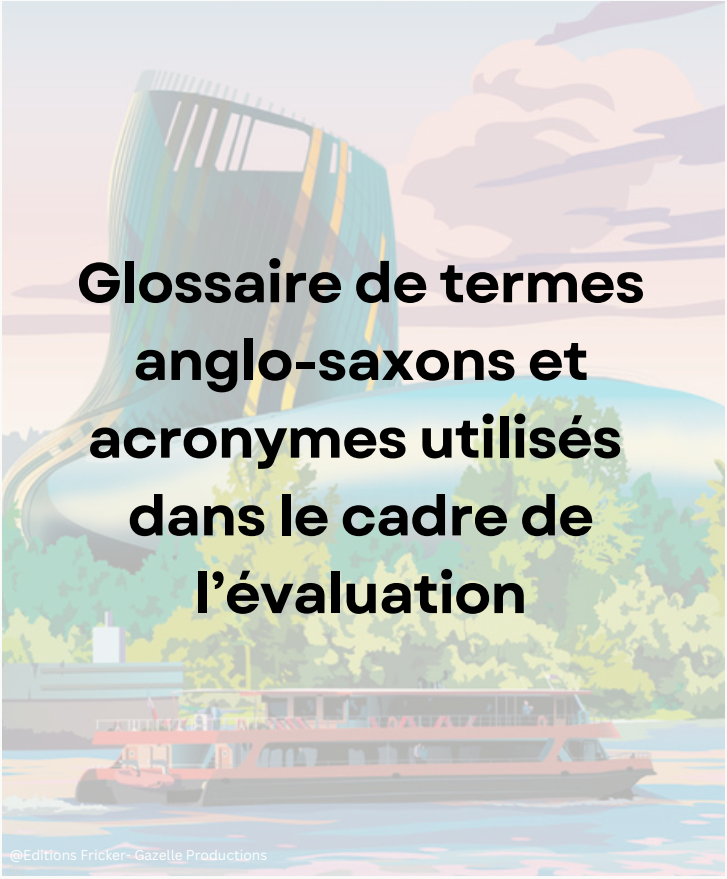
62e

Congrès National des Experts-Comptables de Justice

L'actualité de l'évaluation
Outils opérationnels, approche normative



Glossaire de termes anglo-saxons et acronymes utilisés dans le cadre de l'évaluation

BORDEAUX
CITÉ DU VIN - 18 OCTOBRE 2024

CNECJ

Édito

Le domaine de l'évaluation est, sinon dominé, du moins largement imprégné des concepts financiers développés dans le monde anglo-saxon. Il est donc difficile d'échapper au jargon issu des théoriciens qui en ont défini les grands principes et surtout des praticiens qui parfois se complaisent dans un usage intensif des acronymes attachés à la matière.

Le glossaire qui suit vise tout autant à traduire « en bon français » des expressions qui, aux yeux des non spécialistes, peuvent paraître quelque peu ésotériques, qu'à rappeler les définitions d'une terminologie qui est parfois mal interprétée.

Les notions utilisées par les évaluateurs sont parfois très précises, parfois moins, et il est important de bien comprendre ce à quoi elles se réfèrent sous peine de contre-sens qui peuvent se révéler funestes.

L'évaluation n'est certes pas une science exacte, mais elle n'en exige pas moins une rigueur de raisonnement, une cohérence dans les analyses et les comparaisons et une maîtrise des outils d'analyse financière qui implique de connaître à la fois leurs mérites et leurs limites.

Les définitions qui suivent sont, dans un cadre nécessairement concis, accompagnés de commentaires destinés à apporter un minimum d'explication sur les concepts utilisés et leur finalité.

Patrick LE TEUFF
Président d'honneur

Éric LE FICHOUX
Rapporteur général du 62e Congrès

Olivier COURAU
Membre de la chambre de la section Paris-Versailles

Teddy GUÉRINEAU
Membre de la section Paris-Versailles

Terme/Acronyme	Définition
Average	Moyenne. En tant que mesure statistique, elle suppose pour être signifiante d'être déterminée à partir d'un échantillon de valeurs suffisamment large et représentatif, en fonction de la dispersion de ces valeurs.
Balance sheet (B/S)	Bilan (comptable)
Book value	Valeur nette comptable. Le terme est souvent utilisé pour faire référence à la valeur comptable des capitaux propres, notamment dans le cadre de l'utilisation du ratio "Price/Book value".
Bridge	Passage entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des capitaux propres (parfois également qualifié « passage EV EQ »). La valeur d'entreprise (à ne pas confondre avec la « valeur de l'entreprise ») est la valeur de l'actif économique de l'entreprise. La valeur des capitaux propres est la valeur qui revient aux détenteurs des titres de la société après déduction de ce qui a été emprunté aux financeurs et ajout, le cas échéant, de la trésorerie ou autres actifs hors exploitation. Outre la dette financière nette ou la trésorerie nette, il doit également être tenu compte de la valeur économique des actifs et passifs non reconnus au travers de l'approche d'évaluation mise en œuvre (selon les cas, intérêts minoritaires, provisions pour indemnités de retraite, déficits fiscaux, …)
CAGR	*Compounded annual growth rate* - Taux de croissance annuel moyen (TCAM) sur une période pluriannuelle
Cash-flow	Flux de trésorerie

Terme/Acronyme	Définition
Cash-flow fade	Modèle dit de la rente décroissante. Dans le cadre de la mise en œuvre d'une approche par l'actualisation des flux de trésorerie, est retenu un horizon au cours duquel la rentabilité économique de l'entreprise mesurée à partir du ROCE (cf. infra) se dégrade (soit par le fait de baisse de marges, soit par le fait de la baisse de la rotation de l'actif économique) jusqu'à devenir égale au CMPC (cf. infra). Au terme de cet horizon, la valeur de l'actif économique est égale à sa valeur comptable.
Capital expenditure (« Capex »)	Dépenses d'investissements (par opposition aux dépenses d'exploitation « Opex » cf. infra)
Control premium	Prime de contrôle (ne se confond pas avec la prime d'offre observée lors d'opérations de marché qui ne se rapporte pas nécessairement à un changement de contrôle) qui correspond au surprix payé par l'investisseur pour obtenir le contrôle de la cible.
Cost of equity	Coût estimé des capitaux propres, c'est-à-dire le taux de rentabilité attendu par les investisseurs en fonds propres d'une entreprise compte tenu de ses spécificités (voir également WACC infra).
Cost of debt	Coût estimé de la dette financière, c'est-à-dire le taux de rentabilité attendu par les prêteurs d'une entreprise compte tenu de ses caractéristiques (risque sectoriel, solvabilité, etc.).
CDS	*Credit default swap* – Produits dérivés permettant de s'assurer contre le défaut d'une entreprise ou d'un État (l'acheteur verse une prime au vendeur, qui s'engage à le rembourser en cas de défaut de l'emprunteur). En matière d'évaluation financière, ils sont utilisés comme instruments de mesure du risque de défaut dans l'appréciation du coût de la dette d'une société.

Terme/Acronyme	Définition
DCF	*Discounted cash flow* – (flux de trésorerie actualisés). Cet acronyme désigne par extension la méthode d'évaluation associée à cette notion et reposant sur l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs.
DDM	*Discounted dividend model* – Méthode d'évaluation reposant sur l'actualisation des capacités distributives de l'entreprise au coût estimé des capitaux propres. Elle est couramment utilisée dans le secteur de la banque ou des assurances et elle est plus généralement applicable aux sociétés soumises à des contraintes de maintien de niveau de fonds propres réglementaires. Elle n'a pas vocation à être utilisée, sauf justification particulière, de façon redondante avec une approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs.
Discount rate	Taux d'actualisation
Earn out	Complément de prix prévu contractuellement à l'occasion d'une cession, dont (i) le paiement est généralement différé et (ii) le montant est déterminable en fonction de l'atteinte d'objectifs opérationnels post cession.
EBIT	*Earnings before interest and tax* – Littéralement « *résultat de l'entreprise avant intérêts financiers et impôt sur les sociétés* », cet agrégat, qui correspond dans les grandes lignes au résultat d'exploitation, n'est réellement défini dans aucun référentiel comptable. En l'absence de définition standardisée, il convient de préciser les produits et charges entrant dans la composition de cet agrégat à chaque cas d'espèce.

Terme/Acronyme	Définition
EBITA	*Earnings before interest, tax and amortization* - Littéralement « *résultat de l'entreprise avant intérêts financiers, impôt sur les sociétés et dépréciation des actifs incorporels* ». A l'instar de l'EBIT, cet agrégat n'est défini dans aucun référentiel comptable. Il se rapporte usuellement au résultat de l'entreprise avant coût de l'endettement, charge d'impôt sur les sociétés et dépréciation des actifs incorporels et, le cas échéant, du goodwill.
EBITDA	*Earnings before interest, tax, depreciation and amortization* - Littéralement « *résultat de l'entreprise avant intérêts financiers, impôt sur les sociétés, amortissements et dépréciations* ». Cette notion est proche de l'excédent brut d'exploitation et traduit la capacité de l'entreprise à engendrer des flux de trésorerie positifs avant prise en compte du coût de la dette et avant impôt. À l'instar des agrégats précédents, il n'est défini dans aucun référentiel comptable et doit être défini précisément au cas par cas.
EBITDAR	*Earnings before interest, tax, depreciation amortization and rent*. Il s'agit de la même notion que l'EBITDA mais retraitée des loyers (notamment de crédit-bail), ce qui permet de neutraliser cette composante dans les comparaisons de sociétés (notamment dans le secteur de l'hôtellerie, le transport aérien…) qui recourent soit à la location, soit à l'acquisition de leurs biens immobiliers. À l'instar des agrégats précédents, il est souhaitable d'en donner une définition précise au cas par cas.
EBITDAaL	*Earnings before interest, tax and depreciation after lease*. À l'instar des agrégats précédents, il est souhaitable d'en donner une définition précise au cas par cas. Il correspond à l'EBITDA sous déduction des loyers (dotations aux amortissements et charges d'intérêts reconnues en application d'IFRS 16 au titre des loyers) et constitue une référence de la performance de l'entreprise dans certains secteurs (notamment dans le secteur de l'hôtellerie, le transport aérien…)

Terme/Acronyme	Définition
Enterprise value (EV)	Valeur d'entreprise (valeur économique attribuable aux actifs de l'entreprise incluant son BFR - parfois qualifiée de valeur *debt free / cash free*)
Equity value (EQ)	Valeur des capitaux propres (valeur de marché attribuable aux capitaux propres part du groupe de l'entreprise)
EPS	*Earnings per share* – Bénéfice par action (BPA). Il s'agit en général du résultat net (part du groupe dans les comptes consolidés) divisé par le nombre d'actions émises. Il peut être calculé sur le nombre total d'actions émises en fin de période ou sur le nombre moyen d'actions au cours de l'exercice. Il est dit « dilué » s'il inclut le nombre de nouvelles actions potentielles à émettre en application des plans d'options ou d'attribution d'actions gratuites existants.
Football field	Désigne la représentation graphique des résultats obtenus sur chaque critère d'évaluation, en hiérarchisant ces derniers, à l'issue de la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère.
Forecast	Prévision
Free cash-flow (FCF)	Flux de trésorerie disponible. Il convient de distinguer (a) le *Free cash flow to firm* (FCFF) correspondant au flux de trésorerie revenant à l'ensemble des apporteurs de capitaux, c'est à dire disponible pour (i) le remboursement de la dette (y compris intérêts financiers) et (ii) la distribution de dividendes aux associés, (b) du *Free cash flow to Equity* (FCFE) correspondant au flux de trésorerie revenant aux actionnaires après déduction des intérêts après impôts et de la variation de la dette financière. C'est le FCFF qui sera retenu dans la méthode DCF pour l'actualisation des flux au coût moyen pondéré du capital.

Terme/Acronyme	Définition
Free float	Flottant - Correspond à la quote-part des actions cotées d'une société effectivement susceptibles d'être échangées sur le marché (par opposition aux blocs d'actions majoritaires ou de contrôle ou faisant l'objet d'une obligation de conservation).
Fully diluted	Pleinement dilué (prise en compte, dans le calcul du nombre d'actions, des droits donnant accès à terme au capital, par exemple obligations convertibles, etc.)
Gearing	Ratio d'endettement mesurant les parts respectives de la dette et des capitaux propres dans le financement de l'entreprise et permettant d'appréhender le risque inhérent à la structure financière de l'entreprise. Formule de calcul : **D/(D+E)** avec D : dette financière nette (cf. NFD ci-après), E : capitaux propres. Il est comptable s'il fait appel aux capitaux propres comptables et aux dettes financières mesurées à un instant donné. Il peut être évalué par référence aux données de marché si on exprime les dettes financières et les capitaux propres en valeurs de marché. Il peut également être sectoriel, s'il reflète le niveau d'endettement moyen d'un secteur d'activités.
Gross margin	Marge brute
IRR	*Internal return rate* - Taux de rentabilité interne ou TRI (se rapporte principalement à un projet d'investissement)

Terme/Acronyme	Définition
Levered Beta	Bêta dit « endetté » (également dénommé bêta des capitaux propres). Il mesure la sensibilité du titre aux fluctuations du marché mesurée par rapport à la moyenne. Il est représentatif à la fois du risque opérationnel lié à l'exploitation et du risque financier lié à l'impact de la structure financière de la société. Formules de calcul : **β endetté = β désendetté x [1+(1-IS)x(D/E)]** ou **β endetté = β désendetté x [1+(D/E)]** dans l'hypothèse où le ratio D/E est présumé constant avec D : dette financière nette, E : valeur de marché des capitaux propres, IS : taux d'impôt sur les sociétés effectif
Liquidity premium	Prime ou décote justifiée par la moindre liquidité ou l'absence de liquidité des titres à évaluer
LTM	*Last twelwe months* – Référence aux 12 derniers mois d'activité d'une société (correspondant généralement aux quatre derniers trimestres clos)
Market capitalization (« Market Cap »)	Capitalisation boursière
Median	Médiane (valeur qui sépare la moitié inférieure et la moitié supérieure des termes d'une série statistique). Contrairement à la moyenne, elle est insensible aux valeurs extrêmes. Comme toute mesure statistique, elle suppose pour être significative d'être déterminée à partir d'un échantillon de valeurs suffisamment large et représentatif.
NAV	*Net asset value* - Actif net réévalué
NOPAT	*Net operating profit after tax* Résultat opérationnel après impôt (généralement à son taux normatif). Agrégat retenu dans le cadre de la détermination du retour sur capitaux employés (cf. ROCE)

Terme/Acronyme	Définition
Net profit	Résultat net
Non GAAP	Se dit généralement de données financières et en particulier d'agrégats de mesure de la performance ne correspondant pas au référentiel comptable suivant lequel la société établit son information financière (Il peut s'agir notamment de l'EBIT, l'EBITDA, l'EBITDAR…)
NPV	*Net present value* – Valeur actuelle nette (VAN)
NTM	*Next twelwe months* – Référence aux 12 prochains mois d'activité d'une société (correspondant généralement aux quatre prochains trimestres à venir)
NFD	*Net financial debt* - Dette financière nette : dettes financières (parts courante et non courante) diminuées des placements de trésorerie et valeurs disponibles
Opco (/Propco)	Méthode d'évaluation qui consiste à évaluer séparément l'immobilier d'exploitation de l'activité opérationnelle (quel que soit le mode de détention juridique de l'immobilier). Au travers de cette approche, les flux de l'activité d'exploitation supportent un loyer de marché théorique et la valeur de l'ensemble est obtenue par l'actualisation ou la capitalisation de ces flux de trésorerie ainsi retraités, augmentée de la valeur de marché de l'immobilier.
Opex	*Operational expenditure* Dépenses opérationnelles ou charges d'exploitation (par opposition aux dépenses d'investissement « Capex » cf. supra). Une distinction est parfois effectuée entre les charges directes et indirectes de production et les autres charges de structure (« SG&A »).
Peers group	Echantillon de sociétés à priori considérées comme « comparables »

Terme/Acronyme	Définition
PER (ou P/E)	*Price earnings ratio* – Multiple de valorisation correspondant à la capitalisation boursière divisé par le résultat net part du groupe
PEG	*Price earnings to growth* - Il est obtenu en divisant le PER par le taux de croissance annuel des bénéfices anticipé sur les années futures.
PIK	*Payment in kind* - Instrument de financement hybride, dont le remboursement est subordonné aux autres dettes financières de l'entreprise et les intérêts peuvent être payés, le cas échéant, par un autre titre de dette, ou des titres de capital (ou donnant accès au capital de la société).
P&L	*Profit and loss* – Compte de résultat
Post-Money Valuation	Valeur de référence des capitaux propres d'une société après réalisation d'une augmentation de capital
Pre-Money Valuation	Valeur de référence des capitaux propres d'une société avant réalisation d'une augmentation de capital
Price to book (P/B)	Multiple de valorisation obtenu à partir de la capitalisation boursière d'une société divisée par la valeur comptable de ses capitaux propres
(Opco/) Propco	Cf. Opco
Ratchet	Mécanisme au travers de différents moyens juridiques (BSA, Actions de préférence convertibles…) permettant à un investisseur de se protéger contre l'effet dilutif d'une opération sur le capital futur à un prix inférieur à celui de sa souscription.

Terme/Acronyme	Définition
ROCE	*Return on capital employed* - Taux de retour sur capitaux employés. Principal instrument de mesure de la rentabilité d'une entreprise dans les secteurs d'activité capitalistique. Formule de calcul : **ROCE = NOPAT / CE** avec NOPAT : Résultat opérationnel après impôt, CE : Capitaux employés moyens sur une période (Immobilisations nettes + BFR) Lorsque le ROCE est supérieur au WACC, la société crée de la valeur et lorsqu'il est inférieur à ce dernier, la société détruit de la valeur.
ROE	*Return on Equity* – Retour sur capitaux propres Formule de calcul : **ROE = RN / E** avec RN : Résultat net part du groupe, E : Capitaux propres part du groupe
SG&A	*Selling, General and Administrative expenses*. Frais généraux (par opposition aux coûts de production directs et indirects)
Size premium	Prime de taille
Spread	Ecart de rendement actuariel entre la dette contractée par la société et un emprunt non risqué (obligations d'état) pour une même durée. Il intervient dans l'estimation du coût de la dette à hauteur d'une prime s'ajoutant au taux rendement d'un actif sans risque pour une même durée.
Std. Dev.	Ecart-type (mesure mathématique de la dispersion des valeurs d'un échantillon statistique ou d'une distribution de probabilité)
Tangible book value	Capitaux propres comptables retraités des actifs incorporels (capitaux propres tangibles)

Terme/Acronyme	Définition
Terminal value	Valeur terminale – Valeur reconnue aux perspectives de flux au-delà de l'horizon explicite retenu de prévisions d'exploitation. Elle peut être déterminée par capitalisation du dernier flux ou application d'un multiple de marché à un agrégat de la dernière période, sous réserve que le multiple retenu soit cohérent avec l'horizon auquel est déterminée cette valeur (en pratique, il est rare de pouvoir disposer d'un tel multiple). Le poids relatif de la valeur terminale est très variable selon l'horizon de prévision explicite retenu et ne constitue pas en tant que tel une indication de surévaluation ou de sous-évaluation, l'importance étant que le flux terminal retenu, à la date choisie, soit représentatif d'un flux normatif.
Unlevered Beta	Bêta dit « désendetté » (également dénommé bêta de l'actif économique ou bêta de l'activité). Il mesure le risque de l'activité économique (risque systématique) se rapportant à un titre par rapport au marché, indépendamment de sa structure financière. Formule de calcul : **β désendetté = β endetté / [1+(1-IS) x (D/E)]** ou **β désendetté = β endetté / [1+ (D/E)]** dans l'hypothèse où le ratio D/E est présumé constant avec D : dette financière nette, E : valeur de marché des capitaux propres, IS : taux d'impôt sur les sociétés effectif.

Terme/Acronyme	Définition
VWAP	*Volume weighted average price* – Cours moyen pondéré par les volumes sur une période déterminée. Il est obtenu à partir de la valeur totale des transactions réalisées sur le marché sur une période de référence (1 jour, 30 jours, 60 jours, 6 mois, 1 an…) divisée par le nombre total de titres échangés sur la même période. Il se distingue du cours de clôture ou de la moyenne des cours de clôture, qui ne sont représentatifs que des dernières transactions en fin de séance. Le cours moyen pondéré par les volumes permet d'appréhender de façon appropriée le prix des transactions les plus significatives en volumes sur une période déterminée.
Working capital	Besoin en fonds de roulement (BFR). Il correspond à la part de financement que l'entreprise doit consacrer en permanence à son cycle d'exploitation pour compenser le décalage entre les flux constitués par les dépenses et les recettes de l'activité.
Yield	Rendement
YTD	*Year to date* - Désigne la performance cumulée réalisée au cours d'un exercice comptable à une date déterminée.
Vesting (period)	Période d'acquisition de droits généralement assortie d'une obligation de présence du bénéficiaire des droits à une échéance déterminée (s'applique généralement à des titres)

Terme/Acronyme	Définition
WACC	*Weighted average cost of capital* – Coût moyen pondéré du capital (CMPC) Il représente le coût pour l'entreprise résultant du taux de rendement requis des apporteurs de capitaux (actionnaires et bailleurs de fonds) par référence à la rémunération qu'ils pourraient obtenir d'un placement présentant le même risque. Ce coût moyen est estimé par pondération des taux de rendements des capitaux employés par rapport à leurs contributions respectives dans le financement de l'entreprise. Formule de calcul : **CMPC = Ke x E/(E+D) + Kd x (1-IS) x D/(E+D)** avec Ke : coût estimé des capitaux propres, Kd : coût estimé de la dette, E : valeur de marché des capitaux propres D : valeur de la dette financière nette IS : taux d'impôt effectif
WARA	*Weighted Average Rate of Return Analysis* - Taux de rendement moyen pondéré estimé des actifs dans le cadre des travaux d'allocation du prix d'acquisition à l'occasion d'un regroupement d'entreprise

Notes

©Editions Fricker-Gazelle Productions