

**Valorisation du FJ Trend Tracker® de Fabienne Joanny
par la méthode des « Options Réelles »**

Préambule : cette note expose la valorisation du FJ Trend Tracker ®de Fabienne Joanny par la méthode des « Options Réelles ».

1 – Pourquoi considérer le FB Trend Tracker ® comme une option au sens financier du terme?

a, définition des options financières :

Option : droit d'acheter ou de vendre un actif à une date prédéterminée pour une prix prédéterminé.

Par exemple une «option d'achat» (ou call) donne à son propriétaire le droit (ou la possibilité) d'acheter, à une date précisée (ou date d'exercice), un actif (ou sous-jacent) pour un prix précisé (ou prix d'exercice).

Une «option de vente» (ou put) donne à son propriétaire le droit (ou la possibilité) de vendre, à une date précisée (ou date d'exercice), un actif (ou sous-jacent) pour un prix précisé (ou prix d'exercice).

Notations :

S = prix du sous-jacent (une action par exemple) côté sur le marché boursier.

T = date d'exercice.

K = prix d'exercice.

C = prix de l'option d'achat de l'action concernée.

b, analogie entre le FB Trend Tracker® et une option d'achat sur action (call) :

Le FB Trend Tracker® donne à son propriétaire la possibilité (ou opportunité) de lancer, à une date donnée (ou date d'exercice), un Complément alimentaire ou un produit cosmétique (le sous-jacent) pour un coût de lancement connu (ou prix d'exercice) ; de même, un call sur action donne à son propriétaire le droit d'acheter cette action à une date donnée, pour un prix connu et déterminé.

Notations :

S = prix (valeur) d'un produit dans les marchés considérés (Compléments Alimentaires ou Cosmétiques),

T = date d'exercice ou de lancement d'un produit nouveau (un à 3 ans),

K = coût de lancement d'un nouveau produit dans le marché considéré,

C = prix of the FB Trend Tracker®.

c, principe de la méthode :

Connaissant S, T et K, nous pouvons déduire ou tout au moins approcher rationnellement une valeur de C. Pour cela il s'agit simplement d'apprécier ce que pourrait être le prix du sous-

jacent à la date d'exercice compte tenu de la probabilité de l'évolution de ce prix par rapport au prix actuellement observé sur le marché, d'en soustraire le coût de lancement, le solde donnant le prix de l'option.

2 – Valorisation du FB Trend Tracker® en tant qu'option :

Les 2 étapes :

Le FB Trend Tracker ® apporte à son propriétaire l'opportunité (ou option) de lancer des nouveaux produits dans les marchés des compléments alimentaires et cosmétiques. La méthodologie amenant à la valorisation de cette opportunité se déploie en 2 étapes:

- Valorisation de l'actif sous-jacent (= le nouveau produit),
- Valorisation de l'option.

21 – Valorisation du sous-jacent (= le nouveau produit) :

Préambule : la valeur de tout actif productif de flux de trésorerie est égal à la somme :

- de la valeur des actifs incorporels qui sont à sa base: la marque, la formule, les brevets de fabrication, les brevets d'application, le fonds de commerce, le savoir-faire...
- de la valeur des actifs corporels nécessaires à sa mise sur le marché et son exploitation, et notamment l'appareil de production et le BFR.

Dans ce qui suit, quand il est fait référence à la "valeur d'un produit", c'est de la valeur de ses incorporels et du besoin en fonds de roulement que l'on parle. Nous prenons en effet l'hypothèse que la fabrication du produit est entièrement sous-traitée à l'extérieur de l'entreprise titulaire et que le coût correspondant est en charges du compte d'exploitation. Le principal problème est donc de donner une valeur aux actifs incorporels puisque le BFR est comptablement observable ou évaluable.

Pour résoudre ce problème nous calculons la "valeur du produit" comme suit, en utilisant la méthode universelle des flux de trésorerie actualisés (ou DFCF).

Valeur d'un produit dans nos marchés :

Tout produit, comme tout actif financier producteur de flux de trésorerie, vaut la somme de tous les flux de trésorerie futurs disponibles pour son propriétaire.

Valorisation d'un produit dans nos marchés :

La valorisation d'un produit par la méthode universelle des FDCF (Free discounted cash flows, ou actualisation des flux de trésorerie libres) passe par l'utilisation de son « Business Plan » et plus particulièrement de son compte d'exploitation.

Ci-dessous est présenté un compte d'exploitation moyen d'un produit moyen sur les marchés considérés. Les données présentées et utilisées dans cet exercice proviennent de nombreuses Sociétés leaders ainsi que des panels professionnels (type IMS) et d'une longue expérience « marketing » et stratégique de l'auteur sur ces marchés.

Le tableau ci-contre présente des moyennes ou ordres de grandeur des paramètres d'exploitation d'un produit moyen de nos marchés (Compléments alimentaires et cosmétiques).

Le coût moyen de lancement se situe aux alentours de 1M€ et le BFR moyen est de l'ordre de 20% du chiffre d'affaires réalisé.

Hypothèses économiques du projet		
CA annuel moyen	=	3.00 M €
FCF annuel moyen	=	0.44 M €
coût de lancement	=	1.00 M €
BFR (20% yearly sales)	=	0.60 M €

PROJET "moyen"		
Avrge P&L	M€	%
Chiffre aff.	3.00	100
Marge brute	2.10	70
Logistique	0.18	6
Force Vente	0.45	15
Dép. mktg	0.45	15
Fr. généraux	0.30	10
EBIT	0.72	24
Rés. Financier	-0.03	
IS	-0.25	33%
RN = CF	0.44	

Compte d'exploitation moyen en millions d'Euros.
IS = impôt sur les sociétés.

BFR	20%	du CA
BFR	0.6	M€
Taux d'intérêt	5%	par an
Rés. Financier	0.03	M€

BFR = Besoin en fonds de roulement.

A partir du compte d'exploitation ci-dessus, on peut construire le tableau ci-dessous qui permet de calculer la valeur actuelle des flux de trésorerie à venir, disponibles pour leur propriétaire.

VALORISATION D'UN PRODUIT SUR NOS MARCHES											Taux actual.
											8.5%
Année	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Moy.
FCF	-0.60	0.00	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.70	0.70	0.44
Coeff.actual.	1.00	0.92	0.85	0.78	0.72	0.67	0.61	0.56	0.52	0.48	
FCF actualisé	-0.60	0.00	0.51	0.47	0.43	0.40	0.37	0.34	0.36	0.34	

Sommation des FCF actualisés	2.62 M€
-------------------------------------	----------------

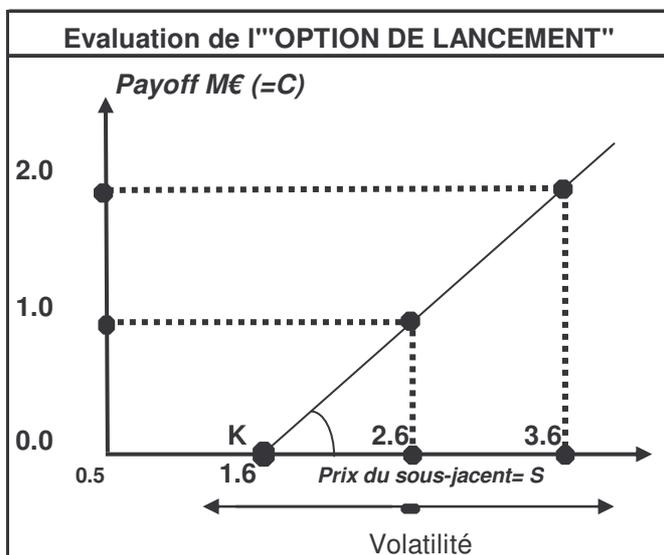
La valeur d'un produit moyen sur le marché est donc de 2.6 million € selon cette approche. Il est à noter que ce chiffre représente un peu moins d'une année de chiffre d'affaires, environ 1,3 années de marge brute, 3 à 4 fois l'EBIT, et 6 fois le résultat net, ce qui est en dessous des niveaux moyens de transaction observés dans la réalité, mais cependant cohérent avec ces derniers.

Commentaires :

- 1, Dans cette approche, le taux d'actualisation utilisé est de 8.5% et est un taux reel (déflaté), qui, si l'on considère un taux d'inflation de long terme moyen de 2% implique un taux sans risque de l'ordre de 2% aussi, et donc une prime de risque déflatée de 6,5%, alors que sur les marchés financiers la prime de risque de long/moyen terme se situe aux alentours de 5%.
- 2, Cette prime de risque semble raisonnable car supérieure à la prime implicite que les professionnels appliquent dans ces marchés.

22 – Valorisation de l'option, c'est à dire du FB Trend Tracker ® de Fabienne Joanny :

Le FB Trend Tracker® de Fabienne Joanny apporte à son propriétaire l'option ou l'opportunité de lancer des nouveaux produits sur les marchés des compléments alimentaires et des cosmétiques pour un coût de lancement connu moyen que l'on considère être la somme de : frais de publicité 1^{ère} année, frais de force de vente 1^{ère} année et Besoin en fonds de roulement, pour un total de 1.6 million d'Euros.



Le schéma ci-contre montre :

- ce que rapporte l'option à son propriétaire (payoff) en ordonnées,
- le prix d'un produit moyen que nous venons de calculer en abscisses. A noter que les 2.6 M€ que nous avons obtenus plus haut sont un « prix moyen ». Par expérience et intuition l'écart type est de l'ordre de 1 million de part et d'autre de l'espérance moyenne.

Aide à la lecture de ce schéma :

Le coût de lancement étant de 1.6 million €, le propriétaire de l'option exercera son option si le prix prévisionnel du produit est supérieur à 1.6 million d'Euros à la date de lancement, ce qui est le cas en moyenne (nous venons de voir que sur ces marchés le prix moyen d'un produit est de 2.6 millions d'Euros en moyenne d'une part ; d'autre part, le FB Trend Tracker renforce l'espérance de cette moyenne, par les connaissances et expériences qu'il apporte à son propriétaire ; enfin, il est hautement probable que le Trend Tracker ne servira pas au lancement d'un seul produit ...

En conséquence, il apparaît clairement que le montant de 1 million d'Euros en ordonnée constaté en regard du prix de 2.6 million d'Euros en abscisse pour un produit moyen est une base de valorisation très prudente et conservatrice.

Nous retenons cette valeur de 1 Million d'Euros pour le FB Trend Tracker® de Fabienne Joanny.

Jean Saint-Cricq
15 août 2010