d'une entreprise correspond au savoir-faire et au savoir-être de ses collaborateurs et aux produits, services ou compétences qu'elle peut offrir sur le marché. C'est en général l'entreprise elle-même qui définit le métier sur lequel elle intervient.

En pratique

Le métier de JCDecaux reste relativement simple à définir. C'est un groupe industriel français spécialisé dans le développement de la publicité urbaine, déclinée sur divers types de supports visuels de mobilier urbain ainsi que dans divers types de transports (métro, gare, aéroports...).

Pour de nombreuses entreprises ou secteurs d'activité, cette notion n'est pas triviale ou aussi simple à définir. Doit-on considérer Renault comme un constructeur ou plutôt comme un concepteur d'automobiles, puisqu'une grande partie de la production des pièces est directement assurée par des sous-traitants ? Par ailleurs, lorsqu'une entreprise envisage de développer un nouveau projet, les dirigeants doivent considérer si celui-ci est compatible avec le métier de base, d'autant plus lorsqu'il s'agit d'un projet débouchant sur une diversification d'activité. Il faut également déterminer si l'entreprise dispose des compétences en interne ou si elle doit, au contraire, trouver des ressources dans son environnement proche pour assurer son développement.

En pratique

Lorsque JCDecaux choisit de développer son offre commerciale sur des écrans plats à LED comme vecteur de communication dans les espaces publics ou de lancer des vélos en libre accès, il est nécessaire que la société puisse acquérir de nouvelles compétences afin d'assurer la maintenance et le renouvellement de ses appareils.

En pratique**La diversification du groupe Bouygues dans les télécoms**

Leader mondial de la construction et des travaux publics, Bouygues a fait l'acquisition dès 1994 d'une licence d'exploitation de téléphonie mobile pour devenir, aujourd'hui, le troisième opérateur français sur ce marché malgré l'arrivée tonitruante de Free en janvier 2012. Comment expliquer cette diversification ? Premièrement, le groupe Bouygues était déjà dans le secteur des médias et de la communication en tant que propriétaire de la chaîne de télévision TF1 depuis 1986. Par ailleurs, la diversification dans les télécoms permet de réduire l'exposition du groupe Bouygues aux aléas du BTP et de lisser une partie de ses résultats. Mais ce ne sont pas les seules raisons. La réussite dans le secteur des télécommunications repose avant tout sur la qualité du réseau, c'est-à-dire sur la capacité de chaque opérateur à disposer d'un réseau fiable et performant. Or, Bouygues disposait déjà d'une filiale spécialisée dans le domaine du câblage et de l'installation de réseaux. Par ailleurs, le groupe Bouygues a pu bénéficier de synergies d'exploitation importantes liées à l'installation de fibre optique et d'antennes de réception lors de la construction de routes et d'autoroutes. Pour autant, la maîtrise de cette compétence technique constitue-t-elle le principal avantage concurrentiel de Bouygues ? Si l'on analyse en effet le dénominateur commun entre toutes les activités du groupe, on remarque que la réussite de Bouygues repose surtout sur la capacité de ses dirigeants à négocier avec les pouvoirs publics et les autorités de régulation, ainsi que sur l'aptitude des *managers* à gérer des contrats de long terme, les contrats de concession et de délégation de services publics dépassant souvent vingt ans (au même titre que les contrats que JCDecaux négocie avec les grandes agglomérations et les aéroports).

Les domaines d'activités stratégiques (DAS)

Au sein d'un groupe, un domaine d'activité stratégique correspond à un sous-ensemble d'activités qui repose sur les caractéristiques suivantes :

- ◆ un couple produit-marché spécifique ;
- ◆ des compétences-clés ;
- ◆ une structure de marge et de coût propre à l'activité ;
- ◆ un réseau de distribution ;
- ◆ une technologie bien identifiée.

Le découpage en DAS est généralement une étape fondamentale dans la formulation de la stratégie d'une entreprise car il conditionne la manière dont les ressources vont être allouées entre les différentes activités. En général, le schéma organisationnel ou juridique d'une entreprise s'appuie sur les DAS pour organiser les subdivisions ou les filiales.

En pratique**Les domaines d'activités stratégiques (DAS) de JCDecaux**

Présent dans 56 pays, JCDecaux intervient dans trois domaines d'activités distincts de la communication extérieure :

- le mobilier urbain (Atribus, sanitaires publics, bancs publics, vélos en libre-service...) qui représente un chiffre d'affaires de 1 147,0 M€, soit 48,8% des revenus ;
- la publicité dans les transports (aéroports, bus, métros, trains...), qui représente un chiffre d'affaires de 777,6 M€, soit 33,1% des revenus ;
- l'affichage grand format (panneaux, publicité lumineuse, affichage déroulant...) qui représente un chiffre d'affaires de 425,4 M€, soit 18,1% des revenus générés en 2011.

Source : rapport annuel de JCDecaux 2010.

La chaîne de valeur

Une chaîne de valeur (ou filière) est constituée de l'ensemble des entreprises qui interviennent dans le processus de fabrication, de la matière première au produit final. L'objectif de l'analyse d'une chaîne de valeur est de comprendre le rôle des différents acteurs, leurs rapports de force et les positions de faiblesse. Il est clair, en effet, que lorsqu'une crise se produit, tous les acteurs de la chaîne de valeur vont souffrir. Cependant, certains vont souffrir plus que d'autres, certains disparaîtront même car ils sont structurellement en position de faiblesse dans la chaîne de valeur. À travers l'étude d'une chaîne de valeur, l'analyste doit identifier les positions de faiblesse là où l'intervenant n'a pas ou peu de marge de manœuvre (capacité de développement de nouvelles activités, de cession d'actifs d'exploitation ayant une valeur indépendamment de leur exploitation actuelle).

Produire ou faire produire ?

Cela consiste à comprendre si l'entreprise produit elle-même ou si elle a recours à des sous-traitants, si la production est située en Europe ou si elle est délocalisée, si la main-d'œuvre est permanente ou temporaire. L'analyste mesurera ainsi la flexibilité du compte de résultat en situation de récession de son marché ou en cas de forte croissance. Il convient alors de détecter d'éventuelles incohérences entre le produit et le mode d'organisation industrielle mis en place pour le produire.

L'investissement

L'entreprise n'a pas intérêt à investir trop tôt dans le processus de production. En effet, lorsqu'un nouveau produit est lancé, il y a une première phase pendant laquelle le produit doit démontrer qu'il correspond bien à un besoin