



Dans un environnement qui met souvent les économistes et les financiers en porte-à-faux, il existe une règle de valorisation très simple : la valeur nette d'un projet économique quelconque est égale à la valeur actuelle des flux de trésorerie qui en sont attendus moins celle des dettes qui ont servi à le financer. Le 'projet' peut être une entreprise, un bien immobilier, une action en bourse etc. Plusieurs crises économiques, comme celle de la bulle internet, trouvent leur source en partie dans la mauvaise application de ce principe. Déterminer la valeur d'une entreprise, quels que soient les chiffres utilisés ou les méthodes retenues, revient donc toujours, directement ou indirectement, à :

- Donner une valeur aujourd'hui à des flux de trésorerie auxquels on peut raisonnablement s'attendre dans le futur : on obtient ainsi la « valeur d'entreprise », qui est la valeur donnée à l'entreprise par ses actifs et tout le savoir-faire mis en œuvre pour les utiliser ;
- Déduire de cette valeur d'entreprise la somme des engagements financiers nets de l'entreprise, c'est-à-dire le plus souvent ses dettes bancaires nettes de sa trésorerie.

Cette approche prend sa source à la fin des années cinquante et a « résisté » à 50 ans de pratique et de recherche en économie et en finance. Elle n'est qu'une application aux entreprises de méthodologies généralisées à tous les actifs financiers, et plusieurs de ses pères intellectuels ont reçu le prix Nobel d'économie pour leurs travaux. Mais que signifie-t-elle ?

D'abord, que la source de la valeur d'une entreprise est bien la valeur de marché de son outil industriel et commercial (*grossa modo* l'actif de son bilan¹, et tous les éléments incorporels de son exploitation). Mais cette valeur est estimée en calculant l'argent que cet outil et le savoir-faire qui l'accompagne va probablement faire gagner à l'entreprise dans le futur. Plusieurs utilisations différentes des capacités d'une entreprise peuvent donc amener à estimer différentes valeurs pour cette entreprise (ce qui est assez logique).

Ensuite, cette approche nous montre que la valeur des fonds propres, donc des actions ou des parts sociales de l'entreprise, n'est que « résiduelle » : ce que l'entreprise possède a souvent été payé au départ en partie par les banquiers, et il faut donc déduire ce qui leur revient de droit avant de donner une valeur à ce qui appartient aux actionnaires. Toute méthode évaluant directement les actions constitue donc un raccourci, parfois dangereux puisqu'il conduit à faire des hypothèses non maîtrisées à la fois sur la valeur d'entreprise et sur celle de ses engagements financiers nets.

Par ailleurs, un paramètre très important apparaît : la valeur d'entreprise ne dépend pas de la manière dont elle a été financée (capitaux propres/endettement) : un véhicule de livraison ne tombe pas plus souvent en panne s'il a été financé par un prêt bancaire plutôt que directement par les actionnaires. Par contre, la valeur des actions de l'entreprise est d'autant plus faible que l'entreprise est endettée. Ceci implique qu'à perspectives constantes sur la vie de l'entreprise (et donc à « valeur d'entreprise » constante), toute sortie d'argent de l'entreprise sans contrepartie réduit la valeur de ses titres et inversement. Autrement dit, si l'on sort 1F d'une entreprise sans contrepartie, la valeur de ses actions baisse mécaniquement d'1F. La notion de contrepartie est importante : on pourra toujours arguer qu'un investissement permettra de réaliser des bénéfices dans le futur, et donc viendra augmenter la valeur d'entreprise. Par contre un dividende, par nature, n'a pas de contrepartie pour l'entreprise.

La notion de risque aussi est importante : les activités les plus risquées ont une valeur moindre. Ainsi, les sociétés investissant dans des technologies nouvelles sont perçues comme plus risquées que des activités de concessions autoroutières par exemple et à cash-flow attendu égal, leur valeur sera plus faible.

¹ En fait, il s'agit de son « actif économique », c'est-à-dire la somme de ses actifs immobilisés et de son besoin en fonds de roulement