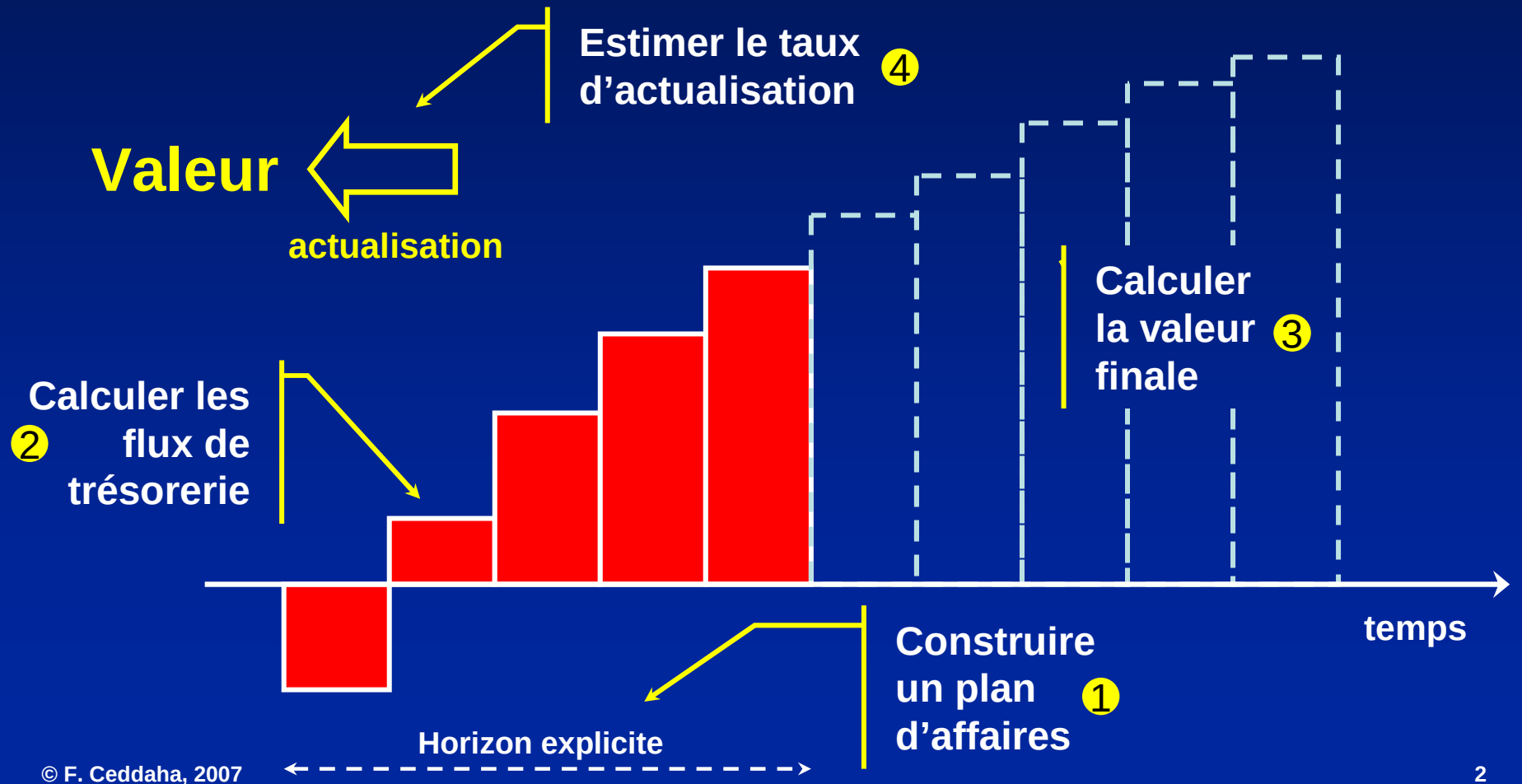
Évaluation – méthode DCF

© Franck CEDDAHA

2007

Principe de la méthode

- Les **quatre étapes** de la méthode DCF



© F. Ceddaha, 2007

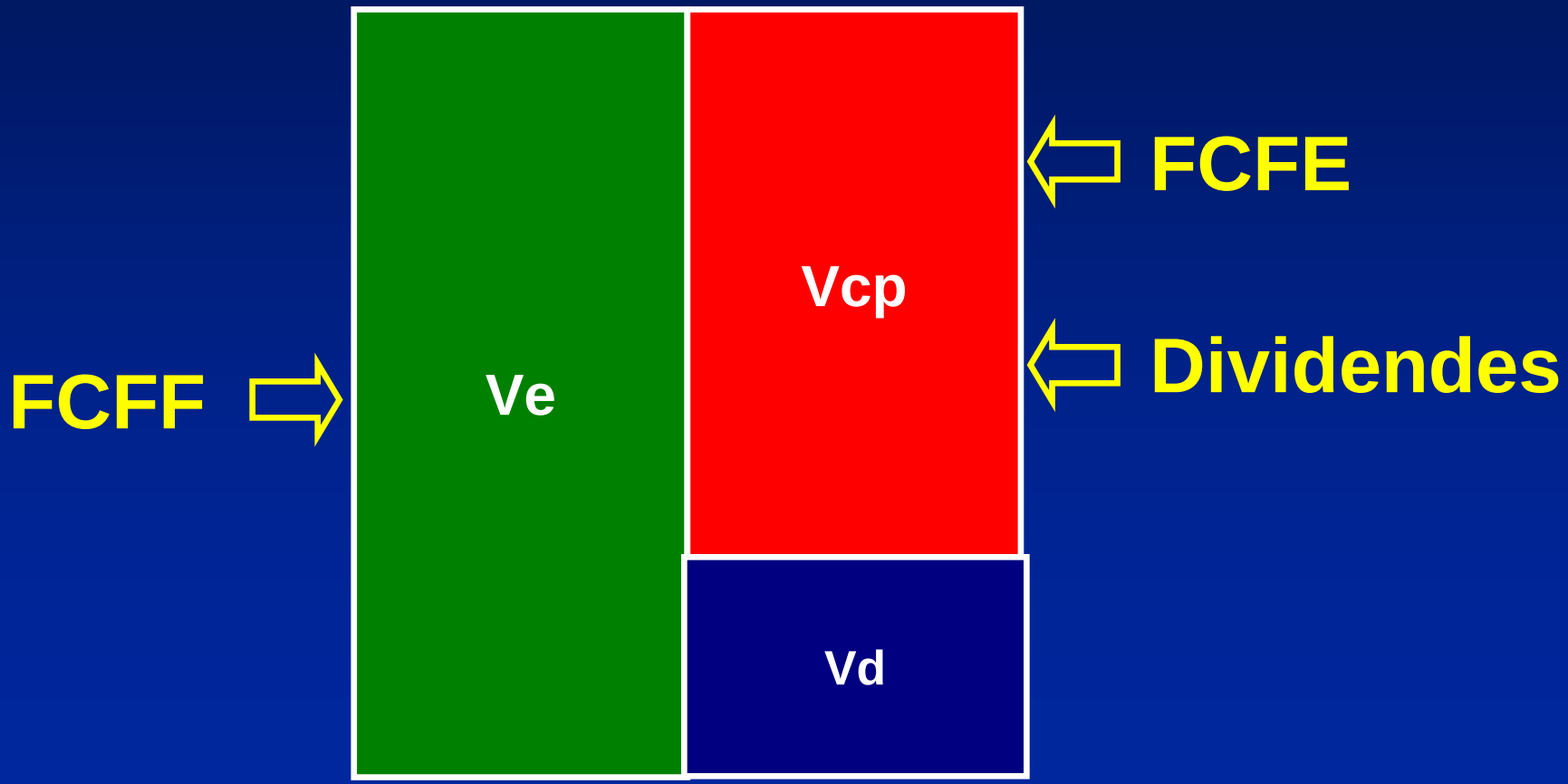
❶ Construire un plan d'affaires

- Préambule: **qui** a construit le plan d'affaires et **pourquoi** ?
- La durée du plan d'affaires doit être adaptée à la **visibilité** de l'entreprise
- Respecter des **règles de cohérence**
- Élaborer **plusieurs scénarios** : best, base et worst case

© F. Ceddaha, 2007

❷ Calculer les flux de trésorerie

- Les **différents types de flux** et leurs **bénéficiaires**



© F. Ceddaha, 2007

❷ Calculer les flux de trésorerie

- Le taux d'actualisation dépend des **bénéficiaires** des flux

Cash Flows	FCFF	FCFE	Dividendes
Rémunèrent	Actionnaires ET créanciers	Actionnaires	
Taux	Wacc	Kcp	
Valorisent	Ve	Vcp	

© F. Ceddaha, 2007

❷ Calculer les flux de trésorerie

- Calcul des **Free Cash Flows to Firm** (FCFF**)**

Résultat d'exploitation
- Imposition théorique
+ Amortissements
- Investissements
- Variation de BFR
= FCFF

© F. Ceddaha, 2007

❸ Calculer la valeur terminale

- Valeur terminale = **valeur de l'entreprise au terme de l'horizon explicite**

- Les hypothèses de valeur terminale sont un **enjeu d'évaluation** (et de négociation) **majeur**

- Deux approches de la valeur terminale
  - **Valeur de sortie** choisie explicitement
  - **Valeur implicite** issue d'un flux normatif

© F. Ceddaha, 2007

❸ Calculer la valeur terminale

- L'approche par valeur terminale implicite consiste à définir un **flux de trésorerie normatif** projeté à l'infini

- Le flux normatif peut être calculé avec ou sans croissance

- Le flux normatif doit refléter:
  - ↗ **perspectives de croissance**
  - ↘ **politique d'investissement**
  - ↘ **variations du BFR**

© F. Ceddaha, 2007

❹ Estimer le taux d'actualisation

- Le Wacc est le **coût moyen pondéré du capital**

$$\text{Wacc} = \text{Kcp} \cdot \frac{\textbf{Vcp}}{\textbf{Vcp} + \textbf{Vd}} + \text{Kd} \cdot (1\text{-IS}) \cdot \frac{\textbf{Vd}}{\textbf{Vcp} + \textbf{Vd}}$$

- Le coût de la dette est toujours **après impôt**

© F. Ceddaha, 2007

❹ Estimer le taux d'actualisation

- Le coût des capitaux propres (Kcp) est le taux de rentabilité exigé par les **actionnaires**
- Il peut être estimé en utilisant le **MEDAF**

$$Kcp = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$$

- La prime de risque (Rm – Rf) est **anticipée**
- β mesure la sensibilité au **risque systématique** (non diversifiable) et dépend de la **structure financière**

© F. Ceddaha, 2007

❹ Estimer le taux d'actualisation

- Le coût de la dette (Kd) est le taux de rentabilité exigé par les **créanciers**

- Kd est le **coût de marché** de la dette (et non le coût comptable)

- Kd dépend du **rating**

© F. Ceddaha, 2007

❹ Estimer le taux d'actualisation

- La pondération Vd / Vcp
  - La structure financière est **évolutive**
  - La pondération est en **valeur de marché**
  - Le processus de détermination du Wacc est **itératif**

- Deux règles fondamentales:
  - Choisir des **pondérations cohérentes** avec le plan d'affaires
  - La **valeur d'entreprise** est largement **indépendante de la structure financière**

© F. Ceddaha, 2007

❺ Déterminer la valeur d'entreprise

- L'actualisation des flux détermine la **valeur d'entreprise**

$$Ve = \sum_{i=1}^{n} \frac{FCF_{(i)}}{(1 + Wacc)^{i}} + \frac{VT_{(n)}}{(1 + Wacc)^{n}}$$

- La valeur des **capitaux propres** se déduit de la valeur d'entreprise **par ajustements**

- Il convient de mener des **analyses de sensibilité** pour aboutir à une **fourchette de valeurs**

© F. Ceddaha, 2007