

Préface



*Par Maud BODIN-VERALDI
Présidente de la CCEF*

Donner de la visibilité aux adhérents de la CCEF, telle est la mission que s'est assigné le groupe de travail de l'Observatoire des taux d'actualisation et des multiples de valorisation.

C'est une nécessité, surtout si l'on porte son regard sur l'évolution, ces derniers mois, des marchés financiers. À la fin du mois de Décembre 2022, le PER du CAC 40 était en médiane de 14,5 alors qu'il était proche de 19 il n'y a pas si longtemps, ce qui représente une chute de 24 %.

Au-delà de la perte de valeur, il est important de faire ressortir les disparités au sein même de l'indice parisien. Celles-ci s'accroissent et se creusent. J'en veux preuve l'écart-type des PER de l'ensemble des valeurs cotées de l'indice de référence de la bourse. Il atteint un multiple de 8 avec des extrêmes de plus en plus prononcés.

Le secteur "automobile" en est une illustration : les deux grands constructeurs français que sont RENAULT et STELLANTIS ont un PER compris entre 3,5 et 4 fois le résultat net. C'est une situation très difficile pour ces groupes puissants que de connaître une telle contreperformance boursière.

On pourrait formuler la même remarque pour le secteur de l'énergie. ENGIE affiche un PER de 8 environ et TOTAL énergies un multiple du résultat net de 5 fois. On peut marquer quelque inquiétude quand on sait le rôle crucial que joue l'énergie dans le fonctionnement d'une économie comme la nôtre.

L'Observatoire confirme d'ailleurs cette remarque car le coefficient bêta à dette nulle atteint des sommets que ce secteur d'activité n'a jamais connu jusqu'à présent. Le groupe de travail de la CCEF estime que la volatilité des actions du secteur énergétique est de l'ordre de 1.6, ce qui représenterait un coût du capital extraordinairement élevé, ce qui n'est pas sans susciter des interrogations pour des entreprises qui ont pour trait commun d'être "capital intensive" et donc avec des investissements importants pour lesquels la création de valeur est loin d'être assurée.

À l'inverse, des groupes tels que : Hermès et L'Oréal (Luxe), Dassault Systèmes (Edition de logiciels), Essilor Luxottica (Équipements visuels), Safran (Équipement aéronautique) ont des PER supérieurs à 23 fois le résultat net.

Comme on le perçoit au travers de ces quelques exemples, une crise, plusieurs crises économiques à répétition, introduisent des distorsions, des reclassements, des bouleversements que rien ne laissait présager il y a encore un an.

Bien sûr, on me rétorquera que la vision que je viens de dessiner est peut-être passagère. C'est probablement vrai mais chacun sait que lorsque les "premiers de cordée" souffrent, c'est l'économie tout entière qui affiche sa souffrance.

Heureusement, l'économie française dans sa globalité possède des atouts et bénéficie de capacités d'adaptation que l'on sous-estime souvent. Sur ce point, je puis dire que nous ne sommes pas à l'abri d'une bonne surprise. Espérons-le.

Encore une fois, il m'est agréable de pouvoir remercier les personnes qui ont assuré la réalisation de ce cahier. Je sais que Zoé CONSTANTIN qui dirige les travaux y a consacré beaucoup d'énergie et je salue le concours désintéressé de nos contributeurs.

Je souhaite que mes confrères perçoivent la qualité du travail qui a été accompli.

Maud BODIN-VERALDI

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized 'M' and 'V' connected by a horizontal line.

Introduction

Notre Présidente, dans son introduction, a attiré notre attention sur le rôle joué par l'Observatoire que j'ai l'honneur d'animer et coordonner. Il faut, nous dit-elle, donner aux professionnels de l'évaluation, aux experts financiers que nous sommes, de la visibilité.

Sur ce point, notre groupe de travail n'a pas chômé. Je puis vous l'affirmer. Je ne compte plus les simulations que nous avons faites pour "coller" au mieux à la réalité du terrain. Car dans le chaos que nous vivons depuis plusieurs années, où une crise succède à une autre, tout en annonçant la prochaine peut-être plus forte, donner de la VISIBILITÉ n'est pas une mince affaire. Des événements structurants se sont succédé comme la forte remontée des taux. Le taux sans risque en France a franchi la barre des 3 %, ce qui n'était pas arrivé depuis 10 ans. L'inflation est entrée dans la danse, apportant son lot d'effets négatifs et en cascades sur les marges des entreprises. Les marchés financiers sont passés par le "grand 8" et les indicateurs usuels ont parfois perdu le nord.

Comment agir dans un tel contexte ? Le maître-mot dans un univers comme celui que nous vivons est de se donner de la PROFONDEUR et ce, d'autant plus que les crises s'enchaînent les unes aux autres.

J'ai écrit le mot "profondeur". Qu'est-ce que cela signifie ? Je donnerai un exemple pour illustrer mon propos. Au cours de nos calculs, nous nous sommes rendu compte que la volatilité des actions redevenait à un niveau cohérent si l'on effectuait l'analyse non plus sur des betas à deux ans comme nous avons coutume de le faire les années précédentes, mais sur une durée de cinq ans. À cet horizon, les coefficients bêtas s'harmonisent avec les réflexions conduites les années antérieures. Se donner le "temps long" pour voir au-delà des aspérités conjoncturelles. Pour reprendre le titre du livre de Claude AMEISEN, il faut monter sur les épaules de DARWIN pour voir plus loin que les autres.

Un autre point nous a occasionné beaucoup de difficultés : trouver des panels homogènes par secteurs d'activité. Chaque année, cette difficulté se présente devant nous. Cette année fût plus difficile que les années qui ont précédé. Le lecteur pourra trouver que dans certains secteurs d'activité notre panel est de faible ampleur. Il aura raison de faire cette remarque.

Je terminerai en attirant l'attention du lecteur sur le fait que le travail accompli par le groupe est à la mesure des enjeux que nous vivons. Nous avons mis cette année toute la rigueur qui s'impose pour donner à nos confrères la visibilité dont ils ont besoin pour travailler.

Zoé CONSTANTIN
Coordinatrice de l'Observatoire

Ce qu'il faut retenir de l'Observatoire 2023

Rappel des principaux composants du cout du capital

Cout des fonds propres – France – entreprises du CAC40*	9,63 %
Taux sans risque – OAT 10 ans	2,65 %
Prime de risque marché actions CAC40*	6,98 %
Taux de croissance long terme	2,10 %

* Hors Banques et assurances

Équation de détermination de la prime de risque en fonction de la taille de l'entreprise - 2023

$$SP = 8,4407 \% - 2,706 \% \times \text{LOG}(\text{EBIT en M€})$$

Le tableau qui suit donne quelques mesures de la prime de taille en fonction d'un certain nombre de niveaux d'EBIT en millions d'euros.

Prime de taille additionnelle (en %) en fonction de l'EBIT moyen - 2023

Niveau d'EBIT en M€	0,1 M€	0,5 M€	1 M€	5 M€	10 M€	15 M€	20 M€	30 M€	50 M€	100 M€
Taux additionnel au COE	11,15 %	9,26 %	8,44 %	6,55 %	5,73 %	5,26 %	4,92 %	4,44 %	3,84 %	3,03 %

Les membres du groupe de travail de la CCEF



Maud BODIN-VERALDI
Présidente déléguée de la CCEF
Membre du collège des évaluateurs
d'entreprises certifiés CCEF
expert-comptable
et commissaire aux comptes
Responsable de l'Observatoire
de janvier 2018 à décembre 2021



Zoé CONSTANTIN
Responsable de l'Observatoire
(depuis janvier 2022)
Membre du collège des évaluateurs
d'entreprises certifiés CCEF
Directrice d'investissement
CFA



Michel TERNISIEN
Membre du collège des évaluateurs
d'entreprises certifiés CCEF
Économiste – Conseil – Auteur
Initiateur et responsable
de l'Observatoire en 2017



Olivier GRIVILLERS
Membre du collège des évaluateurs
d'entreprises certifiés CCEF
expert-comptable
et commissaire aux comptes



Teddy GUÉRINEAU
Membre du collège des évaluateurs
d'entreprises certifiés CCEF
Consultant – Conseil en évaluation



Étienne LANGER
Évaluation financière
et assistance aux contentieux



Joëlle LASRY
Membre du collège des évaluateurs
d'entreprises certifiés CCEF
expert-comptable et commissaire
aux comptes

Sommaire

Liste des abréviations utilisées dans le document	2
Préface	3
Introduction	4
Ce qu'il faut retenir de l'Observatoire 2023	5

PARTIE 1

Méthodologie de calcul pour la détermination du coût du financement en fonds propres	8
--	---

PARTIE 2

Le coût du financement en fonds propres pour la France et ses composantes – 2023	12
--	----

PARTIE 3

Le bêta sectoriel	18
-------------------	----

PARTIE 4

Calcul du coût du financement en fonds propres (Cost Of Equity ou COE)	24
--	----

PARTIE 5

Méthodologie de calcul pour la détermination du coût moyen pondéré du financement des capitaux investis	28
---	----

PARTIE 6

La décote des multiples de valorisation	32
---	----

ANNEXES

Annexe 1 : Description du modèle utilisé pour la détermination du COE	37
Annexe 2 : Taux de croissance en volume à long terme retenu pour le CAC 40	39
Annexe 3 : Classification sectorielle de la base de données boursière "S&P Capital IQ" : Secteurs et sous-secteurs compris dans les échantillons	40
Annexe 4 : L'effet Taille	43
Annexe 5 : Rappel - Impact d'IFRS 16 sur la dette nette, l'EBITDA et l'EBIT	45
Annexe 6 : Calcul du coût du capital d'une PME	46