

La baisse des taux d'intérêt influence-t-elle la valeur des entreprises ?

Alexandre STREEL, Réviseur d'Entreprises, et Virginie MEUNIER
BDO Corporate Finance, avril 2017

Ces dernières années, les marchés ont vu leurs taux d'intérêt chuter de manière parfois spectaculaire. Comment considérer ce phénomène lorsqu'on évalue une entreprise ? L'impact est-il identique quelle que soit la méthode d'évaluation utilisée ? Faut-il procéder à des ajustements de certains paramètres d'évaluation ? Autant de questions auxquelles cet article tente de répondre.

Les taux d'intérêt ont connu une forte diminution au cours des dernières années...

Aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe, à l'exception de quelques pays tels que la Grèce, le rendement des obligations d'état a fondu comme neige au soleil. A titre d'exemple, ce type de placement sur 10 ans affichait un rendement de l'ordre de 8 à 9% en 1990, tant aux Etats-Unis qu'en Allemagne ou en Belgique. 25 ans plus tard, ces taux ne dépassaient pas 2% dans ces 3 pays. L'Espagne, pour sa part, a vu son taux passer de 14% à moins de 2% sur la même période. Pire encore, certains pays ont affiché des taux d'intérêt négatifs.

En Belgique, cette diminution a été particulièrement marquée au cours des 5 dernières années. En effet, le rendement annuel des OLO (obligations d'état linéaires) d'une durée de 10 ans est passé de près de 4% fin 2011 (proche d'ailleurs de sa moyenne historique) à 0,8% fin 2016, soit une chute de 80% (source : BCE) !

Après la crise financière ayant débuté en 2008, la plupart des observateurs s'accordaient à penser que la diminution des taux était

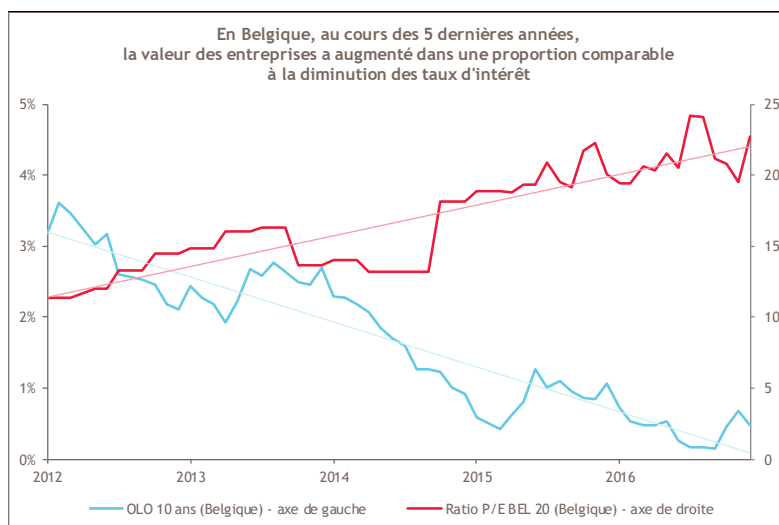
ponctuelle. Par la suite, les taux bas étaient expliqués par la politique des banques centrales... La crise subie par certains pays européens a ensuite servi de justification à cette situation. Aujourd'hui, nous constatons que cette diminution s'est maintenue depuis 5 ans.

... et par ailleurs, la valeur des entreprises a augmenté !

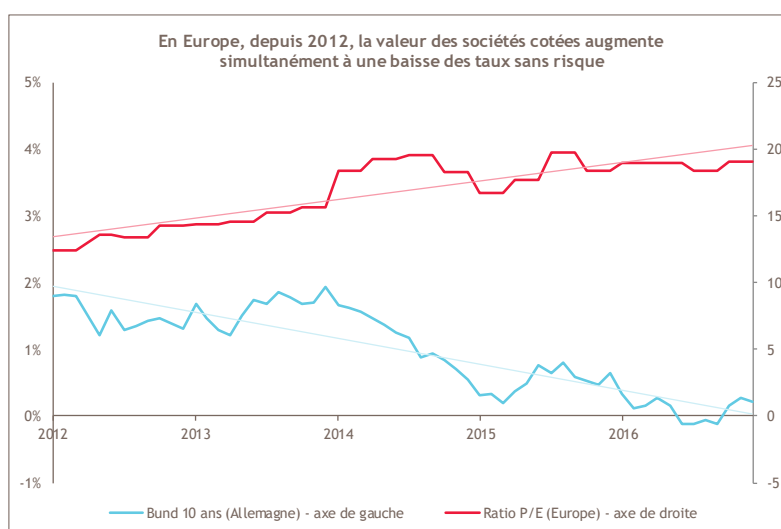
Parallèlement à cette diminution des taux d'intérêt, les sociétés cotées ont vu leur valeur globalement augmenter. Ainsi, le ratio cours/bénéfice (dénommé en anglais le *Price Earnings* ou P/E ou encore PER), indiquant la valeur de marché d'une société en proportion de son résultat net, a connu, en Europe, une hausse de plus de 50% au cours des 5 dernières années. Plus précisément, les sociétés cotées européennes affichaient un P/E moyen (tous secteurs confondus) de 12 début 2011, contre presque 20 à fin 2016 (source : Duff & Phelps, Valuation Insights). En d'autres termes, à résultat net constant, les sociétés ont vu leur valeur augmenter de plus de 50% en 5 ans. L'indice BEL 20, indice de référence du marché belge, est passé de 2.080 à 3.600 points en 5 ans, soit une hausse de plus de 70%.

Le professeur de finance Pablo Fernandez a d'ailleurs mis en lumière, dans une récente contribution, la corrélation (négative) entre le rendement des obligations d'état américaines et les ratios P/E des 500 plus grandes sociétés cotées sur les bourses américaines (indice S&P 500). Sur une période de 25 ans, ces deux indices ont évolué dans le sens contraire, à l'exception de certaines années.

Le graphique ci-contre permet de comparer l'évolution, depuis 2012, du rendement annuel des OLO à 10 ans, avec celle du ratio P/E des sociétés composant le BEL 20 (sources : BCE et Infinancials).



Le même phénomène est observable en Europe. Sur le second graphique ci-contre, nous constatons en effet la tendance baissière du rendement des obligations d'état en Allemagne, généralement considéré comme le taux sans risque de référence en Europe, et simultanément une hausse du ratio P/E des sociétés cotées européennes (sources : Investing.com et Duff & Phelps, Valuation Insights).



Y a-t-il un lien entre ces deux phénomènes ?

En période de baisse des taux d'intérêt, l'investisseur souhaitant acquérir des actions sera a priori prêt à les acquérir à un prix supérieur. Ce phénomène est expliqué par 2 facteurs distincts : d'une part, l'espérance d'obtenir des dividendes plus élevés (les sociétés générant des résultats plus importants, en raison des charges d'intérêt moindres) et, d'autre part, l'exigence d'un rendement moins gourmand sur ce type de placement, compte tenu de la diminution générale des rendements sur les placements alternatifs moins risqués (et notamment des taux d'intérêt sur les obligations d'état).

Si cette explication n'en reste pas moins vraie, il convient de rappeler un double phénomène constaté au cours des dernières années, impactant la valeur des actions en sens contraires. D'une part, en dépit de l'environnement de taux d'intérêt bas, beaucoup de belges, présentant une forte aversion au risque, ne se tournent pas vers les actions mais continuent à donner la préférence à l'épargne sous la forme d'actifs liquides, tels que les comptes d'épargne, ou d'actifs à long terme mais peu risqués, comme les produits d'assurance à capital garanti. Et d'autre part, depuis la fin de la crise financière, les marchés boursiers, qui avaient été désertés, ont vu une frange des investisseurs y revenir, ce qui a soutenu les cours des actions.

Comment refléter le phénomène de baisse des taux d'intérêt dans la valeur d'une entreprise, déterminée selon la méthode *Discounted Cash Flow* ?

Trois approches d'évaluation différentes peuvent être utilisées pour déterminer la valeur de marché d'une entreprise : l'approche par le rendement, l'approche par le marché et l'approche par le coût. Au sein de ces 3 approches, différentes méthodes d'évaluation peuvent être utilisées.

Selon l'approche par le rendement, la valeur d'une entreprise est calculée sur base des revenus économiques que cette entreprise est censée pouvoir générer dans le futur. La méthode la plus couramment utilisée est la méthode DCF (*Discounted Cash Flow*), consistant à estimer les cash-flows opérationnels futurs de l'entreprise, et à les actualiser à un taux reflétant le rendement moyen exigé par les deux types d'investisseurs, actionnaires et banquiers, compte tenu de leur contribution respective dans les sources de financement de l'entreprise. Ce taux d'actualisation est dénommé le WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

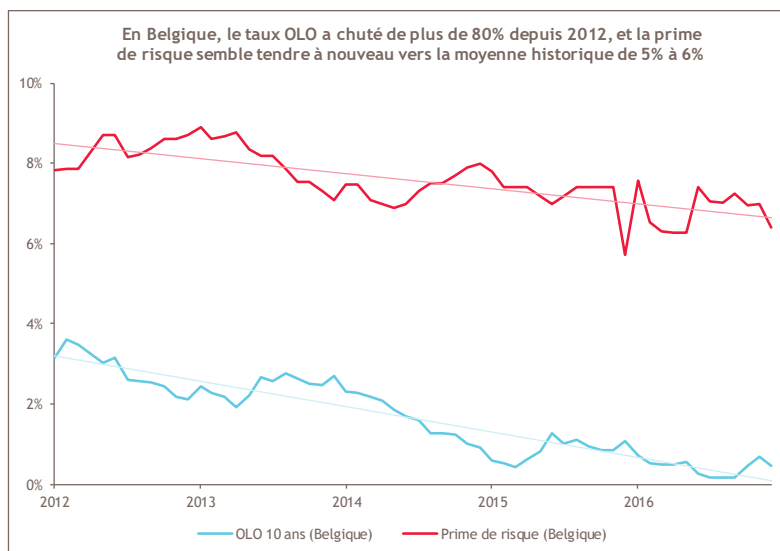
En période de taux bas, le coût d'endettement utilisé par l'évaluateur sera a priori moindre, pour autant que les risques propres à l'entreprise restent stables et que l'on ne s'attende pas à une augmentation significative des taux à court ou moyen terme.

Quant au rendement exigé par les actionnaires, dénommé le « coût des fonds propres » (*Cost of Equity*), il est presque toujours déterminé, conformément au modèle CAPM (*Capital Asset*

Pricing Model), sur base (i) des taux sans risque (les obligations d'état représentent a priori l'actif le moins risqué, et leur rendement est donc traditionnellement assimilé à un taux dit « sans risque ») et (ii) d'une prime de risque correspondant au rendement supplémentaire offert par le marché boursier (comparativement à un placement sans risque). Pour être complet, précisons que (i) cette prime de risque est pondérée par un facteur, dénommé le *Beta*, permettant de considérer le risque sectoriel de l'entreprise évaluée et que (ii) une prime de risque supplémentaire (la *Small Firm Premium*) devrait être considérée pour les sociétés privées et/ou de taille limitée.

$$\text{Coût des fonds propres} = \text{taux sans risque} + [\text{prime de risque} \times \text{Beta}] + \text{Small Firm Premium}$$

La prime de risque reste globalement stable dans le temps et se situe historiquement entre 5% et 6%, à l'exception de quelques pics notamment en 2009 et 2012, au cœur de la crise financière, où elle a frôlé les 10% en Belgique (source : banque Degroof). Depuis quelques années, une partie des investisseurs se tournent à nouveau vers le marché boursier, et la prime de risque, actuellement de 7% en Belgique, semble tendre progressivement vers la moyenne historique.



Dès lors que les autres paramètres influençant le taux d'actualisation (essentiellement le *Beta*, la *Small Firm Premium* et le taux d'imposition) ne sont pas ou peu impactés par les taux d'intérêt, nous pouvons en conclure que, toutes autres choses étant égales, le rendement exigé tant par les actionnaires que les banquiers sera moindre en période de baisse des taux d'intérêt. Le WACC sera donc plus faible, ce qui impactera à la hausse la valeur des entreprises.

Certains praticiens de l'évaluation considèrent toutefois que le rendement que les bailleurs de fonds, actionnaires et banquiers, devraient exiger, ne diminue pas dans la même proportion que les taux d'intérêt. Ils choisissent dès lors d'ajuster certains paramètres pour atténuer l'impact de la baisse des taux sans risque, soit en considérant un taux sans risque moyen historique ou encore en majorant la prime de risque ou la *Small Firm Premium*.

Précisons enfin qu'en cas de diminution des taux d'intérêt, la valeur de marché de la dette financière d'une société augmente a priori. Lors de l'évaluation, il conviendrait dès lors d'en tenir compte lors du passage de la valeur d'entreprise (*Enterprise Value* ou EV) à la valeur des titres, entraînant une baisse de cette dernière. Dans la pratique, cet élément est néanmoins rarement considéré.

Qu'en est-il des autres méthodes d'évaluation ?

L'approche par le coût, également connue sous le nom de « méthode de l'actif net » ou « méthode patrimoniale », calcule la valeur de marché d'une société sur base de la valeur économique de son actif net. Cette méthode est sans doute la plus facile à appliquer, mais elle ne reflète pas les performances historiques ou futures de l'entreprise, ce qui constitue un inconvénient majeur du point de vue des investisseurs. A l'exception de quelques cas particuliers (évaluation d'une société holding, immobilière, etc.), elle est donc peu utilisée et

ne sera pas abordée ici. En tout état de cause, cette méthode est peu (voire pas) impactée par les taux d'intérêt en vigueur.

L'approche par le marché, quant à elle, est une méthode d'évaluation basée sur le principe de substitution. Elle consiste à déterminer la valeur d'une entreprise par référence aux prix d'entreprises similaires disponibles publiquement ou issus de transactions récentes. Plus spécifiquement, la méthode des multiples consiste à identifier des sociétés cotées en bourse et dériver de ces observations des multiples à appliquer aux agrégats financiers de la société à évaluer. La valeur ainsi obtenue est enfin ajustée pour tenir compte des caractéristiques propres à l'entreprise à évaluer. Les multiples utilisés dans cette méthode, dérivés des observations boursières, reflètent donc les perceptions du marché, et dès lors aussi les conditions économiques de celui-ci (en ce compris l'évolution des taux d'intérêt). En cas de baisse (ou hausse) des taux d'intérêt, nous recommandons donc, sans plus ni moins, de recourir aux multiples constatés sur les marchés, au risque de ne pas respecter le postulat de base de cette méthode (étant que les marchés intègrent les évolutions économiques et évaluent correctement les actions).

Quel est l'impact chiffré, sur la valeur d'une société, d'une diminution de 3% (300 points de base) du taux d'intérêt ?

Prenons l'exemple d'une société, active dans le secteur alimentaire, dégageant un résultat d'exploitation (EBIT ou *Earnings Before Interests and Taxes*) de 300 et affichant un endettement financier de 500. En 2011, cette société a généré un résultat net de 180, impacté par (i) ses charges financières (son coût d'endettement moyen était de 6%) et (ii) un impôt sur le résultat de 34%. 5 ans plus tard, pour un même résultat d'exploitation, cette société a dégagé un résultat supérieur, grâce à l'économie réalisée sur les charges financières (son coût d'endettement ayant diminué à 3%).

Résultats	2011	2016
EBIT	300	300
Charges financières	- 30	- 15
Résultat avant impôts	270	285
Impôts	- 92	- 97
Résultat net (arrondi)	180	190

Il convient de préciser que, par souci de simplification, nous avons considéré (i) un cash-flow (pour les actionnaires et banquiers) équivalent au résultat d'exploitation net d'impôt (soit 200), (ii) une stabilité entre 2011 et en 2016 de la dette financière, de la prime de risque, du *Beta* et de la *Small Firm Premium* (afin d'isoler l'impact de l'évolution des taux d'intérêt), et enfin (iii) un taux de croissance à long terme nul.

Comme précisé dans le tableau suivant, le taux d'actualisation (WACC) diminue de 10,1% en 2011 à 7,7% en 2016, en raison de la baisse des taux d'intérêt.

Taux d'actualisation	2011	2016
Coût des fonds propres (a)	12,2%	9,2%
<i>Taux sans risque</i>	4,0%	1,0%
<i>Prime de risque</i>	7,4%	7,4%
<i>Beta</i>	0,70	0,70
<i>Small Firm Premium</i>	3,0%	3,0%
Coût net des dettes (b)	4,0%	2,0%
<i>Coût brut des dettes</i>	6,0%	3,0%
<i>Taux d'imposition</i>	34,0%	34,0%
Poids des fonds propres (c)	75%	80%
Poids des dettes (d)	25%	20%
WACC (a x c + b x d)	10,1%	7,7%

La valeur de marché (arrondie) de la société selon la méthode DCF est estimée à 1.500 en 2011 et 2.000 en 2016, comme indiqué dans le tableau ci-dessous.

Méthode DCF	2011	2016
Cash-flow (a)	200	200
Taux d'actualisation (b)	10,1%	7,7%
Valeur d'entreprise (a/b)	1.960	2.560
Endettement financier	- 500	- 500
Valeur de marché (arrondie) des fonds propres (a/b)	1.500	2.000

Les résultats obtenus selon la méthode du multiple P/E sont proches de ceux de la méthode DCF :

Méthode du multiple P/E	2011	2016
Résultat net (a)	180	190
Multiple P/E du secteur <i>Food</i> (b)	12	18
Décote d'illiquidité (c)	25%	40%
Valeur de marché (arrondie) des fonds propres (a x b x [1-c])	1.600	2.000

La décote d'illiquidité, plus élevée en 2016 qu'en 2011 (40% vs 25%) reflète notamment la plus forte liquidité constatée actuellement sur les marchés boursiers.

Cet exemple illustre l'effet d'une baisse des taux d'intérêt sur la valeur d'une entreprise. Cet impact sera d'autant plus important que la société est endettée.

Conclusion

La baisse des taux d'intérêt, bien qu'elle ne puisse à elle seule expliquer la hausse de la valeur des entreprises, en est un élément important. En période de baisse des taux, l'investisseur sera enclin à payer un prix plus élevé pour acquérir des actions, compte tenu (i) d'un résultat supérieur attendu, grâce à l'économie réalisée sur les charges financières et (ii) de l'exigence d'un rendement moins gourmand sur ce type de placement, compte tenu de la diminution générale des rendements offerts par les placements alternatifs moins risqués.

Les multiples dérivés des observations boursières, utilisés dans l'approche par le marché, reflètent les perceptions des investisseurs, et donc a priori les conditions économiques du marché, en ce compris l'évolution des taux d'intérêt. Dans le respect de la philosophie de cette méthode, il convient donc de les considérer comme tels lors d'une évaluation d'entreprise.

Quant à l'approche par le rendement, et plus spécifiquement la méthode *Discounted Cash Flow*, la pratique majoritaire nous semble être de considérer, sans autre ajustement, les taux en vigueur à la date d'évaluation. Toutefois, pour l'évaluateur convaincu que le rendement exigible notamment par les actionnaires ne diminue pas proportionnellement à la baisse du taux sans risque, et en fonction du mode de construction du taux d'actualisation, il ne serait pas incorrect de majorer ce rendement, et partant, le taux d'actualisation.

Rappelons enfin que l'évaluation, malgré tout le soin méthodologique qui peut y être apporté, n'est pas une science exacte. L'évaluateur veillera à faire preuve d'une grande rigueur économique et financière, et s'assurera de pouvoir justifier les paramètres utilisés, gage d'objectivité maximale.
