

YassineALI-BELHADJ

Maitre de conférences

[Faculté des Sciences Economiques et Sciences de gestion]

[Université de Tlemcen, Algérie]

abayi2002@yahoo.fr

Abderrezzak BENHABIB

[Professeur, **Université de Tlemcen, Algérie**]

abenhabib1@yahoo.fr

Résumé :

Techniques d’évaluation de la performance de l’entreprise

Le présent papier s’inscrit dans le cadre de l’évaluation de l’entreprise au moyen d’indicateurs de la performance. Plusieurs techniques sont présentées, dont le fondement est la nature même de ces indicateurs, notamment économique, comptable et boursière. L’évaluation de la performance constitue un soutien à la propagation de la culture de la création de valeur et l’alignement de la stratégie de l’entreprise. Elle garantit une vision globale, et précise l’estimation de la valeur de l’entreprise.

Mots clés : Mesure de la performance ; Indicateurs d’évaluation ; Nature des indicateurs ; Création de valeur ; Evaluation de l’entreprise.

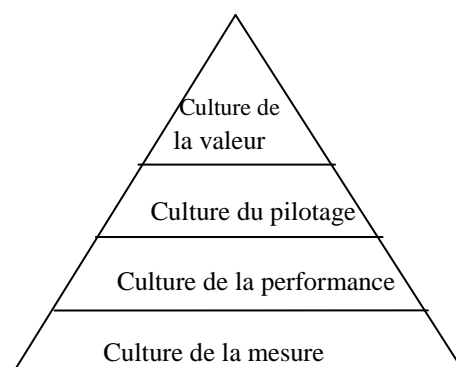
Introduction

L’évaluation de l’entreprise nécessite de collecter toutes les informations concernant son environnement interne et externe (Eccles, 1991). Il est primordial de réaliser un diagnostic des activités de l’entreprise et de l’évolution prévisible de celle-ci. Selon Drucker (1995), les managers ont besoin d’informations qui leur permettent d’émettre des jugements informés. Ces informations sont relatives aux marchés, aux clients et consommateurs, aux technologies en vigueur, à la situation financière internationale et l’évolution de l’économie mondiale. Un bon indicateur assure la convergence des intérêts individuels avec les objectifs de l’organisation et facilite les comparaisons entre les divisions. L’évaluation de l’entreprise s’intéresse au savoir-faire réel de l’entreprise (innovation, recherche et développement) et son avantage compétitif sur son marché à long terme. La valeur attribuée à l’entreprise permet de relativiser certains chiffres lors d’opérations de fusion ou d’acquisition. Elle informe le décideur de son état de santé, en affichant

1. Définition de l'évaluation d'entreprise

L'évaluation de l'entreprise constitue une étape importante afin de connaître sa valeur. L'évaluation de l'entreprise peut être définie comme une tentative de mesurer avec des méthodes quantitatives, une valeur constituée d'éléments objectifs et subjectifs. La valeur d'entreprise correspond à la valorisation fondamentale de l'activité indépendamment de sa situation de trésorerie. L'évaluation de l'entreprise se fait à travers des indicateurs de performance. Selon Lorino (2003), les indicateurs sont construits par l'acteur en relation avec les objectifs qu'il poursuit. Ils sont réalisés sur des données disponibles par les acteurs de l'organisation qui donnent des jugements sur la performance organisationnelle (Morin et al, 2001). Les indicateurs conçus doivent être comparés avec les critères de jugement, les performances passées et les normes du secteur d'activité afin de les valider. L'analyse de la valeur repose sur un mécanisme de mesure qui, développée aux niveaux stratégique et opérationnel, permet d'évaluer la contribution des activités à la création de valeur. Elle incarne un levier permettant d'appuyer la réflexion stratégique de l'entreprise. La figure suivante illustre ce positionnement.

Fig. Pyramide de la valeur



2. Construction des indicateurs d'évaluation

La construction d'indicateurs d'évaluation de l'entreprise est un des grands défis auxquels doit faire face une entreprise. Selon Neely (2002), la conception de ces indicateurs prend la forme d'un processus. Lowe et Jones (2004) ont montré que la formulation des indicateurs d'évaluation prend

¹ Freeman définit les parties prenantes ou *stakeholders* comme tout groupe ou individu pouvant influencer ou être influencé par l'activité de l'entreprise. On distingue deux groupes de parties prenantes : les parties prenantes *contractuelles* qui concernent les acteurs en relation directe avec l'entreprise (les clients, les fournisseurs, les salariés, les actionnaires) et les parties prenantes *diffuses* qui sont situés autour de l'entreprise mais sans pour autant avoir un impact direct (les collectivités locales, les organismes publics, les ONG, etc.).

Les cahiers du MECAS..... N° 12/ Juin 2016

la forme d'un processus décisionnel émergent et itératif.²La construction des indicateurs d'évaluation comprend généralement les étapes suivantes :

Etape 1.Choix des variables qui reflètent les objectifs financiers. Quelle est la meilleure expression de la performance financière de la division : le résultat d'exploitation, le résultat net, le taux de rendement des actifs ou le chiffre d'affaires ?,...

Etape 2.Définition des paramètres des variables de l'étape 1. Les actifs sont ils représentés par l'actif total ou par l'actif net ?...

Etapes 3. Choix d'une méthode d'évaluation des paramètres des variables de l'étape 1. Les actifs sont ils évalués au cout historique, à la valeur de marché actuelle ou à la valeur actualisée ?...

Les indicateurs de performance doivent être construits de manière contingente aux choix des modes d'actions (Kaplan et Norton, 1996). En effet, il convient d'étalonner les indicateurs retenus en fixant les référentiels de comparaison et de clarifier le sens et les limites d'interprétation de ces indicateurs. La construction et le calibrage des indicateurs d'évaluation constituent un acte essentiel et un préalable à tout pilotage d'activité. Enfin, le caractère subjectif des indicateurs d'évaluation, reposant sur des interprétations par les acteurs, est inhérent à l'action humaine et croît avec la complexité de cette action.

3. Nature des indicateurs

Les différents modèles de création de valeur utilisent le *coût du capital* investi (CMPC) comme référentiel pour mesurer la performance de l'entreprise.³Pour créer de la valeur, il faut reconnaître que le capital a un coût. Les fonds propres ne sont pas une ressource gratuite et leurs détenteurs demandent un taux de rendement élevé. Si ce capital n'est pas correctement rémunéré, il se réallouera vers d'autres secteurs susceptibles de lui fournir un rendement plus élevé.C'est en utilisant ce point de repère que se fait le calcul de l'enrichissement récurrent de l'entreprise. Le capital immobilisé est celui des bailleurs de fonds, actionnaires et prêteurs, qui sont rémunérés sur la base des risques pris (Patienté, 2006). La place prise par le thème de *création de valeur* a mené au développement d'indicateurs pour la mesurer.⁴ Ces indicateurs peuvent être économique, comptable et boursière.

3.1. Indicateurs de nature économique

Le profit à prendre en compte pour savoir si une entreprise crée de la valeur n'est pas le *résultat net* ou le *profit comptable*. En effet, même si le profit comptable tient compte de la plupart des coûts supportés par l'entreprise (achats, salaires, frais financiers, impôts, etc.), il ne tient pas compte du *coût du capital*. Le profit est calculé comme si les fonds fournis par les actionnaires (apporteurs de capitaux) étaient gratuits et pouvaient se contenter de n'importe quel niveau de rémunération. Or les actionnaires ne gagnent à investir dans l'entreprise que si la rentabilité qui

² Economic Value Added (EVA) est une marque déposée tout comme le sont un certain nombre de concept de gestion depuis quelques années. A ce titre, l'EVA a été créatrice de valeur... pour le cabinet qui détient la marque.

³ Cout du capital, ou Cout moyen pondéré du capital, (CMPC) ou Weighted Average Cost of Capital (WACC).

⁴ Certaines entreprises profitent du flou et de l'absence de normalisation des calculs pour choisir l'indicateur qui sert le mieux leurs intérêts du moment, quitte à en changer l'année suivante.

Les cahiers du MECAS..... N° 12/ Juin 2016

s'en dégage fait mieux que compenser le coût d'opportunité du capital. D'où la notion de profit économique, c'est-à-dire le profit qui reste une fois que tous les coûts ont été couverts, y compris le coût du capital. Le profit économique est donc nul lorsque *la rentabilité des capitaux investis*(ROIC) est égale au *coût du capital*. Il devient positif lorsque la rentabilité dépasse le coût du capital, et négatif dans le cas opposé.⁵

$$\text{Profit économique} = \text{Capitaux investis} * (\text{ROIC} - \text{CMPC})$$

Le *coût du capital* ou *coût moyen pondéré du capital* (CMPC), noté k , correspond à la somme de deux coûts pondérés en valeur de marché, des actionnaires (CP) et des capitaux empruntés (D). Cette moyenne tient également compte du fait que les intérêts des emprunts sont fiscalement déductibles.

$$k = k_c (CP/ CP+D) + k_d (1-T) * (D/CP+D)$$

k_c (le coût des fonds propres) ; k_d (le coût des dettes financières) ; T (le taux moyen d'impôt).

L'entreprise ne crée de la valeur que si son profit économique est positif.⁶ La *valeur d'une entreprise* est la somme de ses *cash flows* futurs actualisés au coût du capital, ce qui est mathématiquement égal à la somme des investissements et des profits économiques futurs actualisés au coût du capital.⁷ L'actualisation a pour effet d'évaluer les recettes et les dépenses liées à un projet comme si elles avaient toutes été encaissées ou payées à la même date. L'actualisation s'applique aux flux monétaires et en aucun cas aux produits et aux charges d'exploitation enregistrées par la comptabilité classique. Les intérêts qui sous-tendent la méthode d'actualisation dépendent de la date d'encaissement d'une créance ou de paiement d'une dette. Le principe d'indépendance des exercices et la pratique des charges calculées n'ont rien à voir avec l'actualisation (Horngren et Bhimani, 2009).⁸

3.1.1. Valeur actuelle nette

La *valeur actuelle nette* (VAN) traduit la *création ou la destruction de valeur* dégagée par l'allocation des ressources de l'entreprise. Une création de valeur signifie que les investisseurs anticipent l'existence d'une certaine rente sur une certaine durée dont la valeur actuelle permet à l'actif économique de l'entreprise de valoir plus que son montant comptable. *La valeur actuelle*

⁵ ROIC (ROI) :Return On Invested Capital (Rentabilité des capitaux investis) = Résultat/Capitaux Investis.

⁶ La croissance des profits économiques futurs joue un rôle fondamental dans la création de valeur. Plus cette croissance est perçue comme forte, plus les actionnaires vont être alléchés par l'idée d'investir dans l'entreprise. La croissance qui intéresse les actionnaires n'est pas forcément celle de la taille de l'entreprise ou du chiffre d'affaires si elle conduit à la destruction de valeur et n'augmente pas le profit économique. Il est possible que les marges soient plus faibles dans les activités futures que dans les activités présentes (baisse du ROIC) et que le risque soit plus fort (augmentation du CMPC), ce qui peut conduire à un profit économique négatif.

⁷ Les financiers ont mis au point des techniques de plus en plus sophistiquées pour déterminer la valeur des entreprises. Les méthodes sont devenues relativement complexes et de nombreuses formules mathématiques sont apparues. Néanmoins, il existe trois grandes méthodes qui peuvent être recensées. Chacune d'entre elles prend en compte divers indicateurs jugés pertinents et présentées à l'Annexe.

⁸ En comptabilité, les dotations aux amortissements sont des charges déductibles pour le calcul du résultat, elles ne doivent pas être déduites lors des calculs d'actualisation, car elles n'entraînent aucune dépense.

Les cahiers du MECAS..... N° 12/ Juin 2016

nette d'un titre financier est la différence entre la valeur actuelle de ce titre et sa valeur de marché. Elle représente pour l'investisseur la valeur des flux de trésorerie liés à l'investissement, actualisée au taux de rentabilité exigé par le marché, compte tenu du risque de cet investissement. Elle représente donc le montant de la création de valeur anticipé sur l'investissement. Tout comme pour le choix de l'allocation des ressources, il faut, pour le choix d'une source de financement, se refuser à utiliser le coût comptable, mais déterminer la valeur du titre de financement émis et en déduire le taux de rentabilité exigé. Un investissement peut être entrepris dès lors que sa *valeur actuelle nette* est positive, puisqu'il créera normalement de la valeur. La *valeur actuelle nette* sera retenue, au *taux de rentabilité interne* (TRI)⁹ lorsqu'il faudra choisir entre deux investissements mutuellement exclusifs. Cette méthode au rapport avec *le cash flow*¹⁰ tient compte de la valeur temporelle de l'argent (Annexe).¹¹

$$V_{\text{Actuelle Nette}} = 0 = \sum_{p=1}^{p=N} \left(\frac{FT_p}{(1+TRI)^p} \right) - I$$

FT_p : montant du p-ième flux de trésorerie (cash flow)

p : la date à laquelle le FT_p est encaissé,

N : le nombre de FT (hors investissement),

I : investissement initial (à la date 0)

TRI : taux de rentabilité interne recherché (taux d'actualisation ou le cout moyen pondéré du capital, CMPC).

Une *valeur actuelle nette ajustée*, sensiblement égale à la *valeur actuelle nette* traditionnelle, est décomposée en *valeur actuelle nette de base* et en *valeur actuelle nette du financement*. La première mesure la valeur créée par le projet d'investissement dans l'hypothèse d'un financement intégral par capitaux propres. La deuxième mesure le supplément de valeur résultant d'un financement mixte par capitaux propres et emprunt ou crédit-bail. La *valeur actuelle nette* reste un outil d'évaluation prévisionnel basé sur des informations restant difficiles à prévoir, notamment l'*Excédent brut d'exploitation*. En effet, il faut être capable de prévoir les ventes et les charges liées au projet et surtout le taux d'actualisation. Avec la *valeur actuelle nette*, il n'est pas possible de calculer la création de valeur de chaque année.¹²

3.1.2. Valeur Economique Ajoutée

⁹ Le taux de rentabilité interne (TRI) est un taux d'actualisation pour lequel la valeur actualisée des flux de recettes d'un projet est égale à la valeur actualisée des flux de dépenses de ce projet. Autrement dit, le TRI est le taux d'actualisation pour lequel la VAN du projet est égale à zéro. Un projet d'investissement ne sera généralement retenu que si son TRI prévisible est suffisamment supérieur au taux bancaire pour tenir compte notamment de la prime de risque propre au type de projet. En effet si le TRI est supérieur au taux d'actualisation du capital (cout du capital), la valeur actuelle nette du projet est positive et le projet est rentable.

¹⁰ Le cash flow (flux monétaire) est l'Excédent Brut d'Exploitation (EBE) corrigé de la variation du Besoin en Fond de Roulement (BFR) d'exploitation et de l'impôt sur les sociétés.

¹¹ Annexe : Les grandes catégories de méthodes d'évaluation.

¹² *Economic Value Added* permet un tel suivi.

Les cahiers du MECAS..... N° 12/ Juin 2016

La valeur économique ajoutée (Economic Value Added, EVA), a été développée et commercialisée par le cabinet américain de consultant Stern & Stewart.¹³ Il s'agit d'un excellent indicateur pour les décisions de gestion et le suivi des performances. Elle consiste à dégager un niveau de résultat, à partir duquel la valeur est créée, tout en traduisant l'impact des actions des dirigeants. Son intérêt est de permettre la rémunération des dirigeants en fonction des bénéfices générés tout en tenant compte de l'importance du capital investi pour obtenir les résultats en question.¹⁴ C'est un outil de mesure de la création de valeur servant à :

- Mieux investir (à moindre risque) ;
- Définir les objectifs des managers des centres de responsabilité ;
- Gérer la communication avec les investisseurs et distribuer les bonus.

Pour améliorer l'EVA, les dirigeants doivent réaliser davantage de bénéfices avec les mêmes capitaux. L'EVA mesure l'enrichissement sur un exercice et tient compte du coût de la dette et des capitaux propres (Otley, 1999). Elle mesure le taux de rentabilité économique en surplus du coût moyen pondéré. Cet écart est multiplié par le montant comptable de l'actif économique de début de période pour la création de valeur de la période.

$$\text{EVA} = \text{Actif économique} * (\text{Re} - \text{CMPC})$$

Re : le taux de rentabilité économique comptable après impôt (ROI)

$$\text{EVA} = [\text{RNE} * (1 - t)] - [\text{CE} * \text{CMPC}]$$

RNE : Résultat net d'exploitation retraité,

t : taux d'imposition

CE : Capitaux engagés (capitaux propres + primes d'émissions en valeur brute cumulées + provisions et quasi fonds propres + dettes financières nettes des créances de trésorerie).

Pour améliorer la *valeur économique ajoutée* (EVA), les dirigeants doivent réaliser davantage de bénéfices avec les mêmes capitaux, employer moins de capitaux ou employer les capitaux à des projets plus rentables.

3.1.3. Valeur ajoutée de trésorerie

La *valeur ajoutée de trésorerie* (Cash Value Added, CVA) introduit les notions de *création de valeur* et de *flux de trésorerie*. Elle présente l'avantage de mesurer la performance de l'entreprise à l'aune du supplément de trésorerie dégagé au-delà du cash attendu par les investisseurs, et non plus seulement à l'aune du supplément de résultat dégagé par l'entreprise.

¹³ En fait, l'Economic Value Added (EVA) est un concept ancien, popularisé par le cabinet Stern & Stewart. En effet, la notion n'est pas nouvelle et correspond à celle de surprofit développé par l'économiste Alfred Marshall à la fin du 19^e siècle. Elle avait également été opérationnalisée à la General Electric durant les années soixante.

¹⁴ Lorsque la rémunération des dirigeants dépend de l'EVA, la propension de ces derniers à consommer du capital est freinée par le fait qu'ils devront en supporter le coût puisque leur rémunération variable sera minorée d'un coefficient correspondant au *coût moyen pondéré du capital* (CMPC).

$$CVA_t = FT_{\text{opérationnel } t} - CMPC_t * \text{Actif Economique}_{t-1}$$

FT opérationnel (Flux de trésorerie opérationnel) = ROP après impôt + DAP - Invest de maintien

Une entreprise crée de la valeur lorsque le résultat opérationnel de l'exercice est supérieur au coût des capitaux engagés. L'actualisation des créations ou destructions de valeurs au cours des exercices successifs permet de passer de la valeur comptable des capitaux engagés à leur valeur de marché.

3.2. Indicateurs de nature comptable

Concernant les indicateurs de nature comptable, l'entreprise communiquait, jusqu'au milieu des années quatre vingt essentiellement, sur le *résultat net* ou *bénéfice par action*, paramètres éminents de la comptabilité mais aussi éminemment sujet à manipulations. Mais une seconde génération d'indicateurs comptables est apparue lorsque le raisonnement est passé en termes de *rentabilité*. Dans ce sens, on peut envisager trois indicateurs de création de valeur à savoir le *bénéfice par action*, les *taux de rentabilité comptables* et les *capitaux propres par action*.

3.2.1. Bénéfice par action

Le *bénéfice par action* (BPA)¹⁵ est le bénéfice net de l'entreprise divisé par le nombre d'actions qui composent son capital. Il est l'un des paramètres de valorisation d'une action et il permet de réaliser une appréciation de la performance de l'entreprise. Le *bénéfice par action* (BPA) traduit l'enrichissement théorique d'un actionnaire. Son utilisation est fondée sur les croyances suivantes :

- Le *bénéfice par action* prend en compte le coût des capitaux et donc le risque ;
- Les données comptables ont une influence sur la valeur de l'entreprise ;
- Toute décision financière faisant croître le *bénéfice par action* croîtra la valeur.

Il est possible d'assimiler la croissance du *bénéfice par action* et *création de valeur*. En effet, le bénéfice par action devient un indicateur pertinent de la création de valeur si les conditions suivantes sont respectées :

- Le risque de l'actif économique doit être le même d'un exercice sur l'autre, ou avant et après une opération (fusion, augmentation de capital, investissement..) ;
- Le taux de croissance des résultats est le même avant et après une opération donnée ;
- La structure financière de l'entreprise doit être la même d'un exercice sur l'autre, ou avant et après une opération donnée.

En outre, le *bénéfice par action* sert à déterminer le *Price Earning Ratio* (PER) appelé le *coefficient de capitalisation des bénéfices*. Celui-ci se calcule de la manière suivante :

¹⁵ Le bénéfice par action : Earning Per Share (EPS).

$$\text{PER} = \text{valeur de l'action} / \text{BPA}$$

Le *Price Earning Ratio* (PER) permet de dégager une mesure de la cherté d'un titre. Cet agrégat indique combien de fois la bourse accepte de payer le bénéfice. En d'autres termes, il permet de calculer et d'apprécier la valorisation d'une société en comparant le prix et la rentabilité. Il relie la valeur de l'entreprise à son résultat. De manière globale, on a alors :

$$\text{PER} = \text{capitalisation boursière} / \text{résultat net}$$

On parle de *Price Earning Ratioprospectif* lorsqu'on utilise l'estimation du *bénéfice net par action* de l'exercice en cours pour le calculer, et de *Price Earning Ratiohistorique* lorsque l'on rapporte le dernier *bénéfice net par action* publié à la valeur du jour de l'action.

3.2.2. Montant comptable des capitaux propres

Le *montant comptable des capitaux propres* ou le *Price to Book Ratio* (PBR) est le coefficient mesurant le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière) et leur valeur comptable.¹⁶ Il se calcule en divisant la capitalisation boursière (le cours de l'action à un instant t multiplié par le nombre de titres) par son actif net.

$$\text{PBR} = \text{valeur de marché des capitaux propres} / \text{valeur comptable des capitaux propres}$$

$$\text{PBR} = (\text{Cours} \times \text{nombre de titres}) / \text{Actif Net}$$

Le *Price to Book* (PBR) permet de comparer la valorisation de l'entreprise par le marché à sa valorisation comptable. C'est un moyen d'apprécier la manière dont la direction a géré une unité d'argent actionnariale (créant de la valeur (PBR > 1) ou la détruisant (PBR < 1)).

3.2.3. Capitaux propres

Il n'existe pas de définition unique des capitaux propres. Cette notion peut prendre plusieurs définitions et a une signification différente en fonction des analyses et des référentiels comptables utilisés. D'une manière générale, les capitaux propres regroupent les capitaux de départ, la réserve (correspondant aux bénéfices qui n'ont pas été redistribués en dividende), du report à nouveau et le résultat de l'exercice, comme suit :¹⁷

$$\text{Total Capitaux propres} = \text{Capital social} + \text{Réserves} + \text{Report à nouveau} + \text{Résultat}$$

Il faut remarquer qu'après l'affectation des résultats et la répartition des dividendes, les capitaux propres sont diminués des sommes distribuées aux actionnaires. La *situation nette* est la somme du

¹⁶ Le Price to Book (PBR) appelé *Cours sur l'Actif Net* ou *Capitaux propres-multiples*.

¹⁷ Le report à nouveau est un cumul de bénéfices ou déficits des années antérieures non distribués ni affectés en réserve.

capital social, des réserves et du report à nouveau, constituant une définition plus restrictive de la valeur comptable de l'entreprise.¹⁸

Capitaux propres ou fonds propres ou actif net = richesse de l'actionnaire

Les capitaux propres par action donnent une image du patrimoine de l'actionnaire. Ils représentent l'estimation comptable de la valeur d'une action. L'importance des capitaux propres dans le total des ressources, par rapport aux dettes, permet de mesurer la solidité financière de l'entreprise et le niveau de son indépendance vis à vis des créanciers. Lorsque l'entreprise connaît des pertes, le report à nouveau devient soustractif et diminue les capitaux propres. Si le montant des capitaux propres devient bien inférieur au capital social, les actionnaires devront rapidement régulariser la situation. Au contraire, dans les entreprises prospères ou ayant une longue antériorité, le montant des capitaux propres peut être sans commune mesure avec le capital social, concept plus juridique que financier. Pour le financier, le montant du capital social est peu pertinent par rapport au montant des capitaux propres. La composition des capitaux propres peut être plus importante car la mise en réserve de résultat reste réversible. On peut en effet payer des dividendes aux actionnaires en l'absence de résultat sur la période, en imputant ces dividendes sur des résultats historiques mis en réserves ou reportés à nouveau.

3.2.4. Taux de rentabilité comptable

Le taux de rentabilité comptable est le rapport entre l'accroissement de richesse (le résultat) et les capitaux investis. On distingue la rentabilité comptable des capitaux propres, appelée la rentabilité financière (*Return on equity*, ROE) et la rentabilité comptable de l'actif économique, appelée la rentabilité économique (*Return on capital employed*, ROCE ou *Return on Assets*, ROA). La différence entre elles vient de l'effet de levier de l'endettement.

La rentabilité représente l'évaluation de la performance des ressources investies soit par des apporteurs de capitaux ou d'autres détenteurs du passif de l'entreprise. Elle a la forme d'un taux (un ratio financier ou économique) indiquant le rapport entre un résultat obtenu et les moyens en capital mis en œuvre pour l'obtenir. C'est donc l'outil d'évaluation privilégié par l'analyse financière. Cependant l'analyse de la rentabilité n'est pas un outil utilisable directement (à partir du résultat d'exploitation ou du résultat net) pour évaluer les entreprises car elle est biaisée par les décalages temporels de l'entreprise (Dus aux délais de paiement par exemple). Seuls les flux de trésorerie peuvent assurer une évaluation fiable de la rentabilité nécessaire à l'analyse financière (Horngren et Bhimani, 2009).

¹⁸Les capitaux propres, les fonds propres, la situation nette et l'actif net sont quatre synonymes qui désignent la "valeur comptable" de l'entreprise que l'on déduit du bilan.

Le taux de rentabilité des capitaux propres (rentabilité financière)

Traditionnellement, on mesure la création de valeur pour l'actionnaire par la *rentabilité des capitaux propres*.¹⁹ Définie comme le résultat comptable divisé par les fonds propres comptables, elle exprime la capacité des capitaux investis à dégager un certain bénéfice.

$$R_f = \text{résultat net} / \text{capitaux propres}$$

Le taux de l'actif économique (Rentabilité Economique)

La rentabilité économique mesure la performance de l'entreprise avec l'utilisation de l'ensemble de son capital employé.²⁰ Elle détermine le revenu que parvient, l'entreprise, à générer en fonction de ses ressources. La rentabilité économique est le rapport entre l'excédent brut d'exploitation (EBE) et les capitaux investis (CI). Elle correspond à la sécrétion de richesse réalisée par le potentiel productif de l'entreprise.

$$R_e = \text{EBE} / \text{CI} = \text{RE} * (1 - \text{T}) / \text{CP} + \text{Dettes}$$

RE : Résultat d'Exploitation ; T : Impôts ; CP : Capitaux Propres

Lorsque la rentabilité économique est supérieure au coût du capital emprunté (c'est-à-dire aux taux d'intérêts réels), l'entrepreneur a avantage à s'endetter pour investir. L'entreprise peut améliorer sa rentabilité économique soit, à volume de ventes constant, en augmentant la marge réalisée sur chaque produit, ou à marge unitaire constante, en augmentant le montant des ventes. Ou bien combiner ces deux voies pour l'amélioration de la rentabilité économique.

Dans le cas de la rentabilité économique, on compare l'Excédent Brut d'Exploitation (EBE) à l'ensemble des capitaux investis (y compris les capitaux empruntés auprès du système bancaire ou sur les marchés financiers), alors que dans le cas de la rentabilité financière, on ne compare l'EBE qu'aux capitaux apportés ou conservés dans l'entreprise. La rentabilité financière intéresse plus les associés car c'est la rentabilité des capitaux qu'ils ont placés dans l'entreprise. La rentabilité économique intéresse plus les investisseurs financiers tels que les banques. Si le recours à l'endettement peut permettre d'obtenir une rentabilité des capitaux propres supérieure à la rentabilité économique, il fait aussi peser un risque financier plus lourd sur les actionnaires, dont l'exigence de rentabilité croît d'autant. Sur le long terme, seule une rentabilité économique élevée peut permettre de créer de la valeur pour les actionnaires.

L'effet de levier de l'endettement est la différence entre la rentabilité économique et la rentabilité financière.

¹⁹ Capitaux propres sont les capitaux investis par les propriétaires de l'entreprise.

²⁰ L'ensemble des capitaux « employés » est égal à la somme des fonds propres (KP), apportés par les apporteurs de capitaux, plus les capitaux acquis grâce à l'endettement (DF, pour dette financière).

3.3. Indicateurs de nature boursière

Le montant des capitaux propres donne une simple indication comptable. Les investisseurs boursiers actualisent cette indication en fixant aux capitaux propres une valeur boursière en fonction des perspectives de rentabilité de l'entreprise. Il s'agit de la valeur de marché de l'entreprise. Des indicateurs de nature boursière notamment, la création de valeur boursière (Market Value Added, MVA) et le rendement total des actionnaires (Total Shareholder Return, TSR) sont fortement influencés par la conjoncture boursière, et mesurent ce que le management de la firme est capable de créer ou de détruire à partir du capital investi.

3.3.1. Création de valeur boursière

La création de valeur boursière ou *market value added* (MVA) se définit comme la différence entre la valeur de marché de l'entreprise (capitalisation boursière) et le capital qui est immobilisé (capital et dettes).²¹ Une MVA positive indique que le marché pense que l'entreprise générera plus tard des rentabilités supérieures à son coût du capital (Goodwill). Une MVA négative correspond au cas de figure où le marché anticipe que l'entreprise générera des rentabilités plus faibles que son coût du capital (Badwill). Le *market value added* (MVA) quantifie la valeur totale que l'entreprise peut créer sur cette période. Cet indicateur donne un ordre de grandeur de la plus-value que dégageraient les actionnaires de la vente de l'entreprise après déduction des montants qu'ils ont investis.

$$\text{MVA} = \text{Valeur de marché} - \text{Capital montant comptable de l'actif économique}$$

C'est la meilleure mesure externe de la performance des dirigeants, parce qu'elle indique comment le marché juge l'efficacité avec laquelle les dirigeants d'une société ont utilisé les ressources placées sous leur contrôle. Cependant, dans la plupart des cas, en l'absence d'information, la création de valeur boursière (MVA) est approximée par la différence entre la capitalisation boursière et le montant comptable des capitaux propres (Price to book ratio).

$$\text{MVA} = \text{Valeur de marché} - \text{montant comptable des capitaux propres}$$

La création de valeur boursière (MVA) est une extrapolation obtenue par actualisation des flux de la valeur économique ajoutée (Economic Value Added, EVA) sur une période de visibilité. L'EVA étant calculée sur une base annuelle, la valeur ajoutée de marché. La séquence des flux futurs de l'EVA permet de déterminer, dans un deuxième temps, la MVA en les actualisant au coût moyen pondéré du capital.

$$\text{MVA} = \sum_{t=1}^n \left(\frac{\text{EVA}}{(1 + \text{CMPC})^t} \right)$$

²¹ La MVA, marque déposée par J. Stern et G. Stewart, concerne les entreprises cotées en bourse.

Pour qu'il y ait création de valeur, il faut que la rentabilité des capitaux engagés (Return On Investment, ROI) soit supérieure à leur coût. Dans le cas contraire, même s'il y a croissance du résultat d'exploitation, l'entreprise détruit de la valeur. Ce n'est pas la croissance en soi qui est source de richesse mais la capacité à dégager un résultat opérationnel supérieur au coût de tous les capitaux engagés.

3.3.2. Taux de rentabilité de l'action

Développé par le Boston Consulting Group (BCG), le taux de rentabilité de l'action (*Total Shareholder Return*, TSR) représente le taux de rémunération des actionnaires. Il mesure le changement dans la valeur de marché d'une entreprise.²² Les actionnaires ont accès à deux types de gains. D'une part les dividendes qui leur sont versés par l'entreprise qui résultent des profits récents, et d'autre part les gains en capital, c'est-à-dire les plus values qui résultent de l'augmentation de la valeur des actions qu'ils détiennent.²³ La somme des dividendes et des gains en capital s'appelle la rémunération totale des actionnaires ou TRS (*total Return to Shareholders*). Pour maximiser la richesse des actionnaires, il faut maximiser, donc, le TRS.

Le (*Total Shareholder Return*, TSR) se mesure par la variation de la capitalisation de l'entreprise sur une année, à laquelle est ajouté le montant des dividendes versés, exprimée en pourcentage de la capitalisation en début de période. Il s'agit d'un taux de rendement actuariel dont le calcul doit s'effectuer sur une assez longue période afin de lisser l'impact des variations boursières erratiques (Olsen et al, 2004). On peut augmenter le TSR en améliorant la valeur fondamentale qui représente la valeur actualisée des cash-flows futurs du projet, basée sur sa marge, sa productivité, sa croissance, et son coût de capital. On peut aussi améliorer le TSR en distribuant des dividendes aux actionnaires. En admettant qu'il n'y ait pas eu d'émission ou de rachat de titres, le TSR peut se calculer ainsi :

$$TSR = (\text{Cours}_{\text{fin de période}} - \text{Cours}_{\text{début de période}} + \text{Dividendes}) / \text{Cours}_{\text{début de période}}$$

Conclusion

L'évaluation tient compte de la réussite de l'entreprise et sa performance devient multicritère. Les besoins en matière d'analyse de la valeur sont complexes et intègrent plusieurs dimensions, dont l'axe d'investissement et l'axe temporel. Le premier est confronté à la pluralité des différentes natures de gains et la pluralité des bénéficiaires de l'investissement. L'axe temporel doit représenter un horizon attendu pour que l'investissement ait un plein effet de création de valeur. Ainsi, la construction d'indicateurs d'évaluation de l'entreprise est, désormais, un des grands défis auxquels doit faire face une entreprise. L'analyse de la valeur doit reposer sur l'usage d'une méthode de mesure qui inclut nécessairement la définition du périmètre de valorisation. Afin de rendre plus globale et plus précise l'estimation de valeur de l'entreprise, l'article détaille la démarche de quantification par les points de valeur.

²² Valeur créée = Valeur de marché (VM) - valeur comptable nette

Valeur de Marché des Actions = Valeur Patrimoniale (Actif Net) + Goodwill

²³ Chaque jour à la bourse, le cours de l'action change, au gré de phénomènes parfois difficiles à interpréter.

Annexe

Tab. Grandes catégories de méthodes d'évaluation

Méthode d'évaluation	Valorisation par :	L'évaluation est déterminée par l'examen des :
Méthode patrimoniale	Valeur patrimoniale Actif net corrigé Goodwill	Actifs possédés par l'entreprise : Actifs immobilisés (locaux, équipements), stocks, actifs incorporels (marques, notoriété)
Valeur de rentabilité	Méthode DCF Valeur boursière Valeur de rendement Valeur de productivité Méthode de l'EBIT	Résultats dégagés par l'entreprise : bénéfice net, dividendes, capacité d'autofinancement, EBIT, flux de trésorerie prévisionnels
Méthode des comparables	Barème des fonds de commerce	Comparaisons avec des sociétés non cotées ayant fait l'objet d'une transaction récente connue. Comparaisons avec des sociétés cotées en bourse ayant une activité similaire.

Méthode patrimoniale : La méthode patrimoniale repose sur la conception que la valeur d'une entreprise correspond à l'ensemble de son actif net, en d'autres termes, le total des actifs moins les dettes. C'est par l'examen attentif des comptes annuels (le bilan de l'entreprise) que l'opération d'évaluation est menée.

Valeur de rentabilité : La valeur de rentabilité est fondée sur la capacité de l'entreprise à générer des résultats : bénéfice net, dividendes, capacité d'autofinancement, EBIT (Earning Before Interest and Taxes), flux de trésorerie prévisionnels.

Méthode des comparables : La méthode des comparables, ou méthode par analogie, compare l'entreprise étudiée à d'autres présentant des analogies (secteur d'activité) dont une valeur de marché est connue (valeur boursière si l'entreprise comparable est cotée en bourse ou bien valeur de transaction si l'entreprise n'est pas cotée mais a fait l'objet d'une transaction récente).

Actif net corrigé : Calculer la valeur réelle de marché des immobilisations, par exemple, pour connaître la valeur de l'entreprise.

$$\text{Actif net corrigé} = \text{total actif corrigé} - \text{dettes}$$

Goodwill : La valeur de l'entreprise dépasse souvent la valeur de l'actif net corrigé car il n'a pas été tenu compte d'éléments difficiles à estimer qu'on appelle la survaleur ou Goodwill. Cette méthode est fondée sur le supplément de valeur de l'entreprise engendré par sa position sur le marché que l'entreprise ajoute (Sa notoriété, ses marques, son niveau technologique et d'innovation, son savoir faire, la qualité de sa clientèle, la qualité de ses équipes, son implantation...). Le calcul du goodwill, ou survaleur, est fonction de la rentabilité de l'entreprise. Si la rentabilité de l'entreprise dépasse la rentabilité d'un placement courant avec risque (surprofit obtenu), on dira qu'il ya Goodwill. Dans le cas contraire, il y'aura badwill.

$$\text{Valeur patrimoniale avec Goodwill} = \text{Actif net corrigé} + \text{valeur du Goodwill}$$

Les cahiers du MECAS..... N° 12/ Juin 2016

Méthode DCF : C'est l'approche par les *flux de trésorerie nets*, ou *discounted cash flows*. Il s'agit d'une méthode d'évaluation, laquelle plutôt que de s'appuyer sur l'historique de l'entreprise, va s'intéresser à ses résultats futurs. L'acquisition d'une entreprise apparaît dès lors comme un cas particulier de choix d'investissement. La valeur de l'entreprise sera alors égale à la somme des flux futurs dérogés par l'entreprise actualisés au taux de rentabilité exigé.

$$V_e = V_{\text{Actif économique}} - V_{\text{Dette Financière Nette}}$$

En l'absence de prévision précise des profits annuels, on peut utiliser cette formule comme première approche simple de la valeur totale d'une entreprise à partir de son cash flow annuel et de son taux de croissance prévisible. Retenons donc que le profit futur, la croissance et le coût du capital sont les trois déterminants principaux de la valeur d'une entreprise.

Barème des fonds de commerce : Les éléments pouvant être inclus dans un fonds de commerce se divisent en deux catégories, les biens incorporels (la clientèle, l'achalandage, l'enseigne et le nom commercial, les marques, brevets, logiciels) et les biens corporels (marchandises, matériels).

Références bibliographiques

1. **Drucker. P.**, « The information executives truly need ». Harvard Business Review, 1995 ;
2. **Eccles. R.G.**, « The performance measurement manifesto » Harvard Business Review, Jan-Fev, 1991;
3. **Hornngren. C, Bhimani. A.**, « Contrôle de gestion et gestion budgétaire ». Nouveaux Horizons 2009 ;
4. **Kaplan. R.S, Norton. D.P.**, « Utilisation de la carte de pointage équilibrée en tant que système de gestion stratégique », Harvard Business Review, janvier-février, 1996 ;
5. **Lorino. P.**, « Vers une théorie pragmatique et sémiotique des outils appliqué aux instruments de gestion », Document de recherche ESSEC, DR, 2002 ;
6. **Lorino. P.**, « Méthodes et pratiques de la performance ». Editions d'organisation, Paris, 2003 ;
7. **Lowe. A, Jones. A.**, « Emergent Strategy and the Measurement of Performance : The Formulation of Performance Indicators at the Micro level ». Cahier de Recherche, University of Waikato, New Zealand. (2004) ;
8. **Morin. E.M, Savoie. A.**, « Représentations de l'efficacité organisationnelle : développements récents », Revue psychologica, n°27, Portugal, 2001 ;
9. **Neely. A.**, « Business Performance Measurement ; theory and practice », Cambridge University Press, 2002 ;
10. **Olsen. E, Stelter. D, Xhonneux. P.**, « building an integrated strategy for value creation ». 2004. www.bcg.com ;
11. **Otley. D.**, « Performance Management and Strategy Implementation: The Role of Management Accounting in the Modern Organization » 4th International Management Control Systems Research Conference. Université de Reading, R.Uni, 1999.
12. **Patienté. S.**, « Analyse financière et évaluation d'entreprise ». Collection Synthex : Pearson Education, 2006 ;