



Dans un environnement qui met souvent les économistes et les financiers en porte-à-faux, il existe une règle fondatrice très simple : la valeur d'un projet quelconque est égale à la valeur actuelle de ses flux de trésorerie attendus moins ses engagements financiers nets. 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, directement ou indirectement, à :

- Donner une valeur aujourd'hui à des flux de trésorerie auxquels on peut raisonnablement s'attendre dans le futur compte tenu de leur risque : on obtient ainsi la « valeur d'entreprise », c'est-à-dire la valeur de marché de l'actif économique de l'entreprise
- Déduire de cette valeur d'entreprise la somme des engagements financiers nets<sup>1</sup> 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 de l'entreprise est bien la valeur de marché de son outil industriel et commercial (*grosso modo* l'actif de son bilan<sup>2</sup>, et tous les éléments incorporels de son exploitation). Mais cette valeur est estimée en calculant les cash-flows que cet outil industriel et commercial va probablement générer 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 ». Toute méthode évaluant directement les fonds propres constitue donc un raccourci, parfois dangereux puisqu'il conduit à faire une hypothèse non maîtrisée à la fois sur la valeur de l'entreprise et de ses engagements financiers nets.

Par ailleurs, un paramètre très important apparaît : la valeur de l'entreprise ne dépend pas de la manière dont elle a été financée (capitaux propres/endettement), mais la valeur de ses titres 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. Là encore, la logique est claire : 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 sera créateur de valeur. Par contre un dividende, par nature, n'a pas de contrepartie pour l'entreprise.

La notion de risque pesant sur les cash-flows est plus complexe à appréhender et sort du cadre de cette note. Elle traduit cependant une autre réalité économique simple : à cash-flow attendu égal, 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.

---

<sup>1</sup> Les « engagements nets » comprennent la valeur actuelle de tous les engagements à caractère de dette, et incluent donc les engagements de retraite, la dette implicite des contrats de crédit-bail etc.

<sup>2</sup> 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