

**ELEMENTS OF FINANCIAL VALUATIONS OF COMPANIES
OF CENTRAL EUROPE**

**ELÉMENTS D'ANALYSE D'ÉVALUATIONS FINANCIÈRES
CONCERNANT LES SOCIÉTÉS D'EUROPE CENTRALE**

Nicolas Levi

Polska Akademia Nauk

Wyższa Szkoła Gospodarki Euroregionalnej w Józefowie

nicolas_levi@yahoo.fr

ABSTRACT/ RÉSUMÉ

The considered text aims at explaining how companies are valued and assessed in Central Europe after the collapse of the Soviet Union. In the first part of the text, a global overview of the theory of valuations is provided. The first part includes the major type of valuations that are utilized by professional from the valuation sector. The first part includes the main valuations methods (the net book value, discounted cash flows and multiples -market capitalization to financial indicators of a considered company-). The second part of the text concerns particularly the societies of Central Europe as well as the specifics of this region. Some examples of European companies are provided and studied. Multiples of Central European Countries are studied as well as other factors related to the financial assessment of companies. We will particularly remark that multiples are highly different from one country to the other and therefore the fundamental analysis is less strict in Central Europe in comparison to Western countries of Europe.

Le texte ci-contre se donnera pour vocation d'expliquer la manière dont sont évaluées les sociétés en Europe Centrale suite aux changements économiques qui se sont déroulés après la chute de l'empire soviétique. Dans la première partie du texte ci-dessous se trouve un rappel théorique concernant les méthodes d'évaluations. La première partie comprend les principaux types d'estimations (la méthode du patrimoine, l'actualisation et les comparables – capitalisation boursière en comparaison aux principaux indicateurs financiers de sociétés). La seconde partie du texte concernera tout particulièrement les sociétés d'Europe Centrale ainsi que

ces spécificités. Des exemples de sociétés d'Europe Centrale seront donnés et étudiés. Les comparables de Sociétés d'Europe Centrale seront étudiés ainsi que d'autres éléments relatifs aux estimations financières de sociétés. On y remarquera tout particulièrement que les multiples des comparables varient très fortement d'un pays à l'autre et que par la-même l'analyse fondamentale se révèle être moins suivie en Europe Centrale qu'en Europe Occidentale.

KEYWORDS:

Multiples, discounted cash flow, net book value, Poland, adjustments

Mots clés

Comparables, actualisation, patrimoine, Pologne, ajustements

INTRODUCTION GÉNÉRALE

Dans le cadre d'une économie libérale, les affaires économiques passent par des transactions qui elle-même nécessitent des estimations de sociétés dans le cas de ventes/achats partiels ou totales de sociétés. Une transaction est une opération commerciale visant au moins deux entités. Pour la réalisation de transactions sur le marché des sociétés (achats/ventes de sociétés), la valeur d'une société en question doit être établie. Dans de telles conditions, c'est la valeur des capitaux propres ou des actions qui doit être déterminée. La question fondamentale qui semble se présentée est alors la suivante : Est-ce que la valeur de la société en question correspondra effectivement au prix de la transaction envisagée à la date n ? La réalité semble démontrer le contraire. La valeur de l'entreprise considérée diverge en générale de la valeur de la transaction.

Cependant pour en revenir au sujet de cet article qui se veut être économique et pour mieux comprendre les estimations financières, ces quelques pages reprendront en détail les méthodes d'évaluations de sociétés tout en prenant en compte la réalité d'une région européenne clé : l'Europe Centrale (Par Europe Centrale, je comprends ici les nouveaux pays membres de l'Union Européenne, à savoir la Bulgarie, la Croatie, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne, la Roumanie, la Slovaquie, la Slovénie et la république Tchèque. A cette liste je rajouterai la Russie) C'est ainsi qu'au cours de ce texte seront énumérées les spécificités des sociétés originaires de la partie Est de l'Europe qui est de

plus en plus importante dans le cadre de l'économie mondiale. Selon un rapport de la société de conseil Ernst and Young, la Pologne a occupé la 36ème place dans le classement des pays les plus attrayants pour les fonds de type Private Equity. *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index*, Ernst and Young, 2011. Tout d'abord l'auteur souhaiterait mentionner quelques informations générales mais qui seront utiles au lecteur intéressé : en Europe Centrale et Orientale les transactions en question concernent toutes particulièrement deux branches de l'économie. Le secteur de la production ainsi que le secteur des matières premières. C'est du moins ce qu'il en ressort du rapport préparé par la société CMS Legal. 6% des transactions étaient relatives au secteur de la production (395 transactions sur 2265). Les transactions relatives au secteur des matières premières représentent plus de 50% du marché des transactions en Europe Centrale en 2012 (valeur des transactions dans le secteur minier : 58 milliards d'Euros. Valeur totale des transactions : 2265 milliards d'Euros). En 2013 la plus grande transaction en Europe Centrale a été réalisée sur le terrain de l'Ancienne Union Soviétique c'est-à-dire en Russie. La société de télécommunication russe « Tele 2 Russia Telecom » a été achetée par « VTB Bank ». La transaction a été signée le 27 mars 2013 pour la somme de 10 milliards de zlotys (*Top End Deals*). Il est également intéressant de relever que parmi les 10 plus grandes transactions du marché des fusions et acquisitions en Europe Centrale, 5 d'entre elles ont eu lieu en Russie. On peut alors en déduire que plus une économie était nationale dans le passé plus le marché des fusions et acquisitions semble important (*Top End Deals*). D'où la première place de la Russie dans ce classement. Revenons en tout d'abord aux méthodes d'évaluations de sociétés.

RAPPEL CONCERNANT LES MÉTHODES D'ÉVALUATIONS FINANCIÈRES

Dans un premier point je souhaiterais évoquer les principales méthodes d'évaluations financières (Fateh, Boualem, 2013, p. 38-50). Au préalable il faut savoir que les méthodes d'évaluation nécessitent non seulement des connaissances comptables et financières mais aussi tout un ensemble de savoir lié au domaine juridique ainsi qu'à des domaines annexes qui permettront de connaître non seulement l'aspect financier de la société en question évaluée mais aussi de mieux analyser le domaine ou le secteur et par la même la région géographique dans laquelle l'entité en question fonctionne. Tous ces éléments annexes ont un poids

considérable dans l'évaluation finale de la société et en sont indissociables. D'autres éléments sont également à prendre en compte. Par exemple l'aspect humain de la société (qui gère la société et depuis quand ? Quelle est l'expérience des cadres de direction ?). Revenons-en à présent aux méthodes d'évaluation.

LA VALEUR PAR LIQUIDATION

La valeur par liquidation se calcule en déduisant de la valeur de tous les actifs (de la société) le passif ainsi que des frais des liquidations. Au final la valeur que l'on obtiendra alors sera égale à un montant correspondant à une valeur moins la vente de tous les actifs moins le remboursement de tous les éléments du passif. Il s'agit donc de la valeur de la société si celle-ci serait liquidée. En d'autres termes si nous prenons une société présente en bourse. En cas de faillite, les actionnaires se diviseront la somme restante de la soustraction Actifs moins sommes remboursées aux créanciers.

LA VALEUR D'EXPLOITATION

Cette approche, tournée vers l'avenir, nécessite de connaître ce que l'entreprise va rapporter et coûter à l'avenir. Les 5 prochaines années seront tout particulièrement étudiées.

La méthode des DCF (appelée en langue anglaise *discounted cash flow method*) pour « actualisation des flux de trésoreries », nécessite d'établir le prévisionnel de trésorerie opérationnel, c'est-à-dire ce qu'il restera des ventes de la société une fois que tous les coûts payés auront été payés. Dans ce cas il sera nécessaire de prendre également en compte les prévisions de trésorerie net (qui sera calculé après avoir soustrait les investissements nécessaires pour maintenir et développer l'activité de la société) que l'entreprise devrait générer année après année. Etant donné la durée de vie d'une entreprise, on peut simuler ces flux de trésorerie de manière inter temporelle. Dans le cadre de cette méthode les hypothèses sont plus que nombreuses que dans le cadre des autres méthodes d'estimation de sociétés. Pour estimer la valeur de l'exploitation d'une société, la personne effectuant l'estimation cherchera à normaliser les profits futurs tout en cherchant à supprimer les éléments qui ne sont pas à associer aux éléments de base. Ces éléments feront l'objet d'une évaluation annexe. Pour calculer cette valeur, il faudra examiner l'historique des bénéfices et

étudier l'impact des événements non récurrents qui ont affecté les bénéfices passés. Après avoir déterminé les bénéfices normalisés, il faudra étudier l'entreprise et la comparer à d'autres types d'investissements afin d'étudier la rentabilité réelle de la société.

L'APPROCHE PAR COMPARAISON :

Il est également possible de pouvoir évaluer financièrement une société en appliquant les mécanismes de comparaisons. Dans le cadre de cette méthode la société en questions sera comparée aux sociétés appartenant au même secteur d'activité. Disposant d'une taille relativement similaire et d'une structure juridique équivalente. Si nous chercherons à évaluer une société privée, celle-ci sera en général comparée à des sociétés publiques dans la mesure où ces dernières sont dans l'obligation de publier leurs informations financières (afin de pouvoir être quotées en bourse). Pour procéder à l'évaluation en question, des ratios économiques vont être appliqués. On cherchera à comparer la capitalisation boursière des sociétés quotées et l'on comparera cette capitalisation boursière aux résultats économiques de ces sociétés (les critères économiques utilisées sont en général l'EBE – l'Excédent Brut d'Exploitation, le CA – chiffre d'affaires- et le profit de après imposition de la société comparée. Pour cela il sera nécessaire d'effectuer un benchmarking de sociétés comparées face à celle que nous voulons évaluer financièrement. Des multiples seront alors appliqués. Ces multiples que l'on peut qualifier de boursiers seront les suivants : Capitalisation Boursière divisée par les ventes, capitalisation boursière divisée par l'EBE, capitalisation boursière divisée par le profit. A ces capitalisations nous devront encore ajouter la dette de la société ainsi que les liquidités que celle-ci possède. Après en appliquant certaines primes et ajustements (dont il sera question dans la seconde partie du texte), il sera possible d'obtenir un rang de valeur pour la société visée.

Il est également possible d'effectuer les multiples de transactions. Les comparables ne sont pas obligatoirement des sociétés cotées en bourse. La valeur des capitaux propres retenue pour la comparaison est égale au prix de cession des titres lors de la transaction.

Dans le cadre des évaluations par comparables, les plus importants facteurs à prendre en considération, sont les éléments relatifs à la comparabilité des sociétés. Cette approche est fondée sur le principe que des sociétés comparables se valorisent sur des critères et des règles identiques. Une première approche consiste à établir des comparaisons sur le marché

des fusions-acquisitions. Cette approche pose le problème de l'opacité du marché sur le montant de ses transactions, pour des raisons fiscales et de discrétion. La seconde approche, de fait plus utilisée, s'appuie sur les valeurs des sociétés cotées. Ces dernières font l'objet de nombreuses corrections pour tenir compte des disparités opérationnelles et fonctionnelles des entreprises comparées.

L'APPROCHE PATRIMONIALE

Dans le cadre de cette approche, la personne responsable de l'estimation se concentrera sur la valeur des actifs nets de l'entreprise (terrains, usine, stocks, brevet, logiciels, marque...). Cette méthode a pour inconvénient de ne pas prendre compte du potentiel de développement de l'entreprise considérée (Mansfield, Royston, 2007, p. 152).

ELÉMENTS RÉCAPITULATIFS

En conclusion de ce premier point, n'oublions jamais que la valeur de la société ne représente en aucun cas le prix de celle-ci sur le marché des acquisitions de sociétés. Le prix est en effet le résultat de la rencontre entre l'offre et la demande. Rajoutons également à cela que l'évaluation de la valeur de sociétés est d'abord économique avant d'être financière. Elle s'appuie donc d'une part sur un diagnostic mais d'autre part sur un audit de la société (pré ou post transaction, un *due-diligence*). Au final, c'est donc l'acheteur ou celui qui participera au financement de la transaction qui décidera majoritairement du prix à payer pour la transaction considérée (suite à la réalisation d'un *due-diligence/audit*). Il faut souligner qu'une entreprise ne vaut pas ce qu'affirme le marché mais ce que le repreneur paiera.

EVALUATIONS DE SOCIÉTÉS EN EUROPE CENTRALE

FAITS MARQUANTS

Le marché des fusions et acquisitions en Europe Centrale est tout particulièrement orientés vers les acquisitions, qui selon la société de conseil-audit KPMG, représentait en 50% de ce marché économique en 2010 en Pologne (KPMG Deal Watch: *Rynek fuzji i przejęć: Polska na tle Europy Środkowej*). Le deuxième fait marquant qui soit relatif à la Pologne est le fait que plus d'un tiers de ces transactions réalisées en 2010 (198

transactions) aient représentées des achats de paquets d'actions minoritaires. A noter également qu'une grande partie de ces transactions aient été relatives à l'achat de titres financiers qui appartenaient à la base à l'Etat polonais (KPMG Deal Watch: *Rynek fuzji i przejęć: Polska na tle Europy Środkowej*).

Les pays d'Europe Centrale, à l'exception de la Slovaquie et de la Slovénie ou la monnaie unique a remplacé la monnaie locale, en 2009 en Slovénie et en en Slovaquie), en raison de la perte de valeurs de leurs monnaies locales, les niveaux de ventes ainsi que les profits des sociétés exprimés en euro chutent régulièrement. Le tout est du à l'affaiblissement des monnaies locales. Quelles sont alors les conséquences pour les multiples des sociétés comparables. D'une part ces multiples ont alors tendance à diminuer et d'autre part cela diminue l'estimation financière de la société financière en question.

AUTRES ÉLÉMENTS D'ANALYSE

Les niveaux de valorisation sur les marchés d'Europe Centrale sont également différents de ce que l'on peut remarquer en Europe Occidentale. Citons à titre d'exemple PKN Orlen, une société polonaise qui a un chiffre d'affaire de 30% plus important que MOL, son concurrent hongrois direct. Ces deux sociétés disposent d'un profil similaire mais cependant le profit final de MOL pour 2010 était de 25% plus élevé que celui de PKN Orlen. Quant à la valorisation, celle de PKN Orlen est deux fois plus élevé que dans le cas de MOL. Citons un autre exemple de société qui montre que la valorisation en elle-même peut être nettement différente de la réalité économique que l'entreprise en question représente. Selon le journaliste polonais reconnu Radek Pasterski, du quotidien polonais renommé « Rzeczpospolita », la société polonaise d'énergie « Polska Grupa Energetyczna » qui en 2010 avait un chiffre d'affaire de 5 milliards d'euros (30% de moins que son concurrent tchèque CEZ). Son profit est de 50% plus bas et son estimation par comparable est 40% plus faible que dans le cas de son homologue tchèque. A cela se rajoute le fait que la productivité de la société polonaise face à celle de la République Tchèque est limitée. PGE emploie plus de 46 000 personnes, à peu près 12 000 personnes de plus que son équivalent tchèque. De manière plus générale le marché boursier polonais semble être plus manipulé que d'autres places boursières d'Europe Centrale (citons par exemple Prague et Budapest). Manipuler signifie ici que les estimations semblent être faussées

sur le marché polonais par rapport aux autres pays d'Europe Centrale (Pasterski, 2010).

Tout confirme donc que les marchés boursiers en Europe Centrale sont différents des marchés financiers en Europe Occidentale. C'est pourquoi toute estimation financière de sociétés d'Europe Centrale doit s'appuyer sur des critères précis. En raison de la volatilité de certaines sociétés et de problèmes juridiques récurrents, les critères d'évaluation proposés par Warren Buffet peuvent s'avérer être fondamentaux (notamment la comparaison de la rentabilité face aux obligations américaines).

Le profit que l'on peut attendre des sociétés d'Europe Centrale est également à comparer à la rémunération des obligations des Etats d'Europe Centrale. Etant donné que le « prix de l'argent » en Europe Centrale est supérieur au prix de l'argent en Europe Occidentale. Les sociétés d'Europe Centrale peuvent sembler moins attrayantes car des investissements dans les obligations de ces pays peuvent être plus attrayants ou moins risqués que des investissements dans des sociétés d'Europe Centrale. Cela s'avère vrai quand les obligations d'Europe Centrale ne sont pas considérées comme étant risqués.

Primes de risques appliquées par les principaux cabinets de conseil (Les principaux cabinets de conseil (le Big 4) sont en ordre alphabétique : Deloitte, Ernst and Young, KPMG et PricewaterhouseCoopers.).

Pays	Rating	Spread	Risque	Prime de Risque Pays
Pologne	A2	80	6,00%	1,20%
Lettonie	A2	80	6,00%	1,20%
Lithuanie	A3	90	6,15%	1,35%
Norvège	Aaa	0	4,80%	0,00%
Suède	Aaa	0	4,80%	0,00%
Taiïwan	Aaa3	0	4,80%	0,00%
Bermudes	Aaa	0	4,80%	0,00%

Source: Analysis Damodaran 2005

Les primes évoquées ci-dessous nous montrent que les pays d'Europe Centrale continuent d'être considérées comme étant plus risqués que les pays occidentaux et que certains pays choisis (comme par exemple l'île de Taiïwan et l'Archipel des Bermudes).

Comme au cours des dernières années, un des acteurs clés du marché des fusions et acquisitions en Europe Centrale n'est d'autre que l'état qui est représenté par le Ministère du Trésor Public. Les nombreuses privatisations qui ont lieu en Europe Centrale en font un acteur primordial dans le cadre de ces transactions. Cela est tout particulièrement vrai dans la mesure où les plans de privatisations pour les années précédentes n'ont pas été pleinement réalisés. A titre d'idée, les privatisations en 2010 ont rapporté 30 milliards de zlotys. Soulignons aussi qu'effectuer des transactions avec l'état implique non seulement de respecter les critères soumis par l'état et accepter des délais de transactions très longtemps (parfois plusieurs années). Soulignons également que dans le cas des pays d'Europe Centrale l'état ne cessera pas d'être actionnaire d'ici peu, il cherchera toujours à garder une part dans les sociétés en question (comme par exemple PZU en Pologne, la principale compagnie d'assurance en Pologne et la plus grande société de ce type en Europe Centrale- ci-contre une liste de sociétés ou l'état polonais est l'actionnaire majoritaire. <http://nadzor.msp.gov.pl/nad/import/3,Wykaz-spolek-z-wiekszosciowym-udzialem-Skarbu-Panstwa.html>). Dans le futur chaque pays d'Europe Centrale vendra différents types de sociétés. En Pologne ce sont notamment les sociétés liées au transport et aux matières premières qui sont actuellement proposées par le Ministère des Privatisations.

Les estimations de sociétés en question sont également surestimées tout particulièrement en Pologne ou les valeurs économiques sembleraient moins être prises en compte que dans le cas de sociétés présentes sur les places boursières occidentales ou dans d'autres pays d'Europe Centrale (Budapest et Prague). C'est pour quoi les crises financières à venir pourraient plus toucher la place boursière de Varsovie que les autres bourses d'Europe Centrale.

CONCLUSION

Dans un premier point, soulignons qu'il n'existe pas de formules exactes et sûres à appliquer dans le cadre des estimations financières de sociétés. Chacune des méthodes proposées possèdent des avantages ainsi que des inconvénients. La volatilité et les problèmes juridiques de sociétés en Pologne incitent à utiliser plusieurs méthodes d'estimation afin de se faire une idée de la valeur de la société en question. Le problème essentiel qui survient ici est que l'idée de la valeur que l'on se fait déroge du prix réel

de la transaction. Un delta se forme alors entre le prix de la transaction et la valeur de la société. La divergence repose sur le désir d'acheter et de vendre de l'entité en question ce qui peut porter un lourd préjudice au prix final de la transaction. Ces transactions auront cependant plus de chances de réussite dans le cadre d'une croissance globale de l'économie régionale à l'échelle de l'Europe Centrale et Orientale.

REFERENCES

Articles

Mansfield, John R et Royston, Paul J. (2007) Aspects of valuation practice in Central and Eastern European economies. *Property Management*, 25(2), pp. 150–163.

Pasterski, R. (2010) *Kryzys nie zachwiał spółkami Europy Środkowej* [La crise n'a pas économisé les sociétés d'Europe Centrale, „Rzeczpospolita”, 8 septembre 2010. Téléchargé (le 30.05.2014) de <http://www.ekonomia.rp.pl/artukul/532558.html?print=tak&p=0>

Ouvrages

Fateh, Saci et Boualem, Aliouat, (2013) *La création de valeur des alliances stratégiques et des fusions-acquisitions : Justification comparative par le modèle de mesure de la valeur financière « cas des sociétés du SBF 250 »*. Téléchargé (le 20 mai 2014) de http://hal.inria.fr/docs/00/87/75/14/PDF/Communication_SACI_Grenoble_21_22_juin_2013_HAL_SHS_.pdf

Sources Internet

KPMG Deal Watch. Rynek fuzji i przejęć: Polska na tle Europy Środkowej [Le marché des fusions et acquisitions: la Pologne comparé à l'Union Européenne]. Téléchargé (le 12.05.2014) de : <http://www.kpmg.com/PL/pl/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Rynek-fuzji-i-przejec.-Polska-na-tle-Europy-Srodkowej.pdf>

Top End Deals. Téléchargé (le 20.05.2014) de https://events.mergermarket.com/file_uploads/6326c26c1c5d1dbcc7dca3dcd0062764_Toptendeals.pdf