

Par **Benjamin FORESTIER**
Professeur affilié en Investment Banking et Private Equity
à l'École Polytechnique



et **Olivier MEIER**
Professeur des Universités
Directeur de recherche
au LIPHA Paris Est
Président de l'Observatoire ASAP

L'application de la méthode des comparables boursiers pour la valorisation d'entreprise

La valorisation d'entreprise reste un exercice complexe et intrinsèquement subjectif, soumis à l'incertitude économique et à la transparence limitée des informations. L'évaluateur mobilise pourtant des méthodes rigoureuses pour fournir une opinion argumentée, cohérente et stratégiquement pertinente pour toutes les parties.

La valorisation d'entreprise n'est pas une science exacte. L'incertitude inhérente aux prévisions macroéconomiques et microéconomiques, de même que l'opacité des informations internes, complexifie l'exercice d'évaluation. La valeur d'un actif financier dépend des perspectives économiques futures et celles-ci sont bien évidemment inconnues. L'analyse de l'évaluateur est donc intrinsèquement subjective, et l'incertitude, le manque de transparence ainsi que la volatilité économique rendent l'objectif d'une valeur « exacte » une idée idéaliste difficilement atteignable. Néanmoins, la mission d'évaluation reste un travail d'expert fondé sur des approches rigoureuses et éprouvées – bien qu'imparfaites. Elle intervient dans des contextes variés : cession ou transmission, levée de fonds, évaluation d'apports en nature, contentieux entre actionnaires, mise en conformité IFRS ou encore dans le cadre d'une mission d'évaluation indépendante, où l'expert garantit impartialité, objectivité et rigueur méthodologique. La maîtrise fine des outils d'évaluation est un avantage stratégique pour les acteurs du marché. La finalité est d'arriver à une valeur cohérente, argumentée et acceptable pour toutes les parties prenantes.

L'objectif n'est pas seulement d'attribuer un prix, mais de formuler **une opinion étayée sur la valeur économique d'une société**, en s'appuyant sur un cadre conceptuel rigoureux, cohérent et conforme aux exigences juridiques et fiscales.

Trois grandes familles de méthodes dominent la pratique :

- les **approches patrimoniales** fondées sur la valeur des actifs nets réévalués (autrement dit la valeur des titres est égale à la valeur de marché de ce que l'entreprise possède moins ce qu'elle doit) ;
- les **approches par les flux de trésorerie actualisés (DCF)** centrées sur la capacité future de génération de cash (la valeur de l'entreprise est liée à sa capacité future à générer des flux de trésorerie) ;
- les **approches par les multiples de marché** dont la plus utilisée est la méthode des comparables boursiers. Cet article est consacré à cette dernière méthode.

Cette méthode repose sur un principe intuitif : **des entreprises comparables doivent se valoriser à des niveaux relatifs proches**. En observant les multiples de valorisation de sociétés cotées similaires (EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/FCF, etc.), on peut en déduire la valeur d'une entreprise non cotée présentant des caractéristiques économiques semblables.

Les principaux atouts de cette méthode résident dans sa capacité à intégrer les anticipations réelles du marché financier, la transparence des données cotées et l'intelligibilité des résultats pour un public élargi, y compris hors finance. Cependant, elle exige une rigueur méthodologique sans faille.

La méthode présente de nombreux atouts :

- elle s'appuie sur des données de marché observables ;
- elle reflète les anticipations réelles des investisseurs (en supposant que les marchés boursiers sont efficients – nous y reviendrons) ;
- elle est facilement compréhensible pour un public non financier.

Mais attention, car sa mise en œuvre exige une rigueur méthodologique absolue. Une mauvaise sélection de comparables, un agrégat comptable non normalisé ou un retraitement insuffisant peuvent générer des écarts de valorisation considérables. Il ne faut pas ici sacrifier l'exigence sur l'autel de la simplicité.

L'objectif de cet article est de proposer une approche à la fois technique et opérationnelle de la méthode des comparables boursiers, en six étapes :

- la construction d'un **agrégat normatif** fiable ;
- le choix du **panel de comparables** pertinents ;
- la **détermination du multiple approprié** ;
- la conversion du multiple en **valeur d'entreprise (EV)** ;
- la **traduction de la valeur d'entreprise en valeur** des titres après ajustements ;
- l'application des **décotes spécifiques** aux sociétés non cotées.

La méthode des comparables est une approche relative, reflétant plus une convention de marché qu'une vérité absolue. Elle doit impérativement être conciliée avec une démarche fondamentale (DCF) pour éviter la surévaluation ou la sous-évaluation systématique, garantissant ainsi une vision équilibrée et stratégique.

La notion d'agrégat normatif

Un prérequis à toute comparaison fiable

Les multiples de marché sont toujours appliqués à des agrégats économiques (EBITDA, EBIT, FCF, etc.). Les multiples doivent être ajustés en fonction de facteurs spécifiques : potentiel de croissance, rentabilité, risques clients et concentration, gouvernance, qualité du management, etc.

Le cœur de la méthode repose sur la sélection d'un panel de comparables pertinents : secteur, taille, zone géographique, structure financière et modèle économique doivent être alignés. L'aspect stratégique du positionnement dans une industrie, la nature du modèle d'affaires et la taille relative sont déterminants pour la validité des comparaisons.

Bien que la pratique de marché soit l'EBITDA ou même le chiffre d'affaires pour certains secteurs, trois agrégats de valorisation alternatifs sont utiles : l'EBIT, les capitaux employés (CE) et le *Free Cash Flow (FCF)*. Le premier est simplement le résultat d'exploitation de l'entreprise et sa différence majeure avec l'EBITDA est la prise en charge des amortissements – donc l'image de l'investissement minimum nécessaire pour maintenir l'outil productif. Dans une entreprise avec une intensité capitalistique importante, la différence entre l'EBITDA et l'EBIT peut être significative. Les capitaux employés représentent, quant à eux, l'argent externe investi dans l'entreprise. Il est comptablement égal à la somme des capitaux propres et de la dette nette. Le dernier agrégat – à savoir le *Free Cash Flow* – représente le flux de trésorerie disponible pour les créanciers financiers et les actionnaires de l'entreprise. Il est égal en première approximation à la différence entre le flux de trésorerie d'exploitation et celui d'investissement. Il est important de valoriser l'entreprise suivant plusieurs multiples fondés sur des agrégats différents afin d'avoir un résultat final plus robuste. Une bonne valorisation est une valorisation multiméthodes et multicritères afin de lisser au maximum les imperfections inhérentes à chacune des méthodes prises individuellement.

Cependant ces agrégats doivent être **représentatifs de la performance récurrente** de l'entreprise.

En pratique, les comptes historiques d'une société contiennent fréquemment des éléments exceptionnels ou conjoncturels, avec, par exemple les éléments suivants :

- une restructuration temporaire ;
- un gain ou une perte non récurrents ;
- un effet de saisonnalité ou de crise (Covid, énergie) ;
- un changement de méthode comptable ;
- une rémunération atypique du dirigeant.

Sans retraitement, la comparaison avec des sociétés cotées perd toute pertinence. L'objectif de la normalisation est donc d'isoler un **agrégat « structurel »**, c'est-à-dire la performance que l'entreprise peut reproduire durablement dans des conditions d'exploitation normales.

Les principales approches

L'EBITDA « *run rate* »

C'est le niveau de performance observé actuellement, annualisé et ajusté des effets pérennes déjà actés : nouveaux contrats signés, économies de coûts structurelles, fin d'un projet exceptionnel, etc.
→ Cette approche est privilégiée pour les sociétés en croissance ou venant d'atteindre une nouvelle échelle d'activité.

La moyenne pondérée historique

Elle consiste à calculer la moyenne de plusieurs exercices (généralement 3 à 5), pondérée selon la représentativité économique.
→ Elle lisse les effets de cycle, très utile pour les entreprises cycliques ou stables.
→ Elle évite qu'un exercice exceptionnel (favorable ou défavorable) ne vienne fausser la valeur.

L'agrégat prospectif (budgété)

Il s'appuie sur le budget ou le business plan de l'entreprise. Il reflète la rentabilité future attendue et non celle passée.
→ Il est pertinent pour les entreprises à forte visibilité (contrats pluriannuels, récurrence du chiffre d'affaires).
→ Il doit toutefois être validé par des éléments objectifs : carnet de commandes, historique de conversion commerciale, preuves tangibles.

En pratique, la plupart des évaluateurs combinent les trois approches pour retenir une **moyenne ajustée** entre l'historique et le prospectif.

Les retraitements techniques

Une fois la base choisie, plusieurs corrections doivent être apportées pour obtenir un agrégat homogène avec celui des sociétés cotées.

Rémunération du dirigeant. Les dirigeants-actionnaires de PME peuvent se verser des rémunérations non représentatives du marché.
L'évaluateur doit ajuster ce poste :

- en ajoutant une charge si la rémunération est inférieure à celle d'un dirigeant salarié externe ;
- ou en retirant une charge si elle est excessive.

L'objectif est de refléter le coût réel d'un management « de marché », c'est-à-dire avec les bonnes pratiques d'un dirigeant salarié dans une entreprise équivalente normalement gérée.

Leasing et IFRS 16. Les sociétés cotées intègrent désormais les dettes locatives dans la dette nette (IFRS 16).
Afin d'être cohérent, l'analyste doit :

- retraiter les comptes de la PME pour simuler IFRS 16 (ajout d'un actif droit d'usage et d'une dette locative et retrait des loyers de l'EBITDA) ;
- ou neutraliser IFRS 16 dans les comparables pour revenir à une présentation antérieure à 2019.

L'essentiel est la cohérence entre les périmètres d'analyse.

Participation et intéressement. Ces éléments sont souvent absents dans les PME, mais présents dans les groupes cotés.
Il convient donc d'estimer une charge théorique alignée sur la pratique sectorielle (selon certaines pratiques d'évaluation, on retient entre 3 % et 8 % de l'EBIT, ce ratio dépendant fortement du secteur d'activité, de la taille de l'entreprise et de la structure salariale).

Éléments non récurrents. On neutralise les produits ou charges exceptionnelles :

- indemnités d'assurance ;
- subventions ponctuelles ;
- plus-values de cession d'actifs ;
- coûts de restructuration.

Périmètre d'activité. Les activités non stratégiques ou en cours d'arrêt sont exclues.
De même, si la société a réalisé une acquisition récente, on doit intégrer son effet « *pro forma* » dans l'agrégat normatif.

Politiques comptables. Des divergences de normes (IFRS, US GAAP, French GAAP) imposent parfois des ajustements : capitalisation des frais R&D, traitement des stocks, provisions environnementales, etc. Ici aussi la règle est simple : on ne compare deux entreprises qu'après être sûr qu'elles suivent exactement les mêmes normes comptables.

Saison et cycle. Enfin, les activités saisonnières doivent être annualisées et ajustées pour neutraliser les effets de calendrier. Ce point sera notamment important pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des titres.

Exemple illustratif

Une PME industrielle affiche un EBITDA 2024 de 3,8 M€, mais :

- a supporté 0,4 M€ de coûts de restructuration non récurrents ;
- son dirigeant s'est versé 0,2 M€ au-dessus du marché ;
- elle a bénéficié d'une subvention exceptionnelle de 0,1 M€.

L'EBITDA normatif se calcule donc tout simplement : 3,8 + 0,4 + 0,2 - 0,1 = 4,3, M€.

C'est cet EBITDA normatif qui servira de base à la valorisation.

Le choix du comparable

Principe de similitude

Le choix du comparable est le cœur de la méthode.

Une société ne peut être comparée qu'à des pairs présentant un profil économique similaire : mêmes clients, mêmes contraintes de marché, même modèle de création de valeur.

Trois critères sont incontournables.

Zone géographique

Les écarts de structure économique (inflation, fiscalité, coût du capital) sont déterminants. Par exemple, les multiples du S&P 500 sont en moyenne 20 à 30 % supérieurs à ceux du CAC 40. Le marché américain est plus liquide avec une profondeur de marché plus grande et les entreprises sont beaucoup plus grosses avec des perspectives de croissance et de rentabilité plus fortes que leurs homologues françaises.

Secteur et modèle économique

En tout premier lieu, il faut définir le secteur de l'entreprise. Cette tâche est loin d'être évidente, notamment pour des PME opérant sur des niches spécifiques. Dans la pratique, deux entreprises seront dites d'un même secteur si elles répondent à des besoins identiques auprès de la même clientèle. Par exemple Ferrari sera beaucoup plus proche d'un Hermès que d'un Stellantis, et donc ce groupe automobile, bien que fabriquant des voitures, sera comparé aux entreprises du luxe. Il ne suffit pas d'être dans le même secteur : il faut avoir la même logique de rentabilité et le même business modèle. Un logisticien « *asset light* » (plateforme numérique) n'est pas comparable à un transporteur « *asset heavy* » (flotte en propre).

Taille et structure financière

La taille influence les multiples. Les grandes entreprises bénéficient d'une **prime de taille** (risque plus faible, meilleure liquidité).

À l'inverse, les PME subissent souvent une décote de taille pouvant aller de 10 % à plus de 50 % suivant les cas. Dans l'idéal, nous dirons que les deux entreprises sont considérées comme étant de taille comparable si elles présentent moins qu'un facteur 3 sur leur EBITDA respectif. Par exemple, une entreprise de 15 M€ d'EBITDA sera dans la catégorie de taille des entreprises de 5 M€ à 45 M€ d'EBITDA. Dès qu'il y a un facteur supérieur à 10, les entreprises ne sont plus comparables. Ainsi, dans notre exemple précédent, toute entreprise avec un EBITDA inférieur à 1,5 M€ ou supérieur à 150 M€ sera exclue de l'échantillon de comparable.

Construction du panel de comparables

L'évaluateur identifie les sociétés cotées les plus proches à partir de bases de données (Capital IQ, LSEG, FactSet, Bloomberg).

Les critères utilisés sont :

- l'activité principale (>70 % du chiffre d'affaires comparable) ;
- la zone d'implantation ;
- la structure financière ;
- la marge opérationnelle ;
- la croissance du chiffre d'affaires.

Un panel efficace comporte 5 à 10 comparables permettant d'obtenir des statistiques robustes (médiane, quartiles).

Les multiples retenus sont ensuite calculés à partir de la valeur d'entreprise :

EV = capitalisation + dette financière – trésorerie

Puis on calcule les multiples en divisant cette valeur d'entreprise cotée par l'agrégat comptable normatif correspondant (EBITDA, EBIT, FCF, etc.).

Les valeurs extrêmes (*outliers*) sont exclues afin d'éviter les biais.

Choix du multiple pertinent

Le multiple le plus répandu est **EV/EBITDA**, car il neutralise les effets de financement et d'amortissement.

Mais comme indiqué précédemment il n'est pas toujours le plus pertinent :

- **EV/EBIT** : adapté aux secteurs à forte intensité capitalistique ;
- **EV/FCF** : pertinent pour les sociétés matures, car il reflète la création réelle de cash ;
- **EV/CE** : mesure la rentabilité du capital investi, utile dans les services publics et l'énergie.

Un professionnel confronte toujours plusieurs multiples et vérifie leur cohérence. Un écart important entre EV/EBITDA et EV/EBIT traduit souvent des politiques d'amortissement différentes ou un niveau d'investissement élevé.

Du multiple à la valeur des titres

Calcul de la valeur d'entreprise. Le calcul est simple en apparence :

EV = multiple x agrégat comptable normatif.

Exemple :

- multiple EV/EBITDA sectoriel : x 8 ;
- EBITDA normatif : 5 M€ ;
- EV = 8 x 5 M€ = 40 M€.

Mais ce résultat doit être interprété :

- si la société a un potentiel de croissance plus élevé que les comparables, on peut raisonnablement appliquer un multiple plus élevé que la médiane des comparables (par exemple x 10) ;
- si la société a une rentabilité supérieure à la médiane du panel, on peut appliquer un multiple plus élevé (par exemple x 9) ;
- inversement, une PME plus risquée ou concentrée sur un seul client justifie un multiple inférieur (x 6 à 7). Les risques principaux sont – comme mentionné précédemment – la dépendance forte à un nombre restreint de clients, la dépendance forte à des hommes clés ou encore des goulots critiques dans la *supply chain* pour n'en citer que quelques-uns.

L'ajustement du multiple est donc un acte de jugement professionnel, fondé sur la comparaison fine des indicateurs : croissance, marge, dette, liquidité, gouvernance. Il existe des modèles mathématiques permettant de faire ces ajustements de manière rigoureuse et d'éviter d'appliquer des primes arbitraires. Sans rentrer dans les détails (actualisation des flux futurs, multiples de société comparables, etc.), ces méthodes sont fondées sur le lien entre le DCF et les comparables.

De la valeur d'entreprise à la valeur des titres

On passe ensuite à la valeur des capitaux propres (*Equity Value*) :

***Equity Value* = EV – dette nette +/– ajustement**

Dette nette

La dette nette correspond aux emprunts financiers diminués de la trésorerie disponible. Premier point : la dette financière retenue dans le calcul comprend l'ensemble des dettes financières à l'égard des tiers. Ainsi, elle sera composée bien évidemment des emprunts bancaires et obligataires, mais aussi des comptes courants d'associés ou encore des obligations convertibles non converties.

On y ajoute les dettes IFRS 16, les passifs assimilés (crédits-bails, *earn-out*, etc.) et on retranche les excédents de trésorerie.

Ajustement du BFR normatif. Le besoin en fonds de roulement (BFR) a un impact direct sur la valeur :

- un BFR supérieur au niveau normatif immobilise du cash et réduit la valeur ;
- un BFR inférieur ou optimisé crée de la valeur.

L'évaluateur compare les ratios de rotation (DIO, DSO, DPO) de la société avec ceux des comparables pour déterminer si le BFR est sur ou sous-optimisé.

Actifs non opérationnels. L'immobilier excédentaire, les participations minoritaires, les portefeuilles financiers doivent être ajoutés à la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur totale des titres.

Passifs latents. Les litiges en cours, les engagements de retraite, ou les passifs environnementaux doivent être déduits.

Exemple concret

- EBITDA normatif : 5 M€
- Multiple sectoriel : 8 x → EV = 40 M€
- Dette nette : 10 M€
- Actif immobilier excédentaire : + 2 M€
- BFR supérieur à la norme : – 1 M€

Valeur des titres = 40 – 10 + 2 – 1 = 31 M€.

Les décotes applicables

Décote de liquidité. Les comparables boursiers sont des sociétés liquides, cotées en continu.

Les titres non cotés, eux, sont illiquides et nécessitent un processus long et incertain de cession.

Cette différence justifie une décote de liquidité, en général comprise entre 10 % et 30 %.

Elle dépend :

- de la taille de l'entreprise ;
- de la qualité de sa gouvernance ;
- de la régularité de l'information financière ;
- et de la profondeur du marché pour ses titres.

Les travaux empiriques montrent une moyenne de 25 % pour les PME françaises. Attention, cette décote de liquidité s'applique sur la valeur des titres (*Equity*) et non sur la valeur d'entreprise. L'évaluateur fixera en général une valeur entre 5 % et 30 % en fonction de l'appétence du marché pour les titres de la société

Décote de minoritaire. Lorsqu'un bloc de titres ne confère pas le contrôle, une décote de minorité doit être appliquée.

Le détenteur ne peut influencer ni la stratégie ni la politique de dividende. En fait, l'actionnaire minoritaire n'aura qu'une influence faible sur la gouvernance de l'entreprise et ne pourra que subir les choix de l'actionnaire majoritaire.

Selon la gouvernance, les droits attachés et l'équilibre des pouvoirs donnés par le pacte d'actionnaires, la décote varie de **5 % à 25 %**.

À l'inverse, une prime de contrôle (20 % à 30 %) peut être justifiée pour un acquéreur majoritaire.

Les limites de la méthode

La méthode des comparables boursiers est une approche de valorisation largement utilisée, mais elle présente des limites importantes, notamment lorsqu'on interroge son fondement implicite : l'efficience des marchés financiers. Dans ce domaine, une vigilance constante doit être exercée face aux biais comportementaux, aux cycles économiques et aux distorsions de marché.

En théorie, cette méthode repose sur l'idée qu'à un instant donné, les multiples de sociétés cotées intègrent correctement l'ensemble de l'information disponible, reflétant ainsi leur juste valeur. Dans cette logique, si les marchés sont efficients – au sens d'Eugène Fama – les cours de bourse constitueraient une référence pertinente pour estimer la valeur d'une entreprise non cotée présentant des caractéristiques similaires. Cependant, cette hypothèse d'efficience est loin d'être pleinement vérifiée dans la réalité. Les marchés sont traversés par des biais comportementaux, des phénomènes de mode, des excès de liquidité ou – à l'inverse – de panique, qui perturbent la formation des prix. En période d'euphorie, les multiples peuvent s'envoler bien au-delà des fondamentaux ; en phase de crise, ils se contractent brutalement, entraînant une sous-valorisation généralisée, indépendamment des performances intrinsèques des entreprises.

Au-delà de ces considérations macroéconomiques, la méthode souffre d'un problème de comparabilité structurelle. Trouver des pairs réellement comparables relève souvent de la gageure : même au sein d'un même secteur, les différences de taille, de structure de coûts, de levier financier, de géographie, de mix produit ou de qualité du management introduisent des écarts de valorisation significatifs. Or, la méthode tend à gommer ces nuances en appliquant mécaniquement des multiples moyens issus d'un échantillon souvent hétérogène. De plus, elle ne prend pas en compte la différence fondamentale entre sociétés cotées et non cotées : la liquidité des titres. Les investisseurs exigent en principe une décote de liquidité pour une société privée, dont les actions ne sont pas librement cessibles, ce que la méthode des comparables ne capture pas spontanément.

Enfin, cette approche est relative et non intrinsèque : elle permet d'estimer combien le marché est prêt à payer pour une entreprise « comparable », mais pas quelle est la valeur économique réelle de l'entreprise évaluée. Elle reflète davantage une convention de marché qu'une vérité financière. Dès lors, la méthode des comparables boursiers ne peut être considérée comme fiable qu'à la condition d'une confiance raisonnable dans l'efficience du marché et d'une analyse critique des multiples retenus. Dans la pratique, cette méthode doit être utilisée avec prudence et systématiquement confrontée à une approche fondamentale, telle que le DCF, afin de bien distinguer la valeur de marché de la valeur intrinsèque de l'entreprise.

L'évaluateur doit avoir conscience de tous ces travers et se doit à travers son expertise, son analyse et son jugement, d'appliquer les ajustements nécessaires pour arriver à la « *fair value* » de la société à valoriser.

* * *

En conclusion, la méthode des comparables boursiers s'impose comme un pilier essentiel de la valorisation d'entreprise moderne. Fondée sur l'observation directe des marchés financiers, elle traduit la perception collective des investisseurs et permet d'ancrer l'analyse dans des données réelles et comparables. Son intérêt majeur réside dans sa simplicité conceptuelle et sa capacité à relier immédiatement la performance économique d'une société à la valorisation de ses pairs cotés. Toutefois, cette apparente simplicité ne doit pas masquer la complexité de sa mise en œuvre : la qualité du raisonnement dépend de la rigueur du processus, de la pertinence de l'échantillon et de la normalisation des agrégats financiers. L'évaluateur doit exercer un jugement expert pour sélectionner les multiples adaptés, corriger les distorsions de structure financière, de cycle ou de taille, et interpréter les écarts de valorisation avec discernement.

Bien appliquée, la méthode des comparables boursiers ne produit pas une vérité mathématique, mais une opinion économique argumentée, cohérente avec les signaux de marché et est défendable devant un investisseur ou un comité d'évaluation. Elle est d'autant plus crédible qu'elle s'accompagne d'une analyse complémentaire, notamment une approche par les flux de trésorerie actualisés (DCF), permettant de relier la valeur de marché à la création de valeur intrinsèque.

Ainsi, l'enjeu n'est pas seulement technique : il est intellectuel. La force de cette méthode réside dans la capacité de l'analyste à articuler rigueur méthodologique, esprit critique et compréhension économique. À l'avenir, l'intégration des données de marché en temps réel, des métriques extra-financières et de l'intelligence artificielle pourrait encore renforcer la pertinence de cette approche, en la faisant évoluer d'un simple outil de comparaison vers un véritable instrument d'interprétation du marché et de la valeur. ■