

Comment évaluer une banque ?

L'évaluation d'une banque est basée sur les mêmes principes généraux que n'importe quelle autre entreprise : une banque vaut les flux qu'elle est susceptible de rapporter dans le futur.

Il n'en demeure pas moins que l'activité bancaire est spécifique (la dette n'est pas seulement un mode de financement mais est au cœur de l'activité), diversifiée (banque de réseau, activités de marché, gestion d'actif...) et soumise à des contraintes prudentielles portant en particulier un niveau de fonds propres minimum.

Dans ce contexte, les méthodes mises en œuvre pour valoriser les banques sont les mêmes que pour les entreprises industrielles et commerciales, mais sont adaptées aux particularités de ce secteur.

1. La méthode des flux de trésorerie actualisés : la valorisation directe des fonds propres

1.1. Pourquoi la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation n'est pas adaptée à l'évaluation des banques ?

Pour une entreprise industrielle ou commerciale, la valeur des fonds propres est égale à la valeur d'entreprise moins la valeur de l'endettement financier net. La valeur d'entreprise est égale à la somme :

- des cash flow d'exploitation sur l'horizon de prévisions actualisés au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC), permettant de rémunérer les actionnaires et les créanciers en fonction de leur niveau de risque respectif ;
- de la valeur terminale à l'issue de l'horizon de prévision, calculée sur la base de l'actualisation à l'infini d'un cash flow d'exploitation considéré comme normatif supposé croître à un taux de croissance stable ou sur la base d'un multiple appliqué à un agrégat normatif.

Valeur d'entreprise	Valeur des fonds propres
	Endettement financier net

Le cash flow d'exploitation est égal au résultat d'exploitation après impôt, majoré de la charge d'amortissement de l'année, minoré de la variation du besoin en fonds de roulement et des investissements.

Dans une banque, la dette financière n'est pas seulement un moyen de financement mais le cœur de l'activité, puisqu'elle représente les ressources prêtées au client et qui génèrent le Produit Net Bancaire¹ dans le cadre de l'activité d'intermédiation. Dans ce contexte, calculer le cash flow d'exploitation sur la base d'un flux hors frais financiers n'aurait pas de sens.

Dès lors, on actualise des flux disponibles pour les actionnaires qui permettent de valoriser directement les fonds propres.

1.2. Quels flux actualiser ?

On constate une divergence entre certains ouvrages théoriques sur l'évaluation des banques, qui préconisent l'actualisation de « cash flow to equity », et d'autres ouvrages théoriques, rejoints par les praticiens, qui mettent en œuvre l'actualisation de résultats nets.

Pour notre part, nous privilégions la deuxième méthode, soit l'actualisation de résultats nets distribuables, qui nous semble fournir une meilleure vision économique de la richesse créée par l'établissement pour l'actionnaire.

En effet, les cash flow to equity correspondent au cash flow généré par les opérations, plus la hausse nette des ressources, moins la hausse nette des emplois :

	Résultat net + Amortissement = Cash – flow généré par les opérations
+	Augmentation nette des dépôts + Augmentation nette de la dette financières + Augmentation nette des autres dettes = Ressources bilantielles
-	Mise en place nette de prêts + Augmentation nette des emplois financiers + Investissements nets + Augmentation nette des autres actifs = Emplois bilantiels

¹ Le Produit Net Bancaire est égal aux produits de l'exploitation bancaire moins les charges d'exploitation bancaires.

Ainsi, le cash flow to equity représente la variation de trésorerie entre N – 1 et N. On voit dans l'exemple suivant qu'une part de cette variation de trésorerie correspond à du cash généré par l'activité et une autre provient d'une modification temporaire de la structure de

	Actif	
	N	N - 1
Trésorerie	60	70
Prêts à la clientèle	110	110
Titres placés	40	40
Immobilisations	10	10
Autres actifs	30	30
Total actif	250	260

	Passif	
	N	N - 1
Interbancaire	40	40
Dépôts de la clientèle	80	110
Titres émis	30	30
Autres passifs	40	40
Capitaux propres	40	40
Résultat net	20	0
Total passif	250	260

bilan :

A l'actif, le compte de trésorerie baisse de 10. Le cash flow to equity de l'année N est donc de

– 10, ce qui correspond au résultat net de 20 minoré de la baisse de l'encours de dépôts de la clientèle de 30. Mais est – il justifié d'inclure dans la valeur une baisse de ressource de 30, correspondant à un non adossement des emplois et des ressources clientèle, alors que l'année suivante, la situation peut être inversée ? Procéder ainsi, c'est accepter d'actualiser chaque année des flux très variables, impactés par des évolutions non récurrentes (comptes de régularisation, modalités de financement des emplois...).

En fait, le cash flow généré par une banque correspond au résultat net, et non pas au cash flow to equity qui est volatil d'une année sur l'autre.

1.3. Faut – il retenir la totalité du résultat dans le calcul des cash – flow actualisés ?

En France et dans la plupart des pays, les banques sont soumises à des contraintes réglementaires, et en particulier à celle du ratio de solvabilité qui nécessite de maintenir un rapport minimum entre les capitaux propres et les engagements pondérés² (8% actuellement en France, dont 4% de fonds propres de base « Tier one³ »).

² Les engagements d'une banque sont pondérés en fonction du risque associé (0% pour les Emprunts d'Etat, 100% pour les crédits clientèle...)

³ Partie du « ratio Cooke » qui inclue les fonds propres dits « durs ». Ceux-ci comprennent les fonds propres de meilleure qualité, c'est-à-dire principalement: le capital, certaines réserves, les primes d'émission et de fusion, le report à nouveau, le résultat (non distribuable) du dernier exercice et le fonds pour risques bancaires généraux (FRBG).

Quelle est signification de cette contrainte réglementaire dans la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des cash flow ? Elle signifie que, quand on se situe en période de croissance des engagements pondérés - ce qui est généralement le cas -, tout le résultat n'est pas disponible pour l'actionnaire puisqu'une partie doit être réinvestie dans la banque.

Dans ces conditions, il convient de modéliser dans le business plan les engagements pondérés pour en déduire les besoins en fonds propres. En appliquant le ratio de solvabilité – cible souhaité (8% ou un niveau supérieur), on en déduit la part du résultat de l'année qui doit être réinvestie dans la banque, et qui n'est pas directement valorisée dans les flux.

Cette analyse appelle les précisions suivantes :

- la part du résultat de l'année non distribuée est valorisée à travers la séquence de flux prévisionnels, en fonction de l'allocation de cette trésorerie (placement sans risque, prêts à la clientèle...). Notons que si cette part de résultat non distribuable rapporte le coût des fonds propres, il est équivalent de valoriser des résultats nets ou des résultats nets distribuables ;
- dans certaines situations - forte croissance des encours, remplacement d'encours pondérés à 0% (créances sur l'Etat) ou à 50% (crédit – bail immobilier) par des encours pondérés à 100% (prêts aux entreprises) – le résultat net de l'année n'est pas suffisant pour financer la croissance des capitaux propres. Dans ce cas, il faut déduire du flux de l'année une augmentation de capital à souscrire par les actionnaires ;
- inversement, si la banque est en excédent de fonds propres en début de période, il convient d'intégrer cet excédent dans le premier flux, en considérant qu'il s'agit de fonds propres disponibles. Cette situation peut également apparaître quand l'établissement est en décroissance d'encours (par exemple quand elle gère un portefeuille en extinction sans production nouvelle). Dans ce cas, une part des capitaux propres devient chaque année disponible pour les actionnaires et doit être ajoutée au résultat net ;
- le niveau de fonds propres de 8% et de 4% au titre des fonds propres durs constitue un minimum réglementaire. Pour bénéficier de notations satisfaisantes, les grands établissements disposent tous de niveaux de fonds propres supérieurs au minimum réglementaire. Ainsi, on peut considérer aujourd'hui que 8% est un objectif raisonnable en Tier One (alors que le plancher n'est qu'à 4%) pour la plupart des établissements. C'est donc une base réelle correspondant aux objectifs de la banque et aux tendances du secteur qu'il faut retenir pour déterminer la part du résultat qu'il faut réinvestir, et non sur la base réglementaire.

1.4. Comment calculer la valeur terminale ?

La valeur terminale représente la valeur de la banque à l'issue de l'horizon de prévision du business plan. Comme pour les entreprises industrielles et commerciales, deux méthodes sont possibles pour calculer la valeur terminale : l'application d'un multiple de sortie aux agrégats de la dernière année du business plan (multiple d'actif net ou de PER, cf § sur la méthode des comparaisons boursières et des transactions comparables) ou l'actualisation à l'infini d'un résultat net supposé normatif.

Si on choisit de mettre en œuvre cette dernière méthode, il est nécessaire d'intégrer les contraintes de ratio de solvabilité. En effet, comme pour l'actualisation des résultats nets sur l'horizon de prévision, tout le résultat net normatif n'est pas distribuable. Or retenir un taux de croissance à l'infini du flux présuppose, a priori, une croissance des encours dans les mêmes proportions. Il convient donc de déduire du résultat net normatif la part d'investissement en fonds propres nécessaire pour financer la croissance.

Ainsi, le résultat net normatif utilisé pour calculer la valeur terminale se détermine comme suit :

$$RNd = RN - KP \times g$$

RNd = résultat net distribuable normatif

RN = résultat net normatif

g = taux de croissance à l'infini

KP = montant des capitaux propres

Pour calculer la valeur terminale à l'issue de l'horizon de prévision, on actualise alors ce flux normatif à l'infini, compte tenu du taux de croissance à l'infini retenu :

$$\text{Valeur terminale} = \frac{RNd}{K_{cp} - g}$$

2. La méthode des flux de trésorerie actualisés simplifiée : Warranted Equity Value (WEV)

2.1. Dans quelles situations met – on en œuvre la méthode WEV ?

Cette méthode est mise en œuvre quand on ne dispose pas de business plan, ou quand on considère que l'établissement évalué est à maturité et que l'on peut appliquer à son résultat un taux de croissance annuel stable.

Cette méthode est également couramment utilisée dans le cadre de la méthode « sum of the parts » (cf § 4), pour valoriser certains des métiers d'une banque.

2.2. Description de la méthode WEV

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une banque est égale à ses capitaux propres multipliés par un facteur égal au rapport entre son ROE et son coût des fonds propres, corrigés par le taux de croissance annuel anticipé du résultat net :

$$V_{fp} = KP \times \frac{ROE - g}{K_{cp} - g}$$

V_{fp} = valeur des fonds propres
 KP = montant de l'actif net
 ROE = rentabilité des fonds propres
(résultat net / capitaux propres)
 g = taux de croissance à l'infini
 K_{cp} = coût des fonds propres

Ainsi, une banque peut se valoriser plus d'une fois ses fonds propres si son ROE est supérieur à son coût des fonds propres.

La décomposition de la formule permet de retrouver le calcul de la valeur terminale :

$$\begin{aligned} V_{fp} &= KP \times \frac{ROE - g}{K_{cp} - g} \\ \Leftrightarrow V_{fp} &= \frac{KP \times ROE - KP \times g}{K_{cp} - g} \\ \Leftrightarrow V_{fp} &= \frac{RN - KP \times g}{K_{cp} - g} \\ \Leftrightarrow V_{fp} &= \frac{RN_d}{K_{cp} - g} \end{aligned}$$

Ainsi, la méthode WEV correspond à la méthode de calcul de la valeur terminale décrite au §. 1.5 : la valeur des fonds propres d'une banque correspond à l'actualisation à l'infini de son résultat normatif, déduction faite des besoins en fonds propres nécessaires pour financer la croissance.

On remarque que cette méthode suppose qu'il est possible de maintenir à l'infini un ROE supérieur au COE (ou inversement), ce qui implique une capitalisation à l'infini d'une éventuelle sur-rentabilité (ou sous-rentabilité).

3. La méthode des comparaisons boursières et des transactions comparables : les multiples de résultat net et d'actif net comptable

3.1. Pourquoi privilégie-t-on les multiples de résultat net et d'actif net ?

Comme pour la méthode des flux de trésorerie actualisés, les méthodes analogiques doivent permettre de calculer directement la valeur des fonds propres sans passer par la valeur d'entreprise, ce qui est le cas des multiples de résultat net et d'actif net.

Pour calculer directement la valeur des fonds propres, il est également possible de calculer des multiples de Produit Net Bancaire (PNB) ou de Résultat Brut d'Exploitation (RBE égal au PNB moins frais généraux). Ces multiples sont pertinents pour autant que la société évaluée supporte un coût du risque en ligne avec les sociétés de l'échantillon (pour les multiples de PNB et de RBE), et également un niveau de frais généraux en ligne avec les sociétés de l'échantillon (pour les multiples de PNB).

3.2. Comment mettre en œuvre les multiples de résultat net et d'actif net ?

La mise en œuvre des multiples de résultat net (PER) n'appelle pas de remarques particulières. Comme dans le cas des sociétés industrielles et commerciales, elle doit se baser sur des résultats nets avant intérêts minoritaires, amortissement des survaleurs et éléments exceptionnels.

La mise en œuvre des multiples d'actif net est plus délicate : elle nécessite de procéder à une analyse de régression linéaire, afin de corriger les multiples du différentiel de rentabilité entre les différentes banques de l'échantillon.

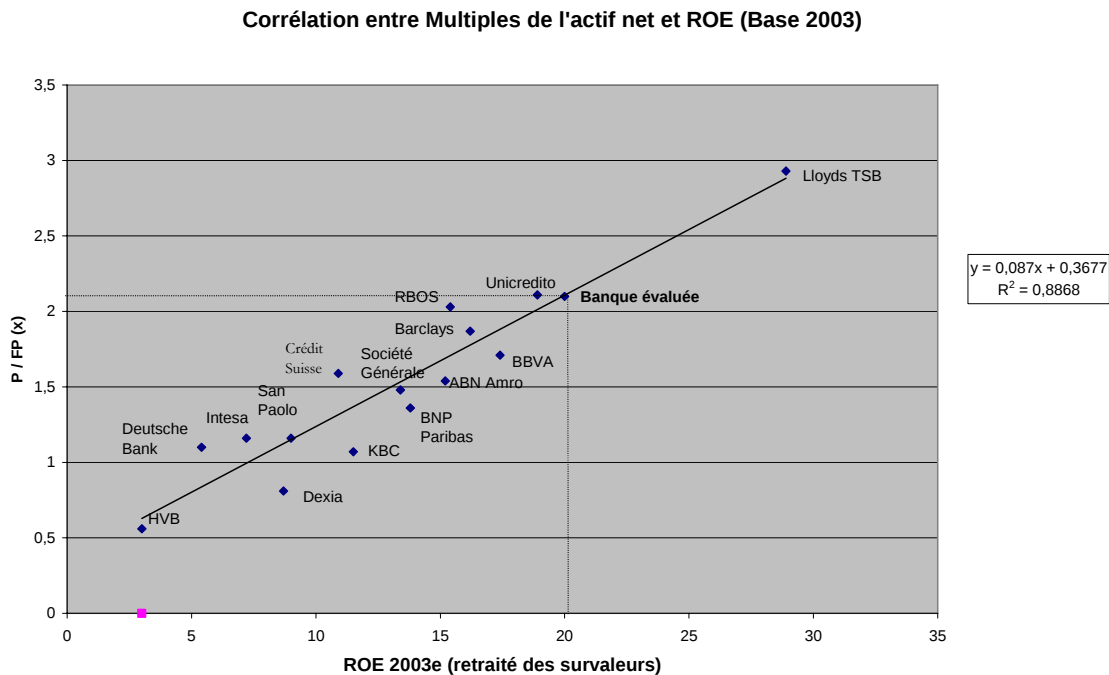
En effet, on constate de manière empirique que, sur les marchés financiers, la valorisation d'une banque en multiple d'actif net est d'autant plus élevée que son ROE (Return on Equity - résultat net / actif net) est important. Cette constatation découle d'un principe plus général en évaluation d'entreprise selon lequel un actif est d'autant mieux valorisé qu'il est rentable.

L'analyse de régression suppose la mise en œuvre des différentes étapes suivantes :

- élaboration d'un échantillon de banques cotées comparables (ou de transactions comparables) à la banque à évaluer ;
- pour chacune de ces banques, calcul du multiple d'actif net et du ROE pour l'année en cours et les années suivantes ;

- élaboration d'une droite de régression avec en abscisses le ROE et en ordonnées le multiple d'actif net ;
- détermination du multiple d'actif net pour la banque à évaluer en lecture directe, en fonction de son ROE anticipé.

Le graphique ci – dessous présente l'analyse menée sur un échantillon de 15 banques européennes pour les prévisions 2003 par les comparaisons boursières. On constate que la droite de régression fait ressortir un coefficient de corrélation élevé de 0,88, qui démontre la pertinence de l'analyse :



Par hypothèse, la banque que l'on doit évaluer a un ROE de 20% :

- si on applique la méthode de la régression, on constate sur le graphique que le multiple d'actif net à appliquer est de 2,1 x,
- si on met en œuvre la méthode des moyennes / médianes, on obtient un multiple d'actif net de 1,5 x (moyenne / médiane des multiples d'actif net des sociétés de l'échantillon).

Les deux méthodes seraient équivalentes si la banque évaluée avait un ROE de 13,5% (égal au ROE médian / moyen des sociétés de l'échantillon) et non de 20% comme dans l'exemple ci – dessus. Dans le cas contraire, la mise en œuvre des moyennes / médianes impacte la valeur à la hausse ou à la baisse, selon que l'établissement évalué dispose d'un ROE inférieur ou supérieur à la moyenne des banques de l'échantillon.

4. La méthode de l'actif net réévalué : l'application de la méthode « sum of the parts » à l'évaluation des différents métiers de la banque

4.1. Rappel méthodologique de la méthode «sum of the parts»

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une banque est égale à la somme de la valeur de chacun des métiers qui la composent, déduction faite des coûts de holding.

Banque de réseau France 100	Coûts de holding 100
Banque de réseau International 20	Valeur des fonds propres 100
Gestion d'actif 40	
Banque de financement 30	
Banque d'investissement 10	

Chacun des métiers est évalué en mettant en œuvre la ou les méthodes les plus pertinentes. Cette méthode permet de tenir compte de perspectives de croissance adaptées pour chacun des métiers et de niveaux de risque variables reflétés dans des taux d'actualisation différenciés.

La typologie des activités présentée dans le schéma ci – dessus ne procède pas d'une analyse exhaustive. Elle est néanmoins souvent utilisée par les banques dans la présentation de leurs résultats au marché.

4.2. Rentabilité et risque : typologie des différents métiers

	Rentabilité et risque	
	Niveau de rentabilité	Niveau de risque
Banque de réseau	+++	-
Gestion d'actifs	+++	+
Banque de financement	+	++
Banque d'investissement	+	+++
Holding	NA	NA

Le tableau ci – dessus propose une typologie, par métier, du niveau de rentabilité et de risque anticipés. Bien entendu, la rentabilité, en général mesurée par le ROE, dépend des établissements, des périodes et des zones géographiques.

De même, le niveau de risque de chacun des métiers doit être ajustée au cas par cas (poids respectifs des activités particuliers et PME dans la banque de réseau...).

Néanmoins, il existe actuellement en France une tendance lourde. Les activités banque de réseau et gestion d'actifs sont, sur moyenne période, plus rentables que les activités de banque de financement et d'investissement. En effet, ces dernières supportent un environnement très concurrentiel sur le segment des grandes entreprises et une sinistralité globalement plus élevée que sur les particuliers. A l'inverse, les activités banque de réseau et gestion d'actifs bénéficient d'une clientèle de particuliers plus captive, moins risquée et génératrice de marges confortables.

Parallèlement, la volatilité des résultats des activités banque de financement et d'investissement, liée aux fluctuations des marchés financiers, est plus forte que celle des activités de banque de réseau et de gestion d'actif, ce qui induit un niveau de risque plus élevé. Cette remarque intuitive est confirmée par une analyse des bêtas des banques d'investissement, supérieur au bêta des banques dont une part importante du PNB provient du réseau.

Ainsi, de manière paradoxale, les activités les moins rentables sont également les plus risquées. De plus, les activités banque de réseau présentent une rentabilité importante liée à l'importance des barrières à l'entrée du secteur.

Dans ces conditions, on comprend que les banques françaises ont, au cours des dernières années, privilégié dans leur politique d'allocation de fonds propres les activités banque de réseau et gestion d'actifs au détriment des activités banques de financement et d'investissement.

4.3. Quelle méthode d'évaluation privilégier pour chaque métier ?

	Méthodes de valorisation			
	DCF	WEV	Comparables boursiers	Autres méthodes
Banque de réseau	+++	+++	++	Valorisation des fonds propres excédentaires
Gestion d'actifs	++	+++	+++	
Banque de financement	+	+++	-	
Banque d'investissement	-	+++	+	
Holding	---	---	+++	

La méthode WEV est adaptée pour tous les métiers. Elle constitue une approche rapide quand on ne dispose pas de business plan, ce qui est souvent le cas pour les activités banque de financement et d'investissement, dans la mesure où ces activités sont très volatiles et difficiles à projeter sur longue période.

La méthode des comparables boursiers nécessite de disposer d'échantillons de « pure players » cotés dans chacun des métiers : cette approche est adaptée pour la gestion d'actifs, plus marginalement pour les activités banque de réseau et banque d'investissement.

Enfin, la valorisation de la holding intègre deux éléments distincts :

- la prise en compte des flux non intégrés dans les différents segments (frais de siège, gestion du portefeuille – titres...) en général valorisés par l'application d'un multiple ;
- le chiffrage de la valeur des fonds propres excédentaires, c'est – à – dire des fonds propres non affectés aux différents métiers, en général retenus pour leur valeur nette comptable.

-=-