

Contribution au Renforcement de l'Exactitude de la Méthode d'Evaluation des Entreprises par les Multiples

Amine Rachidi, Mohamed Lotfi

Université Hassan 1^{er} Laboratoire des Etudes en Finance et Comptabilité de Gestion ENCG-SETTAT MAROC, Université Hassan 1^{er} Laboratoire des Etudes en Finance et Comptabilité de Gestion ENC- SETTAT MAROC

aminerachidi.esc@gmail.com

relianceccf@gmail.com

Résumé—L'objet de cet article est de présenter différentes propositions d'amélioration de la méthode d'évaluation des entreprises par la méthode des multiples à travers les trois principales étapes qui mènent à sa conception. Les propositions d'amélioration de la méthode porteront sur les critères de choix des multiples de références les plus pertinents, la sélection des entreprises les plus comparables au sein d'un groupe de pairs sectoriels ainsi que la possibilité de combiner les multiples de référence dans le but de minimiser le risque d'erreur de l'évaluation.

Mots-clés—Méthode des multiples, évaluation d'entreprise, multiples de valorisation, indicateurs de performance.

I. INTRODUCTION

L'un des principaux buts de cet article est de définir les critères de sélection les plus pointus afin de renforcer la méthode des multiples et de minimiser le risque d'erreur de l'évaluation (écart entre la valeur évaluée et la valeur réelle de marché de la société sujette à l'évaluation).

Pour se faire, nous allons essayer de répondre à trois principales questions qui ont pour objectif d'essayer de contribuer au renforcement de la méthode des multiples, à savoir :

- La sélection de données financières plutôt que d'autres afin de déterminer les multiples de référence les plus représentatifs du niveau de valorisation des entreprises composant un groupe de pairs sectoriels (choix des multiples de référence), contribue-t-il au renforcement de la méthode des multiples?
- L'intégration des variables de contrôle plutôt que d'autres (c-à-d agrégats de performance) afin de déterminer les entreprises les plus comparables au sein d'un groupe de pairs sectoriels définit au préalable (choix des sociétés comparables) contribue-t-il au renforcement de la méthode des multiples?
- La proratation des valeurs déduites de l'utilisation de certains multiples synthétiques simples, ou la combinaison de ces multiples, contribuent-ils au renforcement de la méthode des multiples?

II. PRESENTATION DE LA METHODE DES MULTIPLES

Si le marché dans lequel nous nous trouvons est constitué d'un nombre de sociétés dont on connaît les valeurs de marché et que ces dernières sont comparables à celle que nous voulons évaluer tout en sachant que ces valeurs peuvent être considérées, en moyenne, comme acceptable, dans ce cas-là, la valeur de marché de la société en question peut être calculée en utilisant des multiples de valorisation tirés de l'échantillon en comparaison aux différentes données financières de cette société.

Cette approche se base sur la notion de « valeur de marché ». Elle part du principe que le marché est assez efficient, au moins en moyenne, afin que l'on puisse fixer la même valeur pour des actifs comparables et que cette valeur soit la plus réelle et représentative possible, dans le sens où il n'y aurait pas de grande différence avec leur valeur intrinsèque. Toutefois, l'application de la méthode des multiples est conditionnée par le fait de trouver sur le marché des sociétés cotées semblables ou du moins comparables. Car au-delà des différences de secteur d'activité, de taille de l'entreprise, de résultat net de l'entreprise, plusieurs autres facteurs pourront limiter cette probabilité, comme le contexte réglementaire, le niveau d'imposition...

De la même manière que toutes les méthodes d'évaluation, les objectifs de la méthode des multiples au-delà des quelques contraintes d'application possible citées ci-dessus, sont variés :

- Les investissements « stock picking » : en déterminant les entreprises sous ou surévaluées.
- Les introductions en bourse.
- Les fusions et acquisitions.
- Les sessions et scissions.
- Les restructurations juridiques et fiscales.
- Les tests de dépréciation de trésorerie d'UGT (unité génératrice de trésorerie).

Egalement, une liste non exhaustive de praticiens peuvent faire appel aux méthodes d'évaluation d'entreprise :

- Les cabinets de conseil : M&A, LBO...
- Les analystes financiers.
- Les investisseurs en capitaux.
- Les gérants de portefeuille.
- Le fisc.
- Les organismes de contrôle et de normalisation.

Parmi les avantages de la méthode des multiples que les praticiens avancent, c'est qu'elle est plus aisée à mettre en place et nécessite moins d'hypothèses à structurer et d'informations à analyser que d'autres méthodes basées sur

l'analyse fondamentale des entreprises en question comme la méthode des flux de trésorerie actualisé «Discounted cash-flow» (Damodaran, 2006).

Ils avancent également que la méthode des multiples est plus facile à exposer et à expliquer à un public moins initié (DeAngelo, 1990).

Les analystes financiers font appel eux aussi à la méthode des multiples quand ils ont un doute par rapport aux agrégats financiers à prendre en considération du moment que l'on dépasse leur horizon prévisionnel (O'Keefe & Richardson 2005).

III. APPLICATION DE LA METHODE DES MULTIPLES :

Il existe trois principales étapes à retenir que nous essayerons de développer sommairement dans cette partie et qu'il convient de mettre en pratique afin d'utiliser avec succès la méthode des multiples. Cette démarche est utilisée bien évidemment par les praticiens et également reprise dans plusieurs ouvrages dédiés à l'évaluation d'entreprise.

- Identification des entreprises comparables à la société que nous cherchons à évaluer.
- Définition des indicateurs financiers et de valeurs les plus pertinents.
- Définition des multiples synthétiques les plus représentatifs.

A. Identification des Entreprises Comparables à la Société que nous Cherchons à Evaluer

La première étape de la méthode des multiples est de sélectionner les entreprises comparables à la société que nous cherchons à évaluer.

Ceci implique que les entreprises en question sont suffisamment similaires par rapport à leur niveau de rentabilité, leur niveau de croissance ainsi que leur profil de risque qu'elles impliquent afin que les analyses fondamentales menées par les praticiens soient pertinentes à la société que nous voulons évaluer.

(Rappaport 1981) rajoute que les entreprises comparables et la société à évaluer doivent avoir le même niveau de flux de trésorerie futur.

(Healy & Bernard 2000) quant à eux, suggèrent que les entreprises comparables devraient avoir les mêmes agrégats financiers et opérationnels

1) *Composition d'un Groupe de Pairs Sectoriels* : Le critère de choix par secteur comme une première étape est très percutant car le groupe de pair sectoriel, partage forcément des caractéristiques ou des éléments ne serait-ce que d'ordre général et qui sont propres à un secteur d'activité :

- Taux de croissance prévisionnel du secteur.
- Conjoncture micro et macro-économique du secteur.
- Les taux de financement du secteur.
- Les niveaux de risque du secteur.

Il est particulièrement intéressant de déterminer les concurrents directs de la société à évaluer ou les entreprises de son industrie qui forcément feront partie d'une classification plus fine que le secteur d'activité (Koller 2005).

2) *Critères de Choix Complémentaires* : Les praticiens ne s'arrêtent pas au classement par secteur afin de déterminer les entreprises comparables qui constitueront leur échantillon d'analyse. Ils utilisent en plus d'autres critères tels que le niveau de croissance, le niveau de rentabilité ainsi que la taille de l'entreprise.

Ces critères de sélection que nous appellerons variables de contrôles ou indicateurs de performances, permettent une meilleure sélection des sociétés comparables. Les multiples P/E et P/B, d'un côté, et des multiples de valeur de la société VE/CA, VE/ EBITDA, VE/EBIT ainsi que des variables basées sur le taux de rentabilité des capitaux employés et des capitaux propres, les taux de marge EBIT/CA et EBIT/EBITDA accroissent l'exactitude de la méthode des multiples (Hermann & Richter 2003).

3) *Le Nombre d'Entreprises Constituant un Groupe de Pairs Sectoriels* : Sur la base de plusieurs études (Chastenet & Jeannin 2007), (Cooper & Cordeiro 2008), (Lie & Lie 2002), (Dittman & Weiner 2003) retiennent un nombre minimal de quatre à cinq sociétés afin de constituer un groupe de pairs sectoriels.

B. Définition des Indicateurs Financiers et de Valeur les plus Pertinents

En deuxième lieu, nous devons sélectionner les agrégats financiers et les indicateurs de valeur afin de calculer les multiples de références.

L'exactitude de la méthode des multiples est tributaire de la sélection de ces agrégats financiers ainsi que de ces indicateurs de valeur, car un multiple de référence représente le rapport entre un indicateur de valeur et un agrégat financier.

1) *Choix des Indicateurs de Valeur* : Les praticiens s'accordent sur le fait que les multiples de « **valeur d'entreprise** » qui correspondent à la « **valeur de la firme** » **VF** (constitué de la valeur des activités d'exploitation de l'entreprise indépendamment de sa structure de financement) plus la « **valeur de bouclier fiscal** » **VBF** (qui correspond à la valeur actuelle des nombreux avantages fiscaux provenant de la structure de financement que l'entreprise peut envisager) sont moins affectés que les multiples de « **valeur de fonds propres** » (équivalent à la valeur des titres de l'entreprise due détiennent les actionnaires, qui également définit par la valeur de la société et la valeur de dettes nets $P=V-D$) par la structure d'endettement.

Ceci implique que la valeur des fonds propres comme indicateur de valeur ne sera pas retenu et qu'uniquement les multiples de valeur d'entreprise sont applicables dans l'évaluation d'entreprise.

2) *Choix des Agrégats Financiers* : La méthode des multiples implique la sélection des agrégats financiers qui représentent le mieux la capacité de la société à créer des flux de trésorerie d'exploitation futur.

Nous allons distinguer entre deux catégories de multiples de valorisation. Les multiples fondés sur le compte de résultat et les multiples fondés sur des agrégats financiers d'exploitation.

Pour les multiples de valorisation issus du compte des résultats. Nous retiendrons principalement, l'EBIT qui est le résultat d'exploitation de l'entreprise. Il résulte de la différence entre les produits et les charges de l'entreprise. Cet indicateur décrit le résultat obtenu par une entreprise uniquement sur la base de sa capacité de production. Cette agrégat ne tient pas compte des charges et produits financiers et ne tient pas compte non plus des charges et produits exceptionnels. L'IS non plus n'impacte pas ce résultat. Nous retiendrons également l'EBITDA, qui correspond à l'excédent brut d'exploitation (EBE). Cet agrégat correspond à la différence entre les charges et les produits d'exploitation. A sa différence de l'EBIT, l'EBITDA n'intègre pas les provisions pour dépréciations d'actifs immobilisés ainsi que les dotations aux amortissements.

Pour les multiples de valorisations issus de l'exploitation. Nous retiendrons le « **chiffre d'affaires** », qui est un agrégat reflétant dans un premier temps la taille de l'entreprise et dans un second temps permet de se faire une idée sur la capacité de la société à dégager des flux de trésorerie futur. Nous retiendrons également les « **capitaux employés** ». Ces derniers représentent les capitaux investis par la société qui lui permettent de dégager des flux de trésorerie futur. Toutefois la question qui se pose afin de valoriser les capitaux employés est de les valoriser avec leur valeur comptable (coût historique) ou bien avec leur valeur marchande ?

Pour conclure, il faudrait cependant faire la distinction entre les multiples de valorisation les plus utilisés par les praticiens, des multiples de valorisation qui sont les plus étudiés et utilisés dans la recherche scientifique.

3) *Choix des Exercices* : Théoriquement, les multiples EBIT et EBITDA correspondant à l'exercice en cours ou prospectif donnent une estimation plus précise de la capacité de la société à dégager des flux de trésorerie futurs que ceux des exercices passés.

(Yee 2004), affirme que les données prospectives augmentent l'exactitude des modèles dans plusieurs cas d'études scientifique en finance, en faisant référence entre autre aux modèles d'Ohlson (1995).

(Levasseur 2001) confirme que les données prospectives avancées par les analystes constituent les prévisions les plus crédibles afin de prévoir les résultats des entreprises. D'autant plus que ce genre d'information est disponible très facilement sur les « market data provider » des salles de marché comme Bloomberg.

L'horizon le plus pertinent quant à lui est de deux à trois ans maximum. Cet horizon est justement sur lequel s'accordent les analystes et qu'au-delà duquel les prévisions perdent de leurs exactitudes (Penman 2006).

C. Définition des Multiples Synthétiques les plus Représentatifs

Une fois que les entreprises comparables ont été sélectionnées et que les multiples de valorisation ont été définis, la dernière étape de la méthode d'évaluation des multiples est de définir les combinaisons des multiples optimaux pour la valorisation de ces entreprises.

1) *Multiples Synthétique Simple* : Il est question ici d'unifier les multiples de valorisation calculés pour les entreprises

comparables constituant un groupe de pairs à un seul multiple qui représente la valorisation moyenne de ces entreprise par rapport au marché.

Globalement, nous pouvons établir trois méthodes de calcul des multiples synthétiques :

- La moyenne arithmétique.
- La médiane (les praticiens optent la plupart du temps pour l'utilisation des deux premières méthodes et spécialement la médiane dans les cas des échantillons réduit).
- La moyenne harmonique (préférée dans les études empiriques).

La moyenne arithmétique comporte toutefois des limites. La principale limite étant qu'elle peut être non représentative du niveau réel de valorisation si le groupe de pair comporte des valeurs aberrantes. Il revient à l'évaluateur de supprimer ces valeurs extrêmes afin que le résultat soit le plus proche possible de la réalité. Pour se faire, nous suivrons l'équation ci-dessous :

$$M_{syht}(xit) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \frac{(VEit)}{(xit)}$$

- $M_{syht}(xit)$ représente le multiple synthétique simple de l'agrégat financier (xit), correspondant à la valorisation des entreprises comparables (i), de (n) entreprises, à une date (t).
- $(VEit)$ correspond à la valeur des entreprises comparables (i) à une date (t).
- (xit) correspond à l'agrégat financier des entreprises comparables (i) actuel ou prospectif à la date (t).

La médiane divise l'échantillon d'entreprise comparable en deux (50/50). Reconnue comme étant plus pertinente que la moyenne sur des échantillons de petite taille, elle amortie les biais résultant des fortes dispersions et des valeurs aberrantes.

La moyenne harmonique quant à elle donne le même poids à toutes les entreprises de l'échantillon, ce qui la rend moins sensible aux valeurs aberrantes.

$$M_{syht}(xit) = \frac{1}{\frac{1}{n \sum_{i=1}^n \frac{(VEit)}{(xit)}}}$$

Pour la méthode de valorisation par les multiples, de nombreuses recherches démontrent que la moyenne harmonique ainsi que la médiane offrent des résultats plus percutants et représentatifs de la valorisation réelle de l'entreprise que la moyenne arithmétique ou d'autres indicateurs de tendance centrale (Doron Nissim 2002).

2) *Multiples Synthétiques Combinés* : Dans la méthode des multiples, la valorisation des entreprises passe par la sélection des multiples de valorisation les plus pertinents. cela-dit, il est tout à fait possible d'être face à deux multiples pertinents. C'est dans ce cas-là que la question de la combinaison des multiples se pose.

Il nous faut dans ce cas déterminé : Soit le coefficient de proratisation idoine entre les valeurs déduites de l'utilisation de multiples basés sur deux agrégats financiers :

$$V_{synth}(zt) = (1-\alpha) M_{syht}(xit) + \alpha M_{syht}(yit)$$

Soit les multiples combinés représentant de ces deux agrégats :

$$V_{synth}(zt) = M_{syht}(x/yit) + M_{syht}(y/xit)$$

$V_{synth}(zt)$ représente la valeur de la société (Z) estimée à la date (t).

(*xit*) et (*yit*) correspond aux agrégats financiers des entreprises comparables(*i*) actuels ou prospectifs à la date (*t*).

Msyht (*xit*) et *Msyht* (*yit*) représentent les multiples synthétiques simples de l'agrégat financier (*xit*) et (*yit*) correspondant à la valorisation des entreprises comparables (*i*), de (*n*) entreprises, à une date (*t*).

Msyht (*x/yit*) et *Msyht* (*y/xit*) représentent les multiples synthétiques combinés qui correspondent aux agrégats financiers (*xit*) et (*yit*) des entreprises comparables (*i*) actuels ou prospectifs à la date (*t*).

La question qui reste à poser fait référence justement au choix des multiples que l'on peut potentiellement combiner ce qui implique bien évidemment le questionnement relatif à la méthode à suivre afin que l'on puisse les combiner.

Les multiples aptes à être combinés : En parcourant la littérature, plusieurs combinaisons s'avèrent a priori possibles. La combinaison la plus retenue rassemble les agrégats financiers issus des capitaux et ceux issus du résultat (Meitner).

Pour Ohlson la combinaison des multiples fondés sur les capitaux employés et l'EBIT sont très représentatifs. La littérature ne fait presque jamais allusion à la combinaison des multiples de résultat (EBIT et EBITDA).

Les praticiens recommandent fortement l'utilisation de l'un de ces agrégats financiers. Pour eux, la pertinence de l'utilisation de l'un ou de l'autre dépend du contexte de la valorisation (cas de LBO, de M&A...), du niveau des dotations de la société en rapport avec le rendement des investissements déagés. Il avance également que leur utilisation dépend également du secteur d'activité dans lequel se trouve l'entreprise que nous cherchons à évaluer.

Cela-dit, à aucun moment la combinaison des deux agrégats financiers issus du résultat n'a été évoqué, ni en parcourant la littérature ni en pratique.

Moyens de combiner les multiples: Des chercheurs ont choisi de combiner les valeurs calculées sur la base des multiples à un prorata égal entre eux sans forcément avancer une argumentation scientifique.

La plupart d'entre eux cela-dit, utilise la méthode des moindres carrés (cette méthode qui dans l'absolu permet d'apporter des corrections à des données qui potentiellement pourraient regrouper des erreurs dans le but d'avoir les résultats les plus représentatifs de la réalité), afin de calculer les multiples aptes à être combinés pour chaque échantillon d'entreprises comparables (Liu & Yoo).

IV) PROPOSITIONS D'AMELIORATION DE LA METHODE

L'un des principaux buts de notre thèse est de définir les critères de sélection les plus pointus afin de renforcer la méthode des multiples et de minimiser le risque d'erreur de l'évaluation (écart entre la valeur évaluée et la valeur réelle de marché de la société sujette à l'évaluation).

Afin d'essayer de répondre à ces questions, nous allons formuler trois catégories d'hypothèses que nous tenterons de valider par le biais d'une étude empirique. Les hypothèses en question sont :

- Des hypothèses concernant les critères de choix des multiples de références.

- Des hypothèses concernant les critères de choix des entreprises comparables composant un groupe de pairs.
- Des hypothèses concernant la combinaison des multiples.

A. Les Propositions Concernant les Critères de Choix des Multiples de Références

P1) L'utilisation de la moyenne harmonique au lieu de la moyenne arithmétique des entreprises comparables est de nature à renforcer l'exactitude de la méthode des multiples.

P2) L'utilisation des multiples basés sur le résultat (EBIT et EBITDA) au lieu des multiples fondés sur le chiffre d'affaires ou sur les capitaux employés sont de nature à renforcer l'exactitude de la méthode des multiples.

P3) L'utilisation des multiples basés sur l'EBITDA au lieu de l'EBIT est de nature à renforcer l'exactitude de la méthode des multiples.

P4) Les multiples basés sur le résultat (EBIT et EBITDA) correspondant à l'exercice en cours et prévisionnel au lieu des multiples fondés sur le résultat des exercices antérieurs sont de nature à renforcer l'exactitude de la méthode des multiples.

P5) Les multiples basés sur le résultat (EBIT et EBITDA) correspondant à des exercices prospectifs allons au-delà de deux ans sont de nature à faire perdre la méthode des multiples en pertinence.

B. Les Propositions Concernant les Critères de Choix des Entreprises Comparables au Sein d'un Groupe de Pairs Sectoriels

1) *Variables de contrôle de type structurel* : **P6)** Un choix des entreprises les plus comparables basé sur les multiples du chiffre d'affaires, en l'occurrence fondé sur le rapport entre le taux de marge opérationnelle sur le chiffre d'affaires est de nature à renforcer l'exactitude de la méthode des multiples.

P7) Un choix des entreprises les plus comparables basé sur les multiples de l'EBITDA, en l'occurrence fondé sur le rapport entre le taux de marge opérationnelle sur l'EBITDA, est de nature à renforcer l'exactitude de la méthode des multiples.

P8) Un choix des entreprises les plus comparables basé sur les multiples de capitaux employés, en l'occurrence fondé sur la rentabilité des capitaux employés est de nature à renforcer l'exactitude de la méthode des multiples.

2) *Variables de Contrôle de Type Conjoncturel* : **P9)** Un choix des entreprises les plus comparables basé sur les multiples du chiffre d'affaires réalisé, en l'occurrence fondé sur l'anticipation de la croissance du chiffre d'affaires sur les exercices prospectifs est de nature à renforcer l'exactitude de la méthode des multiples.

P10) Un choix des entreprises les plus comparables basé sur les multiples d'EBITDA réalisé, en l'occurrence fondé sur l'anticipation de la croissance de l'EBITDA sur les exercices prospectifs est de nature à renforcer l'exactitude de la méthode des multiples.

P11) Un choix des entreprises les plus comparables basé sur les multiples d'EBIT réalisé, en l'occurrence fondé sur l'anticipation de la croissance de l'EBIT sur les exercices

prospectifs est de nature à renforcer l'exactitude de la méthode des multiples.

3) *Variables de contrôle à long terme* : **P12**) Un choix des entreprises les plus comparables basé sur les indicateurs de performance à long terme, défini par la capitalisation de leur EBIT correspondant à l'exercice prospectif est de nature à renforcer l'exactitude de la méthode des multiples :

C. Des Propositions Concernant la Combinaison des Multiples

P13) La combinaison des multiples d'EBIT et de capitaux employés est plus percutante qu'utiliser séparément et par conséquent leur combinaison est de nature à renforcer l'exactitude de la méthode des multiples.

P14) La combinaison des multiples d'EBIT et d'EBITDA est plus percutante qu'utiliser séparément et par conséquent leur combinaison est de nature à renforcer l'exactitude de la méthode des multiples.

V. CONCLUSION

Les hypothèses sont inspirées en parcourant la littérature traitant de l'évaluation des entreprises par la méthode des multiples. Nous espérons que l'issue de leurs applications sur les entreprises marocaines permettra de renforcer la méthode de tel sorte à diminuer le risque d'erreur de l'évaluation entre les entreprises cotées et les entreprises non cotées.

REFERENCES

- [1] E. Chasteney, G. Jeannin (2007), "Evaluation d'entreprise : les méthodes appliquées par les analystes financiers". *Revue Analyse Financière*, 24, p. 48-51.

- [2] I.A.Cooper,L. Cordeiro (2008), "Optimal Equity Valuation Using Multiples: The Number of Comparable Firms", *Working Paper*, London Business School.
- [3] Damodaran (2006), "Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence", *Working Paper*, Stern School of Business.
- [4] D. E. Angelo, L.E. (1990), "Equity Valuation and Corporate Control". *Accounting Review*, 65, p. 93-112.
- [5] I.Dittmann(2005), "Selecting Comparables for the Valuation of European Firms", *Working Paper*.
- [6] G.Desmulliers, M. Levasseur, (2001), "Informations financières et marchés boursiers", *Juste Valeur – Enjeux Techniques et Politiques*.
- [7] P. M. Healy, V.L.Bernard, (2000), *Business Analysis and Valuation Using Financial Statements*, 2nd edition, South-Western.
- [8] V.Herrmann,F. Richter, (2003), "Pricing with Performance-Controlled Multiples". *Schmalenbach Business Review*, 55, p. 194-219.
- [9] K.K. (2004), "Forward Versus Trailing Earnings in Equity Valuation". *Review of Accounting Studies*, 9, p. 301-329.
- [10] T. Koller, (2005), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 4th edition, Wiley, Hoboken, NJ.
- [11] E.Lie,H.J. Lie, (2002), "Multiples Used to Estimate Corporate Value". *Financial Analysts Journal*, 58, p. 44-54.
- [12] M. Meitner(2006), *The Market Approach to Comparable Company Valuation*, Physica-Verlag GmbH & Co.
- [13] D.Nissim, J.K.Thomas (2002a), "Equity Valuation Using Multiples". *Journal of Accounting Research*, 40, p. 135-172.
- [14] O'Keefe, T., Richardson (2006), "Relative Accuracy and Predictive Ability of Direct Valuation Methods, Price to Aggregate Earnings Method and a Hybrid Approach". *Accounting & Finance*, 46-4, p. 553-575.
- [15] J.A. Ohlson (1995), "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation". *Contemporary Accounting Research*, 11, p. 689-731.
- [16] S.H.Penman, (2006), "Handling Valuation Models". *Journal of Applied Corporate Finance*, 18, p. 48-55.
- [17] A.Rappaport, (1981), "Selecting strategies that create shareholder wealth". *Harvard Business Review*, 59, p. 139-149.
- [18] Y.K.Yoo, (2006), "The valuation accuracy of equity valuation using a combination of multiples". *Review of Accounting Studie*, 5-2, p. 10.