

VALORISATION DE L'ENTREPRISE « GROUPE SANTE VERTE »

(Jean Saint-Cricq – juillet 2010)

Préambule :

L'objet de la présente note est de fournir aux dirigeants du Groupe Santé Verte un cadre de valorisation de leur entreprise par la méthode dite de l' « Actualisation des flux de Trésorerie ».

1. Source des informations :

L'information concernant l'entreprise provient des comptes et budgets préparés par Monsieur Nigel Henton, Directeur Administratif et Financier du Groupe.

Les sources d'informations concernant les marchés financiers, les taux, les primes de risque, les VE (valeur d'entreprise) sont indiquées dans le corps du texte.

2. Bref rappel sur la méthode :

a, théorie :

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie consiste à considérer que :

- la valeur d'un actif est égale à la somme des FCF futurs que l'actif à évaluer rapportera à son propriétaire et à les actualiser.
- le taux d'actualisation à utiliser pour actualiser cette somme est égal à la somme du « taux sans risque » observable dans le système économique et d'une « prime de risque », variable selon les secteurs économiques et les entreprises considérées. Plus précisément, cette prime de risque est égale à la prime de risque du marché (boursier) multipliée par un coefficient dépendant du secteur et de l'entreprise considérée, ce coefficient variant de 0 (aucun risque) à l'infini (risque infini) mais plafonnant en réalité aux alentours de 4.
- historiquement, on constate que le « taux sans risque » varie entre 2 et 4%, et que la prime de risque varie entre 4 et 7%. Nous retenons dans cette note les valeurs suivantes :
- 3% pour le taux sans risque (Journal des Finances)
- 5,5% pour la prime de risque de long terme.

b, le processus :

Les étapes de calcul sont les suivantes :

- calcul du FCF normatif par exercice,
- actualisation des FCF par exercice,
- sommation des FCF actualisés ainsi obtenus, ce qui donne la valeur de l'actif économique recherchée.

c, remarque :

Ne confondons pas « Valeur d'Entreprise » et « valeur des titres ».

3. Les soldes de gestion de référence pour Santé Verte :

Chiffres en millions d'Euros

Dans le cas de Santé Verte, le calcul permettant d'obtenir le FCF de référence part du tableau synthétique suivant établi par la Direction Financière du Groupe :

Colonne « prévu » : budget actuel du Groupe.

Colonne « retr. » : retraitements effectués par la direction financière en fonction d'un éventuel changement d'actionnaires.

Groupe SV consolidé 2010			
Chiffres en Euros	Prévu	Δ	Retr.
Chiffre d'affaires	18.20	0.35	18.55
Marge brute	10.07	0.21	10.28
MB%CA	55.3%		55.4%
Charges de gestion	8.20	0.10	8.10
Amortissements	0.07	0.00	0.07
EBIT	1.79	0.31	2.10
EBIT%CA	9.8%		11.3%
Résultat financier	-0.17	0.00	-0.17
Résultat net avant IS			1.93

4. Les hypothèses de base :

a, Cash flow normatif :

chiffres en millions d'Euros

CF normatif		
Chiffre d'affaires		18.55
Marge brute		10.28
Charges de gestion		8.10
Charges supplém.		0.20
Amortissements		0.07
EBIT		1.90
IS	24%	-0.46
RN		1.44
Cash Flow normatif		1.52

Sur la base des comptes §3, a été établi le tableau de calcul du CF normatif ci-contre, base de la valorisation.

Un montant de 200.000 Euros sur la ligne « charges supplémentaires » a été ajouté aux charges de gestion pour prendre en compte l'arrivée éventuelle de nouveaux actionnaires.

La méthode ne prend pas en compte d'endettement et donc de charges financières puisque la valorisation des titres se fait pas soustraction de la dette

comptable « payante » constatée dans les comptes au jour de l'exercice de la valeur de l'actif économique obtenue par sommation des cash flows actualisés.

b, Free Cash flow normatif et hypothèses connexes :

Groupe Santé Verte		
taux de croissance g1	7.5%	(de l'année n à l'année n+5)
taux de croissance g2	3.0%	(à partir de l'année n+5)
taux d'actualisation r	10.5%	←
BFR 2009/2010	2.00	voir calcul à part
Cash Flow normatif	1.52	voir calcul à part
Investissements 2010	-0.07	amortissements
Delta BFR	-0.15	g1 * BFR
Free Cash Flow	1.29	base de la méthode de valo.

Le calcul du FCF normative est fait selon le tableau ci-dessus, en prenant en compte :

- un taux de croissance g1 appliqué au FCF : 5 premières années de la projection (horizon dit prévisible). Nous avons retenu 4 hypothèses : 7.5%, 10%, 12.5% et 15%.
- un taux de croissance g2 : appliqué au-delà de l'année 5. Classiquement : 3%.

- un BFR de 2 millions d'Euros en 2009/2010 (stocks + clients – fournisseurs).
- des investissements récurrents annuels égaux aux amortissements de manière à entretenir l'ensemble des outils de production.
- un accroissement annuel du BFR dépendant de la taille du BFR et du taux de croissance retenu pour l'entreprise.

c, Le taux d'actualisation :

Le taux d'actualisation utilisé dans le calcul et les différentes simulations correspond à la formule suivante du MEDAF (Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers) :

Taux d'actualisation = Taux sans risque + β*(Prime de risque)

Le taux sans risque retenu tel que publié actuellement dans les journaux financiers est de 3%.

La prime de risque retenue selon les mêmes sources est de 5,5% sur une période de moyen/long terme.

Le β :

Nous retenons pour Santé Verte un β compris entre 1,25 et 1,75 (noter que le β du secteur est de l'ordre de 0.8 ou moins).

5. Le calcul de la valorisation selon 12 scénarios :

Sur la base des remarques qui précèdent, nous avons effectué les calculs de valorisation de l'entreprise (VE) selon 12 scénarios présentés dans le tableau ci-dessous, et dépendant de 2 dimensions : le taux de croissance d'une part (4 hypothèses) et le β d'autre part (3 niveaux) :

VE du Groupe Santé Verte			Taux de croissance			
			7.50%	10.00%	12.50%	15.00%
Bêta et taux d'actual.	1.25	10.50%	23.97	24.97	25.93	26.86
	1.50	12.00%	20.10	20.90	21.70	22.40
	1.75	13.50%	17.40	18.06	18.68	19.30

ANNEXE 1

Grille de valorisation à titre d'exemple pour le scénario :

Taux de croissance 5 ans : 10% par an

$$\beta = 1,5$$

GRILLE DE VALORISATION DU GROUPE SANTE VERTE - VALEUR D'ENTREPRISE - JSC Juillet 2010 -

Valorisation de l'entreprise à partir de son FCF "normatif" et de la méthode des DFCF		
Groupe Santé Verte		Date : juil-10
taux de croissance g1	10.0%	(de l'année n à l'année n+5)
taux de croissance g2	3.0%	(à partir de l'année n+5)
taux d'actualisation r	11.3%	(décomposition du calcul du tactu)
BFR 2009/2010	2.00	voir calcul à part
Cash Flow normatif	1.52	voir calcul à part
Investissements 2010	-0.07	amortissements
Delta BFR	-0.2	g1 * BFR
Free Cash Flow	1.24	base de la méthode de valo.

Taux d'actualisation			
TSR	Beta	PR	Tactu
3%	1.50	5.5%	11.25%

Valeur d'entreprise :	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Free cash flow K€	1.24	1.37	1.51	1.66	1.82	1.88	1.93	1.99	2.05	2.11	2.18
Coefficient d'actualisation	1.00	0.90	0.81	0.73	0.65	0.59	0.53	0.47	0.43	0.38	0.34
FCF actualisé	1.24	1.23	1.22	1.20	1.19	1.10	1.02	0.94	0.87	0.81	0.75
Sommation des FCFA	1.24	2.47	3.69	4.89	6.08	7.19	8.20	9.15	10.02	10.83	11.58

Sommation 5 ans	7.19
Sommation 10 ans	11.58
Sommation 20 ans	16.61
Sommation 30 ans	18.93
Sommation 40 ans	20.01
Sommation 100 ans	20.92

Formule de Gordon et Shapiro $V_0 = FCF^*(1+g)/(r-g)$
20.93
= Valeur d'entreprise

VE du Groupe Santé Verte		Taux de croissance				
		7.50%	10.00%	12.50%	15.00%	
Bêta et taux d'actual.	1.25	10.50%	23.97	24.97	25.93	26.86
	1.50	12.00%	20.10	20.93	21.70	22.40
	1.75	13.50%	17.40	18.06	18.68	19.30

ANNEXE 2

CONSIDERATIONS CONCERNANT LE β RETENU POUR SANTE VERTE

Les données à prendre en considération pour choisir un β sont les suivantes :

- le β d'un placement sans risque (obligations d'Etat) est égal à 0 (par définition).
- le β du secteur « santé » en France (CAC 40 Santé) se situe aux alentours de 0.5 (JSC), avec un coefficient de corrélation avec le CAC40 de 0,5.
- le β des secteurs « healthcare, medical supplies, pharmacy, drug » aux USA se situe aux alentours de 0,8 (Damodaran 2010)
- le β du marché boursier dans son ensemble est égal à 1 (par définition).
- compte tenu du coefficient de corrélation du CAC Santé avec le CAC 40 de 0,5, d'une volatilité de 0,25 pour le CAC 40, le β de ruine du secteur santé se situe aux alentours de 2 ($\beta = \rho \cdot \sigma_i / \sigma_m$, soit $0,5 \cdot 100 / 25 = 2$).
- compte tenu d'une volatilité observée (calculs de JSC) et attendue (hypothèse pessimiste) pour les prochaines années de 50% pour Santé Verte, le β total de Santé Verte est de : $\sigma_i / \sigma_m = 0.5 / 0.25 = 2$. Ce β est le maximum envisageable pour Santé Verte dans la mesure où il représente le prix du risque que prendrait un investisseur non diversifié par ailleurs, ce qui est une hypothèse déraisonnable.
- en outre, compte tenu de sa position sur son marché, des différents facteurs de risques que la Société peut encourir (juridiques, économiques et financiers), nous rejetons toute hypothèse de défaut pour Santé Verte.
- Enfin, pour prendre en compte la taille de l'entreprise (« small cap ») et le levier d'endettement qui semble légèrement supérieur à celui du secteur, nous retenons pour Santé Verte un β plancher de 1,25.

Conclusions :

Nous retenons une fourchette pour le β applicable à Santé Verte entre 1.0 et 1,75.

Jean Saint-Cricq – Juillet 2010