

# support 1 cours

mardi 25 octobre 2022 11:02 AM



support 1  
cours

Première sous-partie :

## ***La problématique de la valeur***

# CHAPITRE I

## Contexte de l'évaluation

L'Ingénierie Financière se propose de répondre à différentes problématiques que se posent les actionnaires d'entreprises dont bien évidemment celle de la valeur des actions qu'ils détiennent.

Cette question qui s'impose à eux tout naturellement lors d'étapes décisives et exceptionnelles telles la cession, l'acquisition ou la modification du périmètre de contrôle, n'en est pas moins une préoccupation permanente.

En effet, toute décision du chef d'entreprise, qu'elle concerne le développement, l'investissement, le désengagement, la conquête d'un marché voire d'une simple commande, aura une incidence sur la valeur de l'entreprise donc sur le patrimoine des actionnaires.

Dans ce chapitre, nous allons nous pencher sur cette Problématique de la Valeur et sur les outils dont nous disposons pour tenter de lui apporter une, voire plusieurs réponses.

Toutefois, avant d'entrer dans le vif du sujet, quelques commentaires nous paraissent nécessaires quant à l'étendue de notre approche, la notion de propriété et la différence entre valeur et prix.

### 1. ÉTENDUE DE L'APPROCHE

Notre approche s'apparente et s'intègre dans une logique de marché, celle du marché des actions. Ainsi :

- nous traiterons des entreprises privées ayant la forme juridique de sociétés de capitaux, c'est-à-dire, principalement, les SA (Sociétés Anonymes) et les SARL (Sociétés à Responsabilité Limitée).

Dans un souci de simplification de l'exposé, nous utiliserons le terme générique d'**ACTIONS** pour évoquer les titres de propriétés de ces entreprises, et ce, qu'il s'agisse d'actions ou de parts sociales. Lorsqu'une distinction s'imposera nous le préciserons ;

- les entreprises publiques ayant le statut de sociétés de capitaux suivent, aux différences de comptabilité près, une logique similaire et entrent donc également dans notre périmètre d'études, à l'exception bien entendu de celles qui ont vocation partielle ou totale à rendre un Service Public et donc qui ne répondent plus à une logique de marché ;
- les entreprises de Personnes sont exclues de notre périmètre. Nous verrons comment mettre en œuvre l'évaluation de ce type d'entreprises, en annexe PV1.

## 2. PROPRIÉTÉ DES ACTIONS ET PROPRIÉTÉ DES ACTIFS

Pour comprendre les différents modes de pensée qui ont conduit à la construction des outils de valorisation que sont les méthodes d'évaluation, il est nécessaire d'intégrer dès maintenant le contenu de l'objet que l'on cherche à évaluer.

A ce stade, la structure juridique joue un rôle essentiel.

Résoudre la problématique de la valeur d'une entreprise c'est valoriser le patrimoine détenu par ses propriétaires, les actionnaires. C'est, ainsi, valoriser les **ACTIONS**. *Dans la suite de cet ouvrage et au fil de la mise en œuvre des méthodes d'évaluation, nous devrons garder en permanence présent à l'esprit, que c'est bien les actions que l'on cherche à évaluer.*

La propriété des actions d'une entreprise ne signifie nullement la propriété directe, pleine et entière des actifs qu'elle posséde.

Pour s'en convaincre, il suffit de lire la presse économique. Elle fait régulièrement état de poursuites contre des dirigeants actionnaires auxquels il est reproché de s'être approprié ou tout simplement d'avoir joui à titre gratuit de biens de leurs sociétés.

Par ailleurs, si un actionnaire souhaite devenir propriétaire, à titre personnel, d'un bien de la société, il peut le faire de différentes manières, par exemple :

- en se versant des dividendes (le bien de l'entreprise étant par exemple de la trésorerie),
- en réduisant le capital,

- en achetant le bien concerné, mais dans ce cas la transaction doit être réalisée à un prix de marché.

A chaque fois, ces opérations induiront un coût financier pour l'actionnaire, ne serait-ce qu'un coût fiscal. La réalité de ce coût est bien la preuve éclatante que le bien n'appartenait pas à l'actionnaire.

Ainsi faut-il bien comprendre et retenir que :

- **Les actifs de la société appartiennent à la société, personne morale disposant de son identité propre.**
- **Les actions de la société appartiennent aux actionnaires.**
- **Les actifs de la société n'appartiennent pas aux actionnaires.**

### 3. DIFFÉRENCE ENTRE VALEUR ET PRIX

Le prix d'une entreprise peut se définir comme étant le montant auquel une transaction sur le capital de cette entreprise peut avoir (ou bien a eu) lieu.

Dans le premier cas, il s'agit par exemple du montant ferme et définitif proposé par un acheteur au vendeur, ce dernier n'ayant d'autre choix que d'accepter et céder son entreprise ou bien refuser de vendre à l'acheteur en question.

Ce peut être, aussi le montant affiché et revendiqué par un vendeur qui renonce par avance à vendre ses actions à un prix différent. On parlera également de prix lors d'une transaction en cours en évoquant le montant autour duquel un accord paraît être possible.

Dans le deuxième cas, il s'agit de constater le montant auquel une transaction s'est réalisée.

Ainsi, qu'elle soit potentielle ou constatée, la notion de prix doit être rattachée à une transaction possible ou réelle.

Le prix de l'entreprise est donc fonction de nombreux paramètres tant objectifs que subjectifs tels par exemple : ses performances, le rapport de force entre les parties, les motivations de ces parties, l'appétence d'un ou de plusieurs acheteurs possibles, la qualité et la pertinence des négociateurs, la quotité de capital échangé, la typologie de l'acheteur, etc.

## Les performances

Notre culture bancaire nous pousse tout naturellement vers les critères financiers et économiques, et l'on sent bien que l'activité, la profitabilité, la structure financière, la position concurrentielle, les perspectives du marché de l'entreprise et de l'entreprise dans son marché sont autant de paramètres qui aiguisent ou non l'appétit d'acheteurs potentiels donc le prix qu'ils sont susceptibles d'accepter. Ces éléments constituent l'essentiel de la base de travail de l'évaluateur en quête de la valeur.

Mais bien d'autres facteurs interviennent dans un prix de transaction.

### Le rapport de force et les motivations

Le rapport de force qui s'établit dans la négociation entre les parties et la qualité des négociateurs sont déterminants.

A n'en pas douter un vendeur qui négocierait avec plusieurs acheteurs stratégiques vendra à un meilleur prix que s'il négociait avec un seul acheteur essentiellement motivé par la réalisation d'une belle opération financière.

Cet exemple simple met en relief trois autres déterminants du prix :

- l'intérêt stratégique que représente l'entreprise. Il sera clairement différent entre une entreprise disposant d'une forte part de marché dans une niche technologique, et une entreprise n'ayant qu'une faible part d'un marché large et concurrentiel. Toutefois pour tirer le meilleur « profit » d'une situation stratégique favorable, il est nécessaire d'avoir des acheteurs industriels ayant un vif intérêt pour l'entreprise voire un besoin certain de l'acquérir.
- le choix du conseil qui dispose ou non de la capacité de trouver, de contacter et de motiver les acheteurs stratégiques. Si l'on prend l'exemple de la vente d'une entreprise qui serait leader sur son marché domestique, le prix que pourrait obtenir un cabinet conseil international serait-il le même que celui qu'obtiendrait un cabinet à vocation et à rayonnement régional alors même que les acheteurs stratégiques sont probablement étrangers ?
- la motivation des parties en présence. Très concrètement, le vendeur que l'on prie de rester à la tête de l'entreprise après la vente obtiendra d'autres conditions que celui qui souhaite rester ou qui demande le maintien de ses enfants dans l'entreprise.

L'industriel, à la recherche d'une taille critique, acceptera de payer un prix plus élevé pour une entreprise de son secteur d'activité que celui

qui détient déjà une forte part du marché. Le premier joue sa survie tandis que le second accélère sa croissance.

## L'appétence des acheteurs

Une entreprise est un bien unique, constitué de femmes et d'hommes, de moyens immobiliers, mobiliers et financiers, d'une culture et d'un savoir-faire, de partenaires qui vont du fournisseur au client en passant par le banquier, le comptable ou le sous-traitant. S'il est possible de trouver des entreprises comparables, jamais l'on ne pourra trouver deux entreprises identiques. Ainsi l'appétence de l'acheteur, le désir qui saura être créé chez lui, de posséder l'entreprise, et qui dans une démarche industrielle pourra parfois s'apparenter à un mélange de soif de pouvoir et de fascination de collectionneur, influenceront fortement le prix qu'il acceptera de payer.

## La quotité de capital échangé

Le prix d'une majorité du capital ne s'assoit pas sur la même base que celui d'une minorité. La différence, c'est le prix du contrôle, le prix du pouvoir.

Le marché boursier nous le démontre régulièrement. Il est en effet par construction le lieu où des investisseurs s'échangent au jour le jour des actions qui représentent des participations minoritaires, voire infimes du capital des sociétés.

Ce marché est un marché de minoritaires. Toutefois, lorsqu'une OPA (Offre Publique d'Achat) est lancée sur un titre, un acheteur se propose de racheter l'ensemble des actions. Il tente de prendre le contrôle de l'entreprise. L'opération devient une opération majoritaire et son prix de réalisation un prix de majorité.

Or, l'on constate fréquemment une hausse significative du cours de l'action, donc du prix de l'entreprise dès les premières rumeurs d'OPA. Cette hausse rapproche le prix d'une minorité (avant OPA) du prix d'une majorité (cours de l'OPA). Cette différence, qui peut être mesurée sur le marché boursier au travers de diverses opérations de ce type, est estimée en moyenne à environ 25 % du prix de l'action avant OPA et constitue le prix du pouvoir. Cette moyenne ne constitue toutefois pas une règle mais n'est que la résultante de situations contrastées.

Retenons que l'on parle de prix de majorité et de prix de minorité.

Dans l'approche de la valeur que nous entreprenons, nous nous intéresserons aux prix de majorité mais, nous reviendrons longuement sur cette notion de pouvoir et sur sa problématique.

## La typologie de l'acheteur

Nous avons évoqué et réfléchi à la motivation de l'acheteur. Mais, au-delà de cette motivation, sa nature a une incidence certaine sur le prix qu'il accorde à l'entreprise.

Un acheteur industriel intègre son acquisition dans le cadre d'une stratégie globale. Il peut mettre en œuvre restructurations et synergies et ainsi bâtir une politique industrielle à même d'augmenter la productivité et la rentabilité de l'entreprise rachetée.

Le prix qu'un vendeur pourrait obtenir de lui est généralement supérieur à celui que lui proposerait un investisseur financier ne pouvant apporter la moindre synergie et, à la recherche de rendements élevés pour les capitaux qu'il investit.

On pourrait citer de nombreux autres facteurs susceptibles d'influencer le prix d'une transaction. Il est clair que la notion de prix est liée à la potentialité ou à la réalité d'une transaction, qu'elle est soumise à une multitude de paramètres aussi bien subjectifs qu'objectifs, et que, finalement, pour une même entreprise, il y a autant de prix possibles que de situations.

## La démarche de l'évaluateur

La démarche de l'évaluateur s'inscrit dans une logique sensiblement différente. Il s'agit pour lui de déterminer par l'analyse et la mise en œuvre d'outils que sont les méthodes d'évaluation, la valeur, voire la fourchette de valeur que l'on peut attribuer à l'entreprise.

Cette approche, qui s'appuie sur des supports théoriques, peut sembler imprgnée d'une profonde objectivité donc source de vérité.

Il ne faut toutefois pas s'y tromper. La vérité n'appartient pas au monde de l'évaluation qui, nous le verrons, reste une science approximative où se mêlent esprit théorique et raisonnement empirique.

De plus, à l'exclusion de la « fairness opinion » qui, comme le nom l'indique, se fixe comme but l'objectivité, l'évaluation est par essence subjective.

L'évaluateur a une mission, il poursuit un objectif. Ainsi, conseil d'un vendeur, il cherche à justifier, à valider, voire à démontrer la valeur la plus élevée possible ; conseil d'un acheteur il adopte la démarche opposée.

**Ainsi, la valeur, résultat de l'évaluation s'appuie sur une démarche théorique et cohérente mais elle n'est pas imperméable, tant s'en faut, aux éléments subjectifs que le contexte est susceptible d'apporter.**

**La valeur en tant que déterminant essentiel du prix devient le réceptacle des enjeux et des conflits d'intérêts dont il est l'objet.**

# cl support 1

mardi 25 octobre 2022 11:14 AM



cl support 1

## LES CLÉS DU BANQUIER

1. Le patrimoine de l'entreprise n'est nullement le patrimoine de l'actionnaire.  
De la même manière, le banquier qui accepterait en couverture d'un crédit ou engagement en faveur d'un actionnaire, dirigeant ou pas, une garantie sur un bien de l'entreprise de son débiteur se rendrait complice d'abus de bien social. La sanction du banquier serait, à l'image de celle de son client, pénale. Dans un montage de type L.B.O., il ne devra en aucun cas être pris en garantie du crédit consenti à la holding (l'actionnaire) une sûreté de quelque nature qu'elle soit sur les biens de la société cible. En effet dans le meilleur des cas, le banquier serait confronté à une nullité de sa garantie, et dans le pire des cas, il serait condamné à une complicité d'abus de biens sociaux.
2. Une évaluation d'entreprise, aussi pertinente soit-elle, n'aboutit qu'à la détermination d'une **valeur théorique**. La valeur ne doit pas laisser présager d'un prix, bien que son objet soit de s'en approcher.  
Dans le même esprit, consentir à un actionnaire une avance personnelle sur la cession future de ses actions, en retenant la valeur définie par un évaluateur, même de renom, comme le montant des capitaux que recevra ce client, présente clairement un risque certain.  
Nous verrons d'ailleurs comment la valeur d'une entreprise peut varier sensiblement dans le temps.
3. L'évaluateur est rarement un **acteur neutre**. Il joue un rôle, poursuit un objectif, ce qui le rend partial dans ses jugements, ses choix et ses hypothèses.  
Son intervention s'inscrit dans un contexte bien précis et il peut chercher à valider, voire à démontrer une valeur définie *a priori*.  
Comme dans toutes les composantes de son métier, le banquier doit rester vigilant et garder son esprit critique sans se laisser abuser par les constructions théoriques.



## Les deux philosophies d'approche de l'évaluation

Entrons donc dans le vif du sujet et pour cela tentons modestement de suivre les traces des théoriciens qui ont inventé, construit, voire modélisé les méthodes d'évaluation.

L'entreprise est une entité juridique spécifique, une personne morale qui :

- possède des biens et des créances,
- est redevable de dettes,
- déploie une activité dans le but de générer des profits,
- distribue à ses actionnaires ou conserve en son sein tout ou partie des profits réalisés.

Ainsi, l'entreprise affiche deux caractères dominants :

- elle est propriétaire d'un patrimoine sur lequel elle a des dettes à rembourser,
- elle assure des activités qui génèrent des flux, économiques pour elle-même, et financiers pour ses créanciers et ses actionnaires.

Sur la base de ce constat, les deux philosophies dominantes transparaissent déjà.

La première s'attache à privilégier la notion de propriété, la seconde celle de génération de flux.

### 1. L'APPROCHE PATRIMONIALE

L'entreprise est une entité qui possède un patrimoine et qui est redevable de dettes.

Selon cette approche, la valeur des actions de l'entreprise est égale à celle de son **patrimoine net**, c'est-à-dire la valeur de ses biens moins celle de ses dettes. La problématique de la valeur devient une équation dans laquelle il s'agit d'estimer à leur valeur économique ou **vénale** (ci-après réelle) chacun des actifs de la société et chacune de ses dettes.

Ainsi :

$$\text{Valeur des Actions} = \text{Valeur de l'entreprise}$$

$$= \text{Valeur réelle des Actifs de l'entreprise} - \text{Valeur réelle des Dettes de l'entreprise}$$

Le travail de l'évaluateur consistera donc à passer en revue chacun des actifs de la société et chacune de ses dettes pour **corriger** la valeur nette comptable et l'ajuster à la valeur réelle.

Cette approche de la valeur de l'entreprise a conduit à de nombreuses méthodes dites « patrimoniales ». Nous nous pencherons principalement sur :

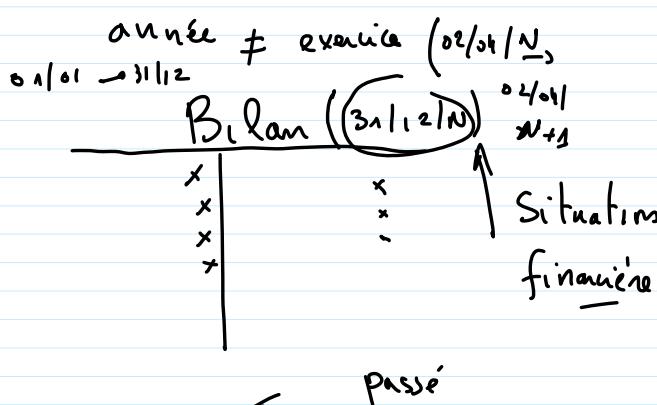
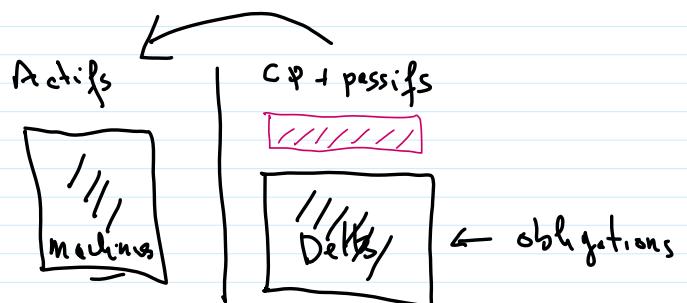
- la méthode de l'**Actif Net Corrigé**,
- les méthodes du **Goodwill** et plus spécifiquement celle de **la rente abrégée**.

Notons dès maintenant, en liaison avec les remarques du chapitre précédent que ce type d'approche « gomme » la structure juridique de l'entreprise et assimile la valeur du patrimoine de la société à la valeur des actions de la société.

Remarquons également que son principe consiste essentiellement à valoriser les richesses accumulées par l'entreprise dans le passé au détriment de ses perspectives d'évolution et de sa rentabilité existante ou future.

### 2. L'APPROCHE PAR LES FLUX

Par un raisonnement totalement différent et divergent de la structure de pensée que l'on vient d'évoquer, l'entreprise est une sorte de « coquille » ou de « machine » à générer des flux financiers à destination de ses apporteurs de capitaux (ou bailleurs de fonds). La valeur du patrimoine de ces bailleurs de fonds est fonction des flux **financiers futurs** que l'entreprise nourra leur ver-



sée que l'on vient d'évoquer, l'entreprise est une sorte de « coquille » ou de « machine » à générer des flux financiers à destination de ses apporteurs de capitaux (ou bailleurs de fonds). La valeur du patrimoine de ces bailleurs de fonds est fonction des flux **financiers futurs** que l'entreprise pourra leur verser (ou engranger en leur faveur) dans l'avenir.

On distingue principalement deux types de flux :

- les flux de Résultat Net ou de Dividende : nous verrons les méthodes de Fisher, de Gordon Shapiro, de Bates, du délai de recouvrement et évoquerons certains modèles pouvant en découler.
- les flux de trésorerie ou flux de « cash » générés par l'activité : nous verrons la méthode des Discounted Cash Flow (DCF).

La problématique de la valeur se résout dans ce cas en :

- estimant les **flux économiques et financiers futurs** que l'entreprise sera susceptible de générer et pour cela en comprenant et en cernant la nature et la récurrence des flux économiques et financiers passés.
- mesurant le risque représenté par l'investissement dans l'entreprise et en situant ce risque par rapport à ceux qui induiraient d'**autres investissements alternatifs**.

### 3. LE POINT COMMUN DES DEUX PHILOSOPHIES

Le principal point commun de ces deux philosophies d'approche de la valeur d'une entreprise réside dans le fait qu'elles s'appuient toutes les deux sur les données comptables et refusent de s'en contenter.

L'approche patrimoniale s'attache aux valeurs réelles des éléments composants le bilan de l'entreprise et non à leur valeur comptable.

L'approche par les flux se fixe comme objectif de déterminer au plus près les flux économiques et financiers futurs de l'entreprise ; cela induit :

- de réaliser un diagnostic sérieux et approfondi de l'entreprise, de son potentiel, de **son devenir** ;
- de reconstituer avec la plus grande précision et la plus grande finesse possible les flux économiques et financiers passés qui, nous l'avons compris, ne seront pas nécessairement les flux comptables ;
- de projeter ces flux économiques en tenant compte des modifications structurelles et conjoncturelles visibles ou prévisibles.

Ainsi, l'évaluation de l'entreprise est précédée d'une étude approfondie de la société, d'une compréhension claire de son passé, d'une estimation aussi fine et motivée que possible de son avenir.

Cette étude préliminaire comprend plusieurs étapes :

- L'établissement d'un diagnostic culturel, humain, économique, financier et stratégique aussi large qu'ouvert et étoffé de l'entreprise. A ce stade, nous invitons vivement le lecteur à se reporter aux nombreux ouvrages réalisés sur ce sujet dont en particulier celui de M. Manchon qui sert de support au cours d'Analyse Financière enseignée en première et en deuxième année d'ITB (Institut Technique de Banque).  
Le diagnostic est à plusieurs égards une phase primordiale de l'évaluation. Bien sûr, il constitue les fondations des étapes suivantes décrites ci-après, mais surtout il permet à l'évaluateur de se forger une opinion sérieuse sur la pérennité de l'entreprise, son positionnement, son futur, ses points forts et ses points faibles, les aléas qui pèsent sur elle, les choix stratégiques auxquels elle est confrontée, les enjeux et les défis qu'elle devra surmonter. L'évaluateur se bâtit une conviction sur le niveau de risque relatif que représente l'entreprise par rapport à d'autres sociétés, sur le niveau de risque relatif que comporte un investissement au capital de la société par rapport à un investissement alternatif, au capital d'une autre société, en emprunt obligataire, en emprunt d'Etat, etc.
- L'analyse détaillée voire pointilleuse de la valeur réelle de chacun des actifs et de chacune des dettes de l'entreprise afin de rechercher les corrections qu'il convient d'apporter aux valeurs nettes comptables. Ce travail minutieux, le Retraitemen t des Comptes de Bilan, est le support indispensable à la mise en œuvre des méthodes patrimoniales.
- La détermination des flux économiques et financiers passés susceptibles de se reproduire dans l'avenir, en un mot des flux récurrents. Ce travail sera dénommé Retraitemen t des Comptes de Résultat.
- L'élaboration détaillée et motivée des prévisions de l'entreprise qui est édifiée sur la base des flux récurrents du passé et qui intègre les changements structurels et conjoncturels susceptibles de se produire dans l'avenir. Cet exercice doit permettre à l'évaluateur d'estimer avec pertinence les flux économiques et financiers que l'entreprise sera susceptible de générer dans le futur.

Dans les toutes prochaines pages, nous allons donc successivement détailler le diagnostic, les retraitements de bilan et de comptes de résultat et nous interroger sur la construction des prévisions et des flux futurs.

#### 4. L'APPROCHE COMPARATIVE

Sans qu'elle soit réellement une démarche conceptuelle à proprement parler, l'approche comparative constitue en elle-même un troisième type de méthodes d'évaluation.

Pour la mettre en œuvre, l'évaluateur recherche sur les marchés boursiers français et étrangers un échantillon de sociétés comparables à celle qu'il se propose d'évaluer.

La particularité des sociétés cotées est bien entendu que leur cours de Bourse constitue, pour elles, une référence de prix. L'évaluateur cherche à déterminer les critères communs de valorisation qui se dégagent de l'échantillon. Il les applique ensuite à la société, objet de son étude, pour définir sa valeur ou sa fourchette de valeur.

Nous examinerons parmi ces méthodes :

- le PER,
- les autres ratios boursiers,
- les droites de régression.

Nous évoquerons également l'établissement d'une parité qui, bien que ne faisant pas partie, de façon évidente, de cette famille, s'inspire fortement de cette démarche.

### LES CLÉS DU BANQUIER

Une évaluation, aussi professionnelle soit-elle, reste toujours subjective car elle dépend de nombreux paramètres :

- diagnostic,
- retraitements effectués,
- prévisions retenues,
- méthodes utilisées,

Ainsi, lorsque nous sommes confrontés à une évaluation par exemple dans le cadre du financement d'une acquisition, il faut avant toutes choses se poser les questions suivantes :

- quelle est la motivation de l'évaluateur, que cherche-t-il à démontrer et par conséquent quels choix et hypothèses a-t-il retenus dans son évaluation ? quelle en est la pertinence ?
- quelle crédibilité accordons-nous au diagnostic établi et surtout en quoi diverge-t-il, le cas échéant, de notre propre diagnostic ?
- quelle est la validité des retraitements effectués, tant en terme de patrimoine que de flux ?
- quelle est la fiabilité des prévisions établies ?
- quelle est l'influence sur la valeur, des méthodes utilisées et par conséquent vers quel niveau de valeur nous aurait conduit l'utilisation d'autres méthodes d'autres hypothèses, d'autres paramètres ?



le

diagnostic...

## CHAPITRE I

### Le diagnostic de l'entreprise

Comme nous l'avons déjà dit, le diagnostic est une étape cruciale de l'évaluation au cours de laquelle l'évaluateur devra se forger une option claire de ce qu'est l'entreprise, et de ce qu'elle est susceptible de devenir. Il comprendra six parties essentielles :

- le diagnostic culturel, juridique et fiscal.
- le diagnostic humain.
- le diagnostic économique.
- le diagnostic des moyens et de l'organisation.
- le diagnostic financier.
- le diagnostic stratégique.

Pour mener à bien cette étude de l'entreprise, l'évaluateur doit se procurer auprès d'elle un ensemble de documents et d'informations. On trouvera en annexe PV2 une liste non exhaustive concernant les entreprises non cotées et reprenant les documents les plus couramment utilisés.

En effet, lorsqu'il s'agit d'entreprises cotées, les évaluateurs se limitent fréquemment aux informations publiques c'est-à-dire à l'ensemble de la documentation émise et publiée par la société et les opérateurs à destination des tiers. On peut citer par exemple les statuts, les articles de presse, les notes d'analystes financiers, les plaquettes, les rapports annuels, les comptes et les situations intermédiaires.

Ces informations sont complétées par l'ensemble de la documentation sectorielle disponible sur le ou les marchés de l'entreprise, sur ses concurrents, sur les sociétés « comparables », sur les enjeux commerciaux, techniques et stratégiques du secteur.

#### 1. LE DIAGNOSTIC CULTUREL, JURIDIQUE, ET FISCAL

##### Historique et culture

L'historique de l'entreprise est un élément clé de sa compréhension. L'adage bien connu : « dis-moi d'où tu viens et je te dirais qui tu es » s'applique également à l'entreprise et à sa culture.

Comprendre le passé de la société, son histoire, et les transformations qu'elle a subies dans le temps, appréhender la capacité qu'elle a eue à franchir plus ou moins facilement les étapes clés de son évolution, sont autant d'éléments qui permettent de sentir ou d'anticiper l'aisance dont elle sera prête pour faire face aux mutations de l'avenir.

Son savoir-faire s'est-il forgé au fil du temps, est-il ancien, profondément ancré dans la culture de l'entreprise ou bien au contraire récent et volatile. Cherche-t-on à évaluer une entreprise familiale durablement imprégnée de son passé, déconnectée des réalités du présent et ne survivant que grâce à la dimension de l'héritage, ou bien, au contraire, les nouvelles générations ont-elles su perpétuer et développer l'œuvre ? Sommes-nous confrontés à une filiale d'un grand groupe qui, depuis longtemps, a vécu, sous l'assistanat de sa maison-mère ou bien au contraire qui a su préserver et développer sa stratégie et son identité propre, et qui a su trouver en elle-même les forces nécessaires à son évolution, à son développement et à son indépendance ?

Si l'on se place dans le cas particulier d'une cession de l'entreprise, comprendre la culture de l'entreprise, c'est comprendre la typologie de l'acheteur. Combien d'opérations d'acquisitions ont-elles échoué en raison de l'incompatibilité de la culture de l'acheteur avec celle de l'entreprise rachetée. Ainsi, tout comme la résonance des cultures constitue un élément déterminant d'une bonne transaction, l'investissement nécessaire à l'adaptation des esprits et de la culture de l'entreprise à la réalité du marché, est un composant de la valeur.

##### Contexte juridique et fiscal

L'analyse du contexte juridique et fiscal de l'entreprise inclut plusieurs composantes plus ou moins reliées entre-elles.

- Notion que nous aurons l'occasion d'approfondir.

Elle commence par la forme juridique de la société (SA, SARL, etc.) qui n'est pas sans conséquence sur :

- la responsabilité et le pouvoir des propriétaires, les pouvoirs de décision opérationnels au sein de l'entreprise. Sur ces points importants, le lecteur est renvoyé à la *Problématique du Pouvoir*.
- la fiscalité liée à une opération sur les titres. Ainsi, les cessions de parts de SARL sont soumises à des droits d'enregistrement de 4,80 % payables par l'acheteur, tandis qu'ils sont de 1 % (plafonnés à 20 KF par transaction, étant entendu que transaction signifie opération reliant 1 vendeur et 1 acheteur) pour des actions de SA.

Elle se prolonge dans les statuts de l'entreprise qu'il faut examiner en détail et veiller entre autres :

- à leur cohérence avec l'activité exercée et avec l'activité potentielle,
- aux contraintes diverses qui y sont incluses dont par exemple celles qui sont liées à la cession des actions, comme le droit d'agrément (cf. *Problématique du Pouvoir*).

L'évaluateur dresse un organigramme juridique complet et exhaustif des participations de la société et s'interroge sur :

- les risques, responsabilités et engagements liés à ces participations par exemple en raison de la forme juridique des sociétés affiliées,
- les quotités de capital détenues dans les filiales ou affiliées et l'exercice qui y est fait ou non du pouvoir,
- les flux qui proviennent des filiales et leur pérennité, voire les possibilités de détournement de ces flux.

Il lui faut analyser en détail les contrats qui lient la société à ses salariés, à ses actionnaires, aux tiers (clients, fournisseurs, collectivités territoriales, Etat, représentants commerciaux) pour mesurer les risques, les contraintes et les rapports de force existants entre l'entreprise et ses partenaires.

Pour conclure sur ce contexte juridique et fiscal largement développé dans la partie concernant la *Problématique du Pouvoir*, il faut examiner :

- la véritable localisation du pouvoir. Le management a-t-il les mains libres, est-il sous surveillance, sous contrôle voire sous influence ?
- la présence de pactes d'actionnaires permettant de consolider voire de pérenniser le pouvoir ;
- la qualité et la notoriété des Commissaires aux Comptes, leur ancianité dans l'entreprise et la fidélité de l'entreprise vis-à-vis d'eux. Ont-ils

l'habitude d'émettre des réserves ou des remarques dans leurs rapports généraux ou spéciaux ?

- les litiges et procès en cours en cherchant à en comprendre certes la finalité probable, mais aussi l'origine et les causes. S'agit-il, par exemple, de problèmes de qualité des produits vendus ? L'entreprise a-t-elle de nombreux litiges avec ses salariés actuels ou anciens ? Y a-t-il des litiges avec les Autorités Publiques par exemple sur des questions d'environnement ou sur des questions fiscales ?
- le régime fiscal de la société, voire du groupe ? A-t-il opté pour l'intégration fiscale ? L'entreprise dispose-t-elle de déficits fiscaux ?
- l'existence éventuelle de satellites à l'entreprise, c'est-à-dire de sociétés ayant :
  - les mêmes actionnaires,
  - une absence de lien capitalistique avec l'entreprise,
  - des relations commerciales avec elle.

## 2. LE DIAGNOSTIC HUMAIN

Le diagnostic humain comprend deux volets principaux :

- le management, les hommes-clés et l'organisation interne,
- le personnel et le climat social.

### Le management, les hommes-clés et l'organisation interne

Sur le marché français, la tradition centralisatrice reste très enracinée dans la mémorie et la culture collective. Ainsi, une très large proportion des entreprises est dirigée par une seule personne : le manager qui est l'ultime décideur. Ce type d'organisation ne fait pas l'unanimité dans le monde. Dans les pays anglo-saxons et nordiques, les entreprises ont un mode de fonctionnement multicéphale au travers du système du *Board* ; un groupe de responsables de très haut niveau qui prennent collectivement les décisions stratégiques de l'entreprise.

Revenons au marché français et au rôle prépondérant exercé par le manager. L'évaluateur réfléchit à son sujet à de multiples questions :

- quel est le type de management de l'entreprise : autoritaire, participatif, démagogue ?

- quel est ou quels sont le ou les rôles du manager ?
- l'entreprise peut-elle fonctionner sans lui ? Combien de PME commerciales ou de services n'ont d'autre objet que d'exploiter le relationnel de leur dirigeant fondateur ?
- sur quelle structure repose l'entreprise ?
- qui sont les hommes-clés ?
- couvrent-ils l'ensemble des fonctions organiques de la société ?

Ces questions basiques, pour ne pas dire naïves, n'en sont pourtant pas moins fondamentales.

Elles touchent directement à l'existence et à la pérennité de l'entreprise. Elles permettent une réflexion sur les risques qu'elles contiennent et donc sur la valeur. Nous verrons plus concrètement, lors de l'étude des méthodes de flux l'importante interdépendance de ces deux concepts, mais nous sentons bien que plus une entreprise est risquée, plus sa valeur est faible, et qu'une dépendance trop forte de l'entreprise vis-à-vis de son dirigeant est un facteur réducteur de sa valeur.

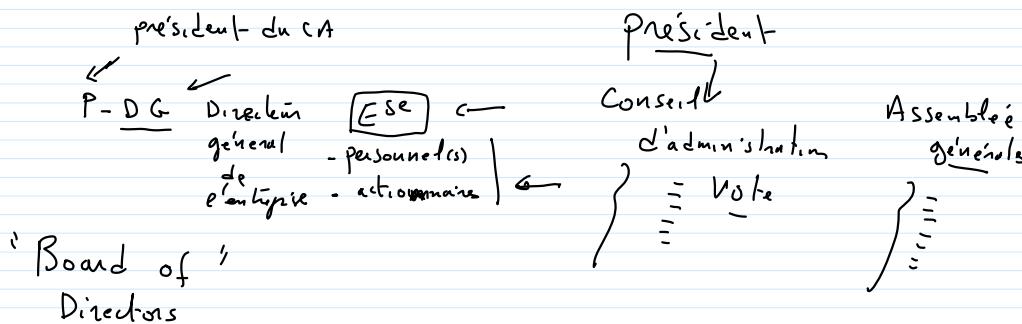
L'évaluateur s'attache à comprendre le fonctionnement de la société au travers de son organigramme, le rôle, le pouvoir et la compétence de ses hommes-clés et le degré de dépendance qu'elle a vis-à-vis d'eux.

### Le personnel et le climat social

L'évaluateur cherche à intégrer la qualité du climat social qui règne dans l'entreprise. Est-il *serein* ou *conflictuel* ? Les salariés jouissent-ils d'un épaissement leur permettant de donner le meilleur d'eux-mêmes, quel est le niveau de concertation dans l'entreprise ? Quel est le niveau d'*absentéisme*, d'accident du travail ? Quel est le niveau de formation et quels sont les efforts réalisés pour l'améliorer et le développer ? Tous simplement combien l'entreprise consacre-t-elle de ses ressources au développement de la compétence de son personnel ? Quel est le niveau de *polyvalence des salariés* ? Quelle est la *pyramide d'âge*, comment s'est-elle déformée dans le passé et comment est-elle susceptible d'évoluer ?

La répartition de l'effectif au sein des fonctions organiques de l'entreprise :

- Commercial et Assistance,
- Approvisionnement,
- Production et Assistance,



- Contrôle qualité,
- Gestion Comptabilité Finance,
- Ressources Humaines,
- Recherche et Développement,
- Logistique, maintenance et sécurité,

est examinée tant en données brutes qu'en données relatives, c'est-à-dire par comparaison à l'environnement concurrentiel.

Quelle part des effectifs se trouve impliquée dans des travaux opérationnels, et quelle part dans des travaux fonctionnels ? Comment ces ratios se situent-ils par rapport aux entreprises du même secteur ? Quels sont les réseaux, les circuits de communication dans l'entreprise ? Comment fonctionnent-ils ? Sont-ils adaptés et efficaces ?

Comment la démarche qualité est-elle perçue et mise en place dans l'entreprise ? Quel est son niveau de maturité ?

Quels sont les niveaux de rémunération ? Comment se comparent-ils aux entreprises consœurs ? Quelle est l'échelle des salaires au sein de l'entreprise ? Quelles sont les formules de motivation, d'intéressement des salariés ?

L'évaluateur tente de se forger une image :

- sur le dynamisme, l'état d'esprit, la compétence et la motivation des équipes de l'entreprise par rapport à ceux de l'environnement concurrentiel ;
- sur leurs évolutions prévisibles ou probables ;
- sur la capacité, les moyens, les ressources vives dont dispose l'entreprise pour faire face à l'avenir, à ses risques, à ses enjeux, à ses aléas.

### 3. LE DIAGNOSTIC ÉCONOMIQUE

Après s'être efforcé de comprendre ce qu'est l'entreprise, de découvrir les racines qui la nourrissent, de décortiquer les circuits de fonctionnement qui l'animent et de mesurer les forces vives qui la composent, l'évaluateur va se tourner naturellement vers son environnement, et vers ce qu'elle crée à destination de cet environnement.

#### Le secteur d'activité

L'entreprise évolue dans un espace qui lui est propre. Certes, elle est confrontée comme tout acteur économique aux tendances lourdes de l'économie (consommation, inflation, taux d'intérêts), mais elle vit avant tout au sein d'un microcosme qui répond à des logiques, à des règles spécifiques, et qui est constitué de fournisseurs, de donneurs d'ordre, de clients et de concurrents : son secteur d'activité.

Quel est-il ? Que représente-t-il dans l'économie ? Quelle est sa taille ? Quels sont ses enjeux, ses risques, ses évolutions technologiques, sa maturité ? Le ticket d'entrée y est-il élevé ? Qui sont ses acteurs, sont-ils nombreux, et quelle est leur stratégie ? Qui détient dans ce secteur le rôle principal économique (le fournisseur, le négociant, le client) ? Comment se positionne l'entreprise dans cet environnement en terme de taille, d'influence, voire de dépendance, de notoriété, de savoir-faire, de stratégie ? Fait-elle partie du club de ceux qui comptent ? Travaille-t-elle en direct avec les donneurs d'ordre ? Joue-t-elle un rôle de pure sous-traitance ou au contraire, contribue-t-elle à l'évolution technologique, à la recherche et au développement sectoriel ? Qui sont ses concurrents directs et quel est son poids par rapport à eux ? Quelle est sa stratégie, en quoi et comment diffère-t-elle de celle de ses compétiteurs ? Quels sont les perspectives du secteur et quelles y sont les clés du succès ? L'entreprise les a-t-elle, et a-t-elle les moyens, la taille, la stratégie pour jouer un rôle dans l'avenir ?

Ces quelques questions, parmi tant d'autres, doivent permettre de comprendre les mécanismes qui animent le secteur d'activité de l'entreprise, de pouvoir imaginer les principales évolutions possibles et d'anticiper, compte-tenu de ses atouts et de ses faiblesses, le rôle que l'entreprise pourrait y jouer dans l'avenir.

Au-delà du secteur, il faut s'interroger sur le marché, les différents segments qui le composent, et leurs évolutions en terme de volumes, de marges, de comportements de la clientèle. Quels sont ceux que l'entreprise occupe et comment s'y positionne-t-elle ? Bien évidemment, s'agit-il de ceux qui affichent les meilleures perspectives ?

L'approche globale, voire stratégique de l'environnement doit être complétée par une appréciation plus quantitative.

Il faut examiner le nombre de clients et les poids respectifs des principaux :

- \* la règle usuelle des 80/20 s'applique-t-elle à la structure de clientèle de l'entreprise ?

- quelle est la solidité globale de la clientèle et en particulier celle des clients les plus importants ? Comment évolue dans le temps le volume des clients douteux, des retards et des délais de paiement ? Ces deux derniers paramètres mesurent à la fois la solidité financière de la clientèle et l'efficacité du suivi et des relances effectués, mais aussi la nature du rapport de force entre l'entreprise et ses clients.

Les moyens commerciaux sont-ils adaptés, et comparables à ceux des concurrents ?

Les fournisseurs méritent des égards identiques aux clients. Il faut comprendre leur stratégie et la nature du rapport de force que l'entreprise entretient avec eux : partenariat, dépendance, défiance, relation dominante.

Plus ils sont nombreux et plus l'entreprise semble libre de ses approvisionnements. Si cela s'inscrit naturellement dans les composantes favorables du diagnostic, il faut malgré tout apporter quelques nuances au propos. Une politique d'approvisionnements dispersée peut entraîner une gestion alourdie source de coûts supplémentaires, et entraîner une relation de partenariat avec les fournisseurs, limitée et fragile.

L'on constate de plus en plus chez les entreprises de production la nécessité stratégique de développer une relation forte avec les fournisseurs pour réaliser avec eux des efforts communs de recherche et de développement nécessaires à l'amélioration de la productivité et de la qualité des produits réalisés.

Notons que la solidité financière de ses fournisseurs n'est absolument pas neutre pour l'entreprise car elle constitue un vecteur de pérennité de ses approvisionnements.

#### Les produits

Pour conclure le diagnostic économique, il convient d'étudier les produits de l'entreprise.

Au travers du nombre de références, on mesure l'étendue de la gamme de produits proposés par l'entreprise. Est-elle cohérente avec l'activité et avec la situation des concurrents ?

Quelles ont été, dans le passé, les performances des différentes lignes de produits en terme de volumes, de prix, de marges et quelles sont leurs perspectives d'évolution ?

Comment les produits se comparent-ils à ceux des confrères ? Présentent-ils un avantage technologique identifiable et identifié ? Y a-t-il des risques d'évolution voire de substitution ?

En terme de marché, quel est le niveau de maturité, la durée de vie, des différentes lignes de produits, à quel stade de la classification du BCG (Boston Consulting Group) se trouvent-elles et quelle est la répartition du portefeuille produits de l'entreprise (part des « stars », des « vaches à lait », « des dilemmes », des « poids morts ») ?

Comment la marge se décompose-t-elle au travers des lignes de produits ? Celles qui contribuent le plus à la création de marge sont-elles sur le déclin, stable, en pleine expansion ?

En un mot, quelle est la constitution du mix-produit et comment se traduit-elle en terme de rentabilité ? Quelle est la situation relative des concurrents ? L'évolution des produits modifie-t-elle l'environnement économique de l'entreprise ? Fait-elle émerger de nouveaux intervenants ? Transforme-t-elle la « donne » sectorielle ?

L'entreprise dispose-t-elle de marques, de brevets pour protéger certains de ses produits, voire pour en développer de nouveaux ? Les produits protégés sont-ils ceux qui contribuent le plus à la marge et quelle est le niveau de maturité de ces protections ?

Le développement des interrogations concernant les produits nous amène naturellement à leur fabrication et par conséquent aux moyens dont dispose l'entreprise.

#### 4. LE DIAGNOSTIC DES MOYENS ET DE L'ORGANISATION

Au-delà des moyens humains préalablement abordés dans la section 2 de ce chapitre, l'entreprise dispose de moyens immobiliers, mobiliers et informatiques.

L'analyse de ces moyens comprend deux types d'approches différents et complémentaires : une démarche descriptive et une réflexion prospective. La démarche descriptive est destinée à situer avec précision l'état des lieux et à la comparer avec les outils dont dispose la concurrence. La réflexion prospective doit permettre d'estimer si les moyens et les investissements sont compatibles avec les prévisions.

Les bâtiments sont-ils adaptés à l'activité, sont-ils fonctionnels et permettent-ils une gestion efficace et rationnelle des flux de matières premières,

des encours, des produits finis ? Sont-ils modernes ou bien vétustes, et nécessitent-ils des coûts importants d'entretien, de maintenance, voire d'adaptation et de réparation ?

Sont-ils saturés ou bien reste-t-il de l'espace pour répondre aux prévisions de développement ? L'entreprise peut-elle disposer de terrains pour agrandir ses implantations ou bien est-elle à l'étroit sans possibilité d'extension ?

La situation géographique est-elle cohérente et adaptée avec le rôle économique actuel et futur de l'entreprise ? Les locaux sont-ils d'un accès facile pour recevoir les livraisons et sont-ils à proximité de grands axes de circulation ?

L'entreprise est-elle géographiquement proche ou éloignée de ses clients et de ses fournisseurs, et doit-elle, par conséquent, faire face à des coûts logistiques réduits ou importants en eux-mêmes et par rapport à la concurrence ? L'entreprise est-elle propriétaire ou locataire ? Y a-t-il des risques d'éviction, de hausse significative des loyers ? Les baux éventuels sont-ils conformes, anciens, renouvelés, et protègent-ils correctement l'entreprise ?

Comment sont traités les problèmes d'environnement et l'entreprise est-elle aux normes sur ce sujet ou bien a-t-elle des risques latents ? Rejeté-t-elle vers l'extérieur des substances dangereuses ? Dans le cas d'entreprises polluantes pour l'environnement, les installations de retraitement et de recyclage sont-elles suffisantes, adaptées aux besoins et conformes aux réglementations en vigueur ou en gestation qu'elles soient nationales ou européennes ? Quel est l'éventuel coût de la remise aux normes ?

L'entreprise est-elle bien assurée pour ces bâtiments, mais aussi pour ses équipements et le cas échéant pour les risques de perte d'exploitation ?

L'équipement productif est-il performant et moderne, comment se situe-t-il par rapport à celui des concurrents ? Est-il saturé, bien utilisé ? Y a-t-il lieu de prévoir d'importants investissements de renouvellement, de développement ? A-t-on la place pour le faire ? A contrario faut-il prévoir des cessions ?

Quel est le niveau d'intégration des fabrications et l'outil permet-il de répondre avec efficience aux besoins de production, de conception, de recherche et développement et de qualité de l'entreprise ? Cette dernière a-t-elle les moyens de réagir à l'éventuelle défaillance d'un sous-traitant ou bien une telle situation risque-t-elle d'engendrer une rupture de la production ? Quelle est la santé financière et économique de ses sous-traitants ? Comment ces derniers évoluent-ils ? Font-ils l'objet de mouvements de concentration suscep-

ceptible d'inverser l'éventuel rapport de force ? Les concurrents sont-ils plutôt intégrateurs ou désintégrateurs de sous-traitance ?

L'organisation de la production et du contrôle qualité est-elle adaptée et apporte-t-elle productivité et efficacité ou dysfonctionnement et surcoûts ?

L'entreprise a-t-elle des moyens performants en terme de GPAO (Gestion de Production Assistée par Ordinateur), de CAO (Conception Assistée par Ordinateur) ?

Quel est le niveau d'intégration de l'informatique dans l'entreprise, en terme de fabrication, mais aussi de gestion, de comptabilité. Quelle est la méthode et l'outil de suivi des stocks, des commandes, des facturations, des relances des clients ?

Ces fonctions sont-elles reliées entre elles ou bien gérées de façon indépendante et dispersée ?

L'entreprise dispose-t-elle d'une comptabilité analytique par activité et met-elle en œuvre un suivi des marges et des résultats par produit, par client ? Analyse-t-elle avec précision et finesse ses prix de revient ?

L'outil informatique, sensé répondre à l'ensemble de ces besoins est-il adapté, et quelle est sa capacité, sa puissance, son éventuel niveau de saturation ? Saura-t-il répondre aux exigences du développement de l'entreprise ?

Ces questions qui doivent trouver leur réponse, ne sont, bien sûr pas exhaustives. Elles doivent être complétées, autant que faire se peut, pour accéder à une compréhension la plus étroffée possible de ce que sont les moyens de l'entreprise et de la réponse qu'ils apportent à ses besoins actuels et futurs.

## 5. LE DIAGNOSTIC FINANCIER

Le diagnostic financier de l'entreprise n'a rien de bien original si ce n'est, peut-être sa finalité. L'évaluateur, guidé par son souci de déterminer la valeur dépasse une réflexion sur la pérennité de l'entreprise pour se pencher sur la pérennité et l'évolution possible de sa valeur.

Bien évidemment, une entreprise qui n'aurait pas de pérennité ne pourrait avoir de valeur, encore qu'elle pourrait présenter un vif intérêt stratégique pour un acheteur : apport de marchés nouveaux, accès à une technologie qu'il ne maîtrise pas, obtention d'une taille critique. Nous ne devons pas négliger, non plus, l'aspect défensif d'une acquisition : un concurrent peut

vouloir éviter « à tout prix » que l'entreprise passe dans le giron d'un concurrent ou d'un nouvel entrant.

Quoiqu'il en soit, l'évaluateur s'efforce dans le cadre de cette analyse financière de l'entreprise, et nous y reviendrons longuement dans les retraitements, de mesurer la récurrence des flux économiques et financiers, et des soldes intermédiaires de gestion. Il cherche donc à déchiffrer, tout ce que la comptabilité, qui ne manque pas d'imagination, a pu introduire pour habiller la réalité économique.

L'évaluateur étudie donc les comptes et leur déformation dans le temps sur une période relativement longue de 3 à 5 ans, voire davantage.

#### Analyse du bilan

Dans le chapitre suivant, nous verrons les retraitements dont la finalité est d'estimer la valeur réelle des actifs et des dettes, et nous nous contenterons donc de rappeler, ici, quelques principes fondamentaux.

S'agissant de groupes de sociétés, les comptes consolidés sont toujours préférés afin d'accéder à une vue globale. Cela ne signifie nullement qu'il faut négliger les comptes sociaux qui apportent des éclairages complémentaires essentiels. En outre, la plus grande vigilance est nécessaire avec les comptes consolidés (méthodes, périmètre de consolidation).

Quoiqu'il en soit, l'analyse du bilan passe par celle des grands équilibres et de leur évolution. Précisons tout d'abord que l'évaluateur réintègre l'ensemble des crédits de mobilisation (escompte, daily, etc.) et des crédits-baux à l'intérieur des comptes. Il arrive ainsi à une vision plus conforme à la situation économique et financière de l'entreprise.

Il s'efforce d'étudier, à l'image du banquier les trois grands ratios de structure du bilan :

- *le Fonds de Roulement*, différence entre les Ressources Durables<sup>1</sup> et les Emplois Stables<sup>2</sup> : il représente l'excédent de capitaux laissé à disposition de l'activité par la structure financière. Il doit dégager un excédent croissant dans le temps pour assurer l'indépendance et la solvabilité de l'entreprise. Clairement, la répartition entre les constituants des ressources stables est primordiale. Au-delà du ratio classique, dettes/fonds propres, inférieur à 1, la croissance relative des fonds propres par rapport

<sup>1</sup> Fonds propres et autres fonds propres, dettes financières à moyen et long terme, comptes courants d'assises et provisions pour risques et charges.  
<sup>2</sup> Immobilisations nettes.

aux dettes financières augure bien de la capacité de l'entreprise à dégager, par elle-même, les ressources nécessaires à son développement. Ce dernier point doit être confirmé par l'évolution de la trésorerie nette, cependant développée, mais aussi par les variations des éléments constitutifs des fonds propres.

L'évaluateur, ne se contente pas d'une structure financière saine, il lui importe, et nous le comprendrons au travers des méthodes d'évaluation, que cette situation résulte durablement de l'entreprise elle-même. Elle doit être capable, de financer son développement, ses investissements, de rembourser ses dettes, et de rémunérer ses actionnaires.

Une entreprise dont la structure financière est saine en raison de multiples apports de ses actionnaires peut satisfaire, au moins partiellement, le banquier mais, d'une manière durable, l'actionnaire, ni l'évaluateur.

- *le Besoin en Fonds de Roulement (BFR)*, différence entre les actifs circulants et les dettes circulantes, traduit le *besoin de capitaux de l'activité pour son fonctionnement*, le retraitement des crédits de mobilisation permettant d'obtenir une image économique et réelle de ce besoin. Le BFR qui s'exprime logiquement du fait de sa nature propre en pourcentage du chiffre d'affaires, indique au travers de son évolution dans le temps, le rapport de force qui s'est établi et se déforme, entre l'entreprise et ses partenaires clients et fournisseurs, mais aussi la performance de gestion de l'entreprise (stocks et relances clients).

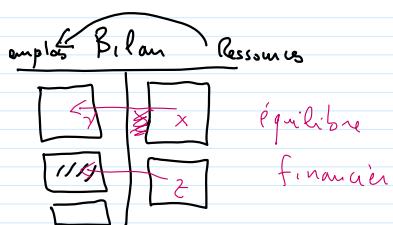
Les délais clients, fournisseurs, stocks exprimés en nombre de jours, de chiffres d'affaires, ou d'approvisionnement valident cette première approche.

- *la Trésorerie Nette*, différence entre la trésorerie positive et la trésorerie négative traduit également l'excédent du fonds de roulement sur le besoin en fonds de roulement.

La croissance dans le temps de la trésorerie nette montre la capacité de l'entreprise à assurer sa pérennité seule, sous réserve bien entendu que cela ne fasse pas conjointement à une augmentation des dettes financières.

Au-delà de cette approche globale des grands équilibres, l'évaluateur s'attache également à examiner :

- les flux de dividendes versés qui constituent la rémunération des actionnaires. Ils doivent être compatibles avec les moyens de l'entreprise, et suffisants pour motiver les actionnaires ;



- les besoins d'investissements récurrents de l'entreprise qu'il faut bien financer et ce quelle que soit l'origine des capitaux ;
- l'évolution de la Dette Nette (Dettes Financières, y compris les comptes courants d'associés, les concours bancaires courants et les crédits de mobilisation moins la trésorerie positive) qui traduit la capacité de l'entreprise à dégager de la trésorerie ;
- le niveau de provisionnement des actifs immobilisés ou non et sa conformité par rapport à celui des concurrents : vétusté des équipements, prudence de gestion des stocks et des clients.

#### Analyse du compte de résultat

L'étude des **soldes intermédiaires de gestion** est tout-à-fait classique, étant entendu que c'est essentiellement la récurrence économique qui motive l'évaluateur. Il se soucie peu des résultats exceptionnels qui pour lui, sauf à ce qu'ils soient réguliers, sont à retracter.

Comme en ce qui concerne l'analyse du bilan, les comptes consolidés sont préférés aux comptes sociaux. Ces derniers complétés des comptes analytiques permettent d'enrichir la vision globale apportée par les comptes consolidés.

L'évaluateur décortique la constitution des différents niveaux de marge de l'entreprise et s'efforce d'appréhender les raisons économiques qui régissent les éventuelles déformations.

Les **ratios** de l'entreprise sont comparés à **ceux du secteur** et à ceux des concurrents pour rechercher les écarts et les raisons objectives susceptibles de les expliquer.

Une attention particulière est portée aux lignes du compte de résultat suivantes :

- la production immobilisée contenant à la fois des matières premières et des coûts directs et indirects de production, contribue à « éponger » des charges variables de l'entreprise. Cela peut être fondé ou non. Soit l'entreprise avait réellement besoin des immobilisations créées et le coût de ces immobilisations aurait été égal voire supérieur s'il y avait eu acquisition externe, alors la production immobilisée prend tout son sens. Dans le cas contraire, il est assez facile d'imaginer qu'elle a masqué de la sous-activité ;

- la production stockée et les transferts de charges, appliqués à des objets différents suivent la même logique ;
- les **amortissements et provisions** doivent être analysés nets des reprises les concernant afin d'évaluer à son juste titre la contribution de chaque exercice. Une vigilance particulière est apportée à l'examen des provisions qui peuvent être utilisées pour niveler la rentabilité de l'entreprise.

#### Analyse du Business Plan

Le business plan, composé du plan stratégique et des prévisions de l'entreprise en terme d'exploitation et de financement doit être validé par rapport :

- à l'environnement économique : le plan est-il cohérent par rapport au cycle et aux prévisions du secteur ? Correspond-il à l'image que l'on s'est faite de l'entreprise ?
- au passé de l'entreprise : les ratios de rentabilité sont-ils corrélés avec ceux du passé mais aussi avec la tendance observée ? Si l'on a constaté un effacement dans le temps du taux de valeur ajoutée, est-il raisonnable de le voir subitement remonter ? Quelles en sont les explications ?
- aux moyens de l'entreprise : les capacités de production doivent être adaptées à la croissance du chiffre d'affaires et à défaut il doit y avoir des investissements suffisants pour les rendre compatibles. Les moyens humains doivent être à la hauteur des enjeux, et, la production, la productivité n'ont pas, *a priori*, de raisons de croître subitement.

L'analyse du business plan est en réalité un effort de validation à tous les niveaux, de sa cohérence globale.

#### 6. LE DIAGNOSTIC STRATÉGIQUE

Le diagnostic stratégique constitue la synthèse et la clé de voûte du diagnostic. Il doit apporter une réponse, au moins partielle, aux grandes questions que l'on se pose sur l'entreprise :

- quel positionnement a-t-elle dans son secteur en terme économique et financier ?
- sa stratégie de développement est-elle garantie de sa pérennité et est-elle une stratégie efficiente ?
- quels peuvent être ses devenirs probables ?
- quel niveau de risque présente-t-elle par rapport aux autres entreprises du secteur, est-il plus faible, similaire, plus élevé ?



## CHAPITRE II

### Les retraitements

L'étape du retraitement des comptes est cruciale en matière d'évaluation car la détermination de la valeur de l'entreprise en dépend fortement. Elle s'inscrit très naturellement dans le prolongement du diagnostic détaillé de l'entreprise. La compréhension de « l'intelligence du dispositif », la maîtrise de l'activité, de ses points forts, de ses points faibles, de ses enjeux permettent à l'évaluateur de sentir les espaces de liberté dont l'entreprise dispose pour établir et présenter ses comptes.

Nonobstant, le travail de l'évaluateur, même guidé par l'intuition, est ici un ouvrage de fourmi. Il lui faut décortiquer les comptes de bilan, de résultat, de financement, les prévisions, ligne à ligne pour y détecter toutes les hypothèses latentes ou toutes les astuces comptables qui pourraient entraîner des écarts entre le comptable et l'économique.

Sans prétendre ni souhaiter être exhaustif, nous allons passer en revue les postes des comptes et prévisions qui, dans la pratique, impliquent fréquemment des retraitements.

#### 1. LES RETRAITEMENTS DU BILAN

Au niveau du bilan, nous l'avons déjà évoqué, la question est de savoir si la valeur nette comptable des actifs et des passifs, résultante de coûts historiques, correspond bien à leur valeur économique, à leur valeur réelle, à leur valeur vénale lorsque cette dernière a un sens.

##### Capital Souscrit Non Appelé

Il s'agit d'une créance de l'entreprise sur ses actionnaires correspondant à la part de capital inscrite au bilan qui n'a pas encore été apportée par eux. C'est

une **non-valeur**, donc sa **valeur réelle est nulle**. Elle se retranche purement et simplement du capital donc des Fonds Propres et du total de bilan.

#### Frais d'établissement

Ce poste comprend des **frais de constitution**, des **frais de premier établissement**, des **frais d'augmentation de capital**.

Il s'agit de charges que l'entreprise aurait pu imputer directement au compte de résultat l'année de leur constatation mais qu'elle a choisi d'immobiliser pour les amortir sur une durée maximum de 5 ans.

Remarquons que l'immobilisation de ces frais a augmenté la rentabilité lors de l'exercice de constatation pour la réduire ensuite durant la période d'amortissement.

De même, elle a provoqué une hausse, qui s'amortit peu à peu, de la Situation Nette. Il s'agit de **non valeurs qu'il faut donc annuler**.

#### Frais de Recherche et Développement

Ce sont des charges internes (coûts directs et indirects de production) et externes (coût des matières premières) que l'entreprise peut immobiliser et amortir sur une durée maximum de 5 ans.

Ce sont en général des **non-valeurs**, sauf à démontrer qu'ils ont permis à l'entreprise d'acquérir un avantage compétitif certain. Remarquons qu'ils ont les mêmes incidences sur les comptes de résultat et de bilan que les frais d'établissement.

#### Concessions brevets et droits similaires

Ce poste comprend principalement les brevets et logiciels acquis ou créés par l'entreprise.

Les brevets doivent être immobilisés et amortis sur une période correspondant à la durée du privilège ou sur la durée d'utilisation. Il est possible de descendre à 5 ans mais la règle est plutôt de 20 ans.

Ces éléments d'actifs sont très difficiles à évaluer car ils dépendent des **chances de réussite des projets qui y sont liés**.

Par défaut, sans démonstration de leur valeur réelle, ils seront considérés comme des **non-valeurs à l'instar des frais de recherche et développement**.

#### Fonds commercial

Seuls les fonds acquis peuvent être activés. Les auteurs attirent l'attention du lecteur sur la notion d'acquis qui ne signifie pas nécessairement acheté. Le fonds a pu être apporté à l'entreprise et dans ce cas, la valeur comptable, c'est-à-dire d'apport, peut être très subjective.

A l'exception des fonds de commerce dont les valeurs sont connues du fait d'un **réel marché tels les fonds d'artisans**, la valeur du fonds de commerce sera considérée comme **économiquement nulle**. Nous verrons comment la méthode du Goodwill apprécie la valeur de ce type d'actif.

#### Terrains

Les terrains, en général non amortissables, figurent au bilan pour leur valeur d'acquisition (pas nécessairement d'achat).

Leur valeur réelle doit être recherchée auprès des professionnels de l'immobilier et au travers de transactions récentes sur des **terrains proches et comparables**.

Toutefois, deux nuances peuvent être apportées lorsque :

- le terrain est construit, sa valorisation est intégrée dans la valeur de l'immeuble ;
- le terrain est loué, il convient soit de le valoriser par le flux de loyer s'il y a pérennité de la location, soit de tenir compte du coût d'éviction.

#### Constructions

Les bâtiments peuvent être estimés de diverses manières, étant entendu que la valeur d'assurance est à proscrire. En effet, elle inclut d'autres paramètres et d'autres enjeux qui conduisent fréquemment à des survalorisations.

Ils peuvent être estimés par :

- un professionnel de l'immobilier,
- leur valeur de reconstruction à neuf avec déduction de leur vétusté (1/30<sup>e</sup> par année),
- leur valeur d'acquisition en capitalisant l'ensemble des investissements réalisés à l'aide des taux annuels de variation de l'indice de la construction puis en déduisant la vétusté,
- similitude avec des transactions comparables récentes,
- l'économie de loyers induite par leur possession.

## **Installations techniques, matériels et outillages industriels et Autres Immobilisations Corporelles**

Les matériels, faisant l'objet d'un marché de l'occasion actif comme certaines machines et comme les véhicules de transport, ont des cotations qui constituent les meilleures références que l'on puisse trouver pour effectuer des valorisations.

Pour les autres, on utilisera des méthodes identiques à celles qui ont été évoquées pour les constructions :

- valeur à neuf avec déduction de la vétusté,
- valeur d'acquisition réévaluée de l'inflation et réduite de la vétusté.

Toutefois, en ce qui concerne les matériels, la vétusté sera calculé au prorata de leur durée de vie.

Les agencements doivent, en général, être retenus pour une valeur nulle, leur valorisation étant déjà incluse dans les constructions.

Les constructions et agencements réalisés par l'entreprise sur propriété d'autrui, ont en général, une valeur nulle. Des cas particuliers peuvent être étudiés entre autre lorsqu'ils permettent une économie de loyer supérieure au coût des amortissements.

Les immobilisations financées en crédit-bail seront traitées comme si elles avaient été acquises à l'origine et retraitées comme telles.

## **Participations évaluées selon la méthode de mise en équivalence**

Il s'agit bien ici de méthode de comptabilisation, dans les comptes sociaux et non de la méthode de consolidation du même nom.

En fait, sont d'ailleurs concernées, uniquement les participations dans des sociétés contrôlées de manière exclusive. Ainsi, cette ligne n'a pas de raison d'être lorsque l'on dispose de comptes consolidés.

Cette méthode de comptabilisation est optionnelle mais doit, si elle est retenue :

- perdurer dans le temps,
- être appliquée à l'ensemble des sociétés contrôlées à 100 %.

Ce type de présentation nécessite la plus grande vigilance. En effet, elle est susceptible d'auculter des provisions qui, avec un autre type de valorisation seraient apparues.

Les participations évaluées sous cette forme sont estimées comme les autres participations, évoquées ci-après.

### **Autres participations**

Les participations sont comptabilisées à leur valeur d'acquisition éventuellement provisionnée.

Il convient de les évaluer à l'aide des méthodes classiques d'évaluation d'entreprises pour en déterminer la **valeur réelle**. La valeur des fonds propres n'est ni suffisante ni satisfaisante pour l'évaluateur.

Il est nécessaire de distinguer les participations majoritaires, minoires, liquides ou non liquides.

Le prix d'une majorité est estimé en moyenne à environ 25 % de plus que celui d'une minorité. Le prix d'une participation liquide est estimé en moyenne à environ 25 % au-dessus d'une participation non liquide. Nous aurons l'occasion, au fil de cet ouvrage, de revenir sur ces problèmes de liquidité, de pouvoir, et des décotes ou surcotes qui y sont liées.

### **Autres Immobilisations Financières**

Ces postes comptabilisent des créances financières. Il faut donc valider leur pérennité mais aussi, leur échéance.

Des créances dont le remboursement est différé dans le temps sont valorisées en fonction des intérêts qu'elles produisent :

- taux de marché : pas de retraitement,
- taux supérieur au marché : réévaluation,
- taux inférieur au marché : dévaluation.

La valeur de la créance peut être approchée par la valeur actuelle des flux financiers qu'elle générera dans le futur. Le taux à appliquer pour l'actualisation est dans ce cadre celui des placements financiers du marché présentant un niveau de **risque identique**.

Bien qu'elles ne soient pas incluses dans cette catégorie, les créances d'impôt dues à des reports déficitaires font l'objet de ce type de retraitement.

Nous reviendrons longuement par la suite sur le mécanisme de l'actualisation. Toutefois, le lecteur qui souhaiterait dès à présent se familiariser avec la chose, peut consulter en annexe PV3 une présentation de son principe.

## Stocks

Les stocks constituent un point névralgique de l'étude car ils sont très souvent sources de « surprises ».

Deux grandes questions, les concernant, doivent être posées et si possible résolues !

- Quels sont les influences de la méthode de comptabilisation utilisée, et de ses changements éventuels ?

Les stocks de biens acquis peuvent être évalués, en France, suivant deux principes, celui du coût moyen pondéré et celui du PEPS (Premier Entré, Premier Sorti) plus fréquemment nommé FIFO (First In First Out).

L'application et, *a fortiori*, le changement de méthode utilisée, peut sensiblement changer la valeur des stocks notamment lorsqu'il s'agit de biens aux prix volatiles. Il faut corriger les changements de méthodes éventuels, et analyser la valeur que les stocks auraient eu dans le temps s'ils avaient été valorisés conformément aux usages des autres sociétés du secteur.

Les stocks d'encours sont évalués au coût de production qui inclut le coût des matières consommées et les charges directes et indirectes de production. Leur valorisation peut inclure, en dépit des règles comptables de la sous-activité.

- Sont-ils suffisamment provisionnés ?

Il est difficile de répondre clairement à cette question sans un audit minutieux et détaillé des stocks, qu'en général l'évaluateur ne réalise pas. En revanche, la cohérence du taux de provisionnement par rapport à celui de la profession, le délai de rotation, son évolution et son niveau par rapport au normatif sectoriel sont des indicateurs précieux qui permettent de détecter d'éventuelles surévaluations.

## Capital Souscrit Appelé, non versé

Il s'agit d'une partie du capital que les actionnaires auraient dû verser à l'entreprise. Ne l'ayant pas fait, ce poste constitue une **non-valeur** à déduire du capital, mais aussi un risque certain. Il provoque quelques inquiétudes sur la situation financière des actionnaires, leur confiance dans l'entreprise et leur bonne foi.

## Acomptes, clients, autres créances

L'encours d'escompte ou tout autre forme de mobilisation doit être réintégré au poste client et déduit de la trésorerie positive (ou ajouté à la trésorerie négative).

L'ensemble de ces postes **doit être suffisamment provisionné à hauteur** des risques existants ou latents qu'ils sont susceptibles de contenir. L'évaluateur ne se contente pas de la possibilité ou non de déduction fiscale. Il va plus loin et s'attache à la probabilité économique d'encaissement.

Il déduit des postes nets la part risquée non provisionnée. Ceci dit, comme pour les stocks, un audit approfondi est nécessaire et, à défaut, l'**évaluateur doit interroger les dirigeants et valider leurs arguments par les ratios normatifs du secteur de l'entreprise**.

## Valeurs Mobilières de Placement

Elles seront évaluées en fonction de **leur cours de Bourse** sur la base d'un cours moyen, par exemple du dernier mois.

## Charges constatées d'avance

S'agissant de charges enregistrées, mais non consommées, sur un exercice, elles sont reprises à l'actif. Il convient d'en avoir le détail, et de les examiner une à une pour en extraire les **non-valeurs**. En général, ce poste ne génère pas, dans la pratique, de fréquents retraitements et s'apparente à des acomptes versés.

## Charges à répartir

Ce poste est constitué de charges ayant transité par le compte de résultat à la rubrique « **Transfert de charges** ». Elles s'amortissent sur plusieurs années.

Pour l'évaluateur, les charges à répartir constituent très fréquemment des **non-valeurs**. Pour ne pas être manichéen, l'on dira qu'il convient de les examiner dans le détail. S'il s'avère réellement que certaines d'entre elles apportent dans l'avenir un véritable avantage compétitif à l'entreprise, alors on peut leur conserver leur valeur.

## Primes de remboursement des obligations et Ecarts de conversion actif

Il s'agit sans conteste de pertes activées donc de **non-valeurs**.

Après avoir passé en revue les méthodes de valorisation des principaux éléments de l'actif, nous allons examiner dans le même esprit les constituants du passif.

### Capitaux propres

Nous ne retraitons pas les Fonds Propres puisqu'ils constituent la différence entre Actif et Dettes. En revanche, nous souhaitons émettre quelques remarques :

- vérifier que le capital est bien libéré en totalité (cf. retraitement de l'actif) ;
- les écarts de réévaluation devraient être ajustés en fonction de la valeur réelle des actifs dont ils constatent une réévaluation comptable. Dans la pratique, cela n'est pas nécessaire. En effet, ils sont, au travers des Fonds Propres la résultante des autres retraitements ;
- les subventions d'investissement et les provisions réglementées sont des profits futurs certains. Ils n'ont pas à être retraités. Toutefois, ils contiennent une fiscalité latente qui apparaîtra lors de leur passage au compte de résultat. Nous y reviendrons lors de l'étude la méthode de l'Actif Net Corrigé.

### Autres Fonds Propres

Ils doivent être considérés comme des Dettes sauf certitude du contraire et être estimés comme des Dettes Financières (cf. ci-après).

### Provisions pour risques et charges

Leur objectif est de valoriser sous forme de dette future les risques et charges qui pèsent sur l'entreprise.

L'évaluateur cherche à en appréhender le détail et à les porter à un montant suffisant au regard des risques et charges encourus, et ce :

- à la fois pour les risques et charges provisionnés,
- et pour les risques et charges éventuellement non provisionnés telles les provisions pour indemnités de départ en retraite que l'on rencontre fréquemment dans la pratique.

### Dettes Financières

Les dettes financières dont le taux d'intérêt serait sensiblement déconnecté des taux de marché sont retraitées. Leur valeur réelle est estimée, en règle générale, par la valeur actuelle, au taux du marché, des flux futurs auxquels l'entreprise devra faire face.

### Dettes Fiscales et Sociales, Fournisseurs et Autres Dettes

Ces dettes sont en principe estimées à leur juste valeur.

### Produits constatés d'avance

Ce poste représente des produits perçus ou comptabilisés alors que les prestations ne sont pas exécutées.

Il est nécessaire d'en avoir le détail pour valider, exercice difficile, la réalité économique de leur niveau.

Il s'agit clairement d'un poste dangereux pour l'évaluateur, comme pour l'analyste financier car il constitue pour l'entreprise un moyen potentiel de réguler sa rentabilité. Dans l'hypothèse où son montant serait insuffisant, il faudrait le réévaluer. Il constitue une dette sur l'avenir.

### Écarts de conversion passif

Ils représentent sous forme de passifs des gains latents sur monnaies étrangères. Si ces gains étaient devenus certains, ils pourraient être déduits de ce poste de passif.

## 2. LES RETRAITEMENTS DU COMPTE DE RÉSULTAT

Les retraitements des comptes de bilan ont pour but de définir la valeur économique de chacun des actifs et des passifs. Les retraitements du compte de résultat ont pour objectif, quant à eux, de rechercher la capacité bénéficiaire récurrente de l'entreprise, c'est-à-dire les niveaux de soldes intermédiaires de gestion et de résultats économiques qu'elle est capable de reproduire.

L'évaluateur cherche donc dans les comptes passés à neutraliser l'ensemble des facteurs susceptibles de déformer ou de transformer cette capacité bénéficiaire.

Nous allons nous attacher, ici, à mettre en relief les principales sources de « perturbations » que l'on rencontre fréquemment dans les comptes.

### Chiffre d'affaires

Concernant les entreprises qui bénéficient de contrats à longue durée (plusieurs années), il convient de vérifier la méthode de comptabilisation du profit, et ses éventuelles modifications.

### Production immobilisée

Ce poste représente la partie de la production que l'entreprise a effectuée et conservée pour elle-même, donc qui n'est pas entrée dans la constitution du chiffre d'affaires. Il comprend le coût des matières premières et des charges directes et indirectes de production.

Le contenu du poste est ensuite immobilisé et amorti sur plusieurs années en fonction de l'actif concerné.

Si cela n'a rien de choquant sur le fond, nombre d'entreprises construisent en effet des machines pour elles-mêmes, il n'en demeure pas moins que cette production immobilisée neutralise des charges du compte de résultat.

Il faut donc en valider précisément le contenu et retraitier l'éventuelle partie de ce poste, dont le rôle serait plutôt de masquer de la sous-activité, donc de transférer des pertes dans le futur au travers des amortissements.

### Production stockée

La production stockée relève d'une problématique très proche. L'entreprise produit plus qu'elle ne vend et par conséquent augmente ses stocks. Ce faisant, elle neutralise les charges directes et indirectes de production qu'elle aurait, au moins partiellement, subies dans tous les cas.

Ainsi, elle améliore la rentabilité de l'exercice concerné au détriment des exercices futurs. S'il est logique que l'évolution de la production stockée reste récurrente et cohérente par rapport à l'évolution de l'activité, une production stockée, qui ne suivrait pas cette tendance aurait à être examinée de près et sans doute retraitée du montant des charges directes et indirectes de production qu'elle neutralise.

### Transferts de Charges

Le poste de transfert de charges constitue le tremplin des charges à répartir que l'on retrouve au niveau du bilan. Ainsi, fort logiquement, le raisonnement est très proche. L'évaluateur analyse avec précision les charges transférées et se pose la question de la réalité de l'avantage compétitif apporté par le fruit de ces charges à l'avenir de l'entreprise. Si elle semble peu évidente, les transferts de charges seront retraités.

### Salaires, traitements et charges sociales

On trouve fréquemment des retraitements de la masse salariale, entre autre au titre de sursalaires du dirigeant dans des évaluations réalisées par des conseils de vendeurs.

Certes, il peut arriver que le salaire d'un dirigeant soit sensiblement supérieur à la norme, et l'on peut réduire la masse salariale du montant de cet écart mais cela suppose que dans l'avenir ce salaire soit réellement réduit. Remarquons, qu'au demeurant dans le cas d'une cession, cela signifie que l'acheteur mérite un salaire inférieur à celui du vendeur (position difficile à défendre).

### Frais de siège

Il est courant que des filiales versent à leur maison mère des redevances. L'évaluateur les adapte au niveau réel du coût des services rendus par la société mère.

### Crédit-bail

Il est retraité conformément à la démarche suivie pour les comptes de bilan, en amortissements et frais financiers.

### Amortissements et Reprises

Les amortissements nets sont retraités des incidences sur eux des autres retraitements (production immobilisée, transfert de charges, etc.).

Les méthodes et les durées d'amortissements des biens sont comparées et adaptées à celles pratiquées par les autres entreprises du secteur, sauf situation particulière dûment expliquée.

En effet, lorsqu'une entreprise pratique des amortissements dégressifs, elle transfère du résultat des premières années vers les dernières, et selon la période où l'on se situe les résultats sont soit gonflés, soit minorés.

#### Provisions et Reprises

Le niveau des provisions nettes sur actifs circulants doit être, *a priori*, cohérent avec l'activité, c'est-à-dire avec la récurrence des sinistres et avec les usages des autres entreprises du secteur.

Les provisions pour risques et charges concernant des événements exceptionnels sont retraitées. En revanche celles qui concernent des événements récurrents (congés payés) ou qui devraient l'être (provision pour retraite) sont maintenues et ajustées à leur niveau économique.

Les provisions nettes dans leur ensemble ne doivent pas servir à lisser le résultat.

#### Résultat financier

Les provisions et reprises, les amortissements et reprises sont retraités, de même que les produits des participations s'ils ne présentent pas un caractère récurrent.

#### Résultat exceptionnel

Le résultat exceptionnel est corrigé de tous les éléments non récurrents.

#### Participation

La participation est évaluée aux conditions de la législation en place, sauf à ce que l'entreprise ait un accord écrit ou tacite avec ses salariés qui prévoit un niveau supérieur. Ce dernier constitue alors la référence.

En revanche, lorsque la société ne verse pas de participation, l'évaluateur calcule une participation théorique pour la détermination du résultat récurrent.

#### IS

L'IS est calculé au taux normal de la place du siège de l'entreprise. Son assiette est constituée du résultat avant impôt retraité et exclut les abattements

divers non durables, de même que les imputations de reports déficitaires ou autres amortissements différés.

Enfin, des produits et charges concernant des exercices antérieurs sont réaffectés à ces exercices.

### 3. LES RETRAITEMENTS DES PRÉVISIONS

Les prévisions d'exploitation sont retraitées pour les rendre cohérentes avec les comptes économiques du passé, mais en intégrant bien sûr les modifications conjoncturelles et structurelles convaincantes.

Ainsi, les résultats récurrents des exercices passés constituent les fondations des résultats futurs mais les décisions stratégiques, commerciales, sociales, industrielles ont des impacts qu'il faut intégrer tout comme les dépenses de réorganisation ou de restructuration. Le travail de l'évaluateur est d'en valider la pertinence globale et de corriger les éventuelles incohérences.

L'évolution anticipée de l'activité doit, *a priori*, être adaptée aux prévisions sectorielles, et il faut identifier clairement les éléments caractéristiques de l'entreprise qui lui permettent de s'en détacher. Elle doit être cohérente avec les moyens de production de l'entreprise.

Les taux de marge brute, de valeur ajoutée doivent correspondre à ceux du passé.

Les effectifs, la masse salariale, la sous-traitance, les charges externes doivent être en rapport avec l'évolution de la production.

Les amortissements doivent tenir compte de la politique d'investissement et les provisions être comparables à la tendance du passé. L'évolution de l'endettement doit correctement prendre en compte l'estimation des frais financiers.

Toutes ces remarques, et bien d'autres encore, ont pour but de rendre le plus fiable possible les prévisions d'activité et de résultats établies, et de pouvoir estimer avec pertinence les niveaux de résultats récurrents qui pourront être atteints dans l'avenir.

Une démarche identique régit l'étude du plan de financement prévisionnel. Il faut vérifier l'adéquation des moyens mis en place tant en terme d'investissements que d'évolution des besoins en fonds de roulement, avec les objectifs de développement de l'activité.

Cette démarche est bien connue, elle s'intègre parfaitement dans le travail au quotidien de l'analyste financier mais présente la particularité d'être peut-être plus imprégnée des notions de récurrence.

#### 4. LES RETRAITEMENTS DES COMPTES CONSOLIDÉS

Certains postes spécifiques des comptes consolidés nous paraissent appeler des remarques particulières.

Au compte de bilan, l'écart d'acquisition est amorti par les entreprises sur des durées très variables (5 ans selon la recommandation de l'Union des Experts Comptables et des Commissaires aux Comptes). Cet écart d'acquisition est, également, parfois appelé Survaleur ou Goodwill.

L'écart d'acquisition représente l'excédent, non amorti, de prix payé par la société consolidante sur la valeur nette comptable retraitée de la société consolidée, lors de l'acquisition de cette dernière.

La valeur réelle de cette survaleur ne répond pas à une règle affirmée. La pratique la plus répandue est d'évaluer la société achetée, afin de déterminer où l'on peut situer le niveau de survaleur. S'il est supérieur à l'écart d'acquisition, aucun retraitement ne se justifie. A l'inverse, s'il est inférieur, il faut retraiter l'écart d'acquisition.

Dans tous les cas, l'amortissement de ce dernier doit être réalisé sur une durée équivalente aux pratiques des sociétés du secteur.

Il nous importe de préciser, ici, qu'il ne faut pas le confondre avec le Goodwill de la méthode d'évaluation du même nom et qui sera développée dans cet ouvrage.

##### Participations consolidées par mise en équivalence

Cette méthode de consolidation constitue une évaluation implicite mais discrète de la société consolidée à hauteur de sa situation nette comptable. Il convient, là encore, d'évaluer la société concernée pour retraiter ou non la ligne de participation.

##### Impôts différés actif ou passif

Ces postes mettent en évidence les créances latentes d'impôt de la société (impôts différés actifs) et les dettes futures (impôts différés passifs).

Dans le cas de sociétés déficitaires, ces lignes d'actif et de passif deviennent très aléatoires et peuvent être retraitées.

##### Stocks

Rappelons sur ce sujet que les comptes consolidés autorisent des règles optionnelles interdites en comptabilité sociale.

Ainsi, les stocks peuvent être estimés par d'autres méthodes que le coût moyen pondéré ou le PEPS. L'entreprise peut retenir la valeur de remplacement, le LIFO (Last in First Out).

Il convient de veiller au maintien d'une même méthode et de mesurer les conséquences d'un éventuel changement.

Comme pour les comptes sociaux, il faut privilégier la méthode la plus utilisée par les entreprises du secteur.

##### Intérêts minoritaires

Les intérêts minoritaires représentent les participations détenues dans des filiales par des actionnaires extérieurs au groupe. Ces participations doivent être évaluées à partir des valorisations des sociétés concernées. Ces intérêts minoritaires sont à déduire de la valeur obtenue pour le groupe.

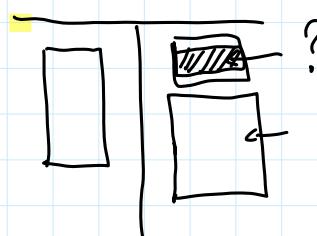
En conclusion, sur ces retraitements, il est utile, nous semble-t-il d'insister sur le caractère essentiel bien que fastidieux, de leur rôle dans le processus d'évaluation.

C'est d'eux que découlent les chiffres clés qui servent à la détermination des valeurs lors de la mise en œuvre des méthodes d'évaluation.

Les **retraitements du bilan**, nous le verrons dans les pages qui suivent, sont la substance dont se nourrissent les méthodes patrimoniales.

Les **résultats nets** récurrents prévisionnels alimentent les méthodes de flux financiers, et les résultats d'exploitation récurrents celles des flux économiques.

L'évaluateur décortique et analyse les **bilans** pour en extraire la valeur **réelle** (c'est-à-dire vénale) des actifs et des passifs. Il fouille les **comptes de résultat passés** pour cerner les ratios récurrents de l'entreprise, et en obtenir des flux de résultats futurs récurrents et fiables.





## LES MÉTHODES PATRIMONIALES

<http://tinyurl.com/methodesAEE>

### Introduction

Ce type de méthode repose sur un principe de base consistant à considérer que la valeur d'une entreprise correspond à la valeur de son patrimoine.

Ainsi, la valeur de l'entreprise, donc de ses actions, est celle de ses actifs. Selon cette démarche intellectuelle, la question « Que vaut mon entreprise ? », peut s'exprimer sous une autre forme « Quelle est la valeur économique des actifs qui la composent ? ».

Cette manière en apparence simple de résoudre le problème de l'évaluation de l'entreprise génère en réalité quelques complications. En effet, la détermination de la valeur économique d'un actif au sein d'une entreprise n'est pas une affaire aussi aisée qu'il pourrait sembler en première approche.

Bien sûr, elle est fonction de la valeur vénale des actifs, c'est-à-dire leur valeur marchande. Remarquons que déjà, à ce stade, des problèmes se posent. S'il est vrai que dans certains cas, l'équation est assez facile à résoudre, par exemple les machines (dans la mesure bien entendu où il existe un réel marché de l'occasion), les stocks (sous réserve d'un inventaire sérieux et d'une parfaite connaissance des produits et du marché), dans d'autres cas, l'opération est beaucoup plus complexe. Quelle est, par exemple la valeur vénale d'un immeuble industriel en rase campagne ? Quelle est la valeur marchande du fonds de commerce de l'entreprise ? Est-il facile d'estimer la valeur de vente de ses brevets ou bien encore de son « savoir-faire » ?

La valeur vénale qui n'est pas une réponse aisée à la valorisation des actifs ne faisant pas l'objet d'un marché, l'est encore moins lorsqu'il s'agit des actifs intangibles activés<sup>\*</sup> comme le fonds de commerce, ou non activés comme le savoir-faire. L'évaluateur est donc souvent contraint

\* activés : inscrits au bilan.

de rechercher la valeur économique de nombreux actifs par la rentabilité qu'ils génèrent au sein de l'entreprise. Pour se convaincre, au cas où le doute subsisterait, du bien fondé d'une telle démarche, il suffit de s'inquiéter sur la décision que prendrait un acheteur ayant à choisir entre deux actifs identiques, mais procurant des rentabilités différentes. A n'en pas douter, il choisirait l'actif dégageant la rentabilité la plus élevée ou bien il ferait des offres de prix différentes pour les deux actifs qui n'ont donc pas la même valeur.

Cette notion de rentabilité de l'actif comme élément constitutif de sa valeur entraîne la question de savoir si l'on faut ou non inclure le coût du financement dans la capacité bénéficiaire. Sur ce sujet épique, deux grandes doctrines s'affrontent. L'une, celle basée sur la valeur Substantielle brute réduite, s'y refuse et par conséquent travaille sur les actifs économiques et sur la capacité bénéficiaire avant résultat financier. L'autre, **basée sur la valeur de l'Actif Net Corrigé**, œuvre sur la rentabilité nette.

Notre objet n'est nullement de porter un jugement ou de privilégier l'une ou l'autre de ces deux approches théoriques. Nous nous contenterons de retenir celle que nous avons le plus souvent rencontrée dans le cadre professionnel, c'est-à-dire celle qui paraît être la plus largement utilisée par les opérateurs : à savoir celle de l'Actif Net Corrigé.

Ce choix nous semble d'autant plus cohérent que nous retrouverons partiellement dans la méthode des Discounted Cash Flow un raisonnement proche de celui de la valeur substantielle, mais certes dans un tout autre contexte.

## CHAPITRE I

### La méthode de l'actif net corrigé

#### 1. PRINCIPE DE LA MÉTHODE

##### Notion d'Actif Net Comptable

On entend, en Ingénierie Financière, et donc en évaluation, par Actif Net Comptable, la Situation Nette Comptable, c'est-à-dire les Fonds Propres.

Il représente les ressources de l'entreprise qui reviennent aux Actionnaires. Il s'agit en effet, soit des capitaux qu'ils lui ont apportés (capital), soit des capitaux qu'ils lui ont laissés (réserves), report à nouveau, résultats réalisés ou à réaliser telles les provisions réglementées ou les subventions d'investissement.

La présentation simplifiée ci-dessous d'un bilan, montre que l'Actif Net Comptable, est égal à la différence entre l'Actif Comptable et l'ensemble des Dettes existantes ou latentes (provisions pour risques et charges).

Actif	Passif
Actif Immobilisé	Situation Nette Comptable
Actif Circulant	Provisions pour Risques et Charges
Trésorerie	Dettes Financières
Total Actif	Dettes Circulantes
	Total Passif

$$\text{Actif Net Comptable} = \text{Total Actif} - \text{Provisions pour Risques et Charges} - \text{Dettes Financières et Circulantes}$$

## Principe de la méthode

La valeur de l'entreprise est égale à la valeur réelle de l'Actif Net (ou Situation Nette), c'est-à-dire la valeur qu'il aurait si l'Actif, donc l'ensemble des actifs qui le constitue, et les Dettes existantes et latentes, étaient valorisés à leur valeur réelle.

L'évaluateur recherche donc les valeurs réelles des actifs et des dettes et effectue le travail de correction ou de retraitement étudié précédent aux niveaux des actifs et des dettes de l'entreprise. Ensuite, il détermine les incidences de ces retraitements sur l'Actif Net Comptable pour obtenir l'Actif Net Corrigé.

Il doit être clair que sa démarche est déconnectée de l'établissement des comptes. Ces retraitements sont totalement extra-comptables, ils n'ont d'autres buts que de rechercher la valeur de l'entreprise. A aucun moment et en aucun cas, le bilan de l'entreprise n'est modifié par quelques corrections que ce soit, ces décisions appartenant aux organes de direction de l'entreprise assistés des comptables et commissaires aux comptes. En revanche, l'évaluateur se met fictivement dans la situation où les comptes se trouvent modifiés, afin d'en saisir toutes les conséquences, sur l'Actif Net Comptable (Situation Nette Comptable).

Ainsi, selon cette méthode :

$$\text{Valeur de la société} = \text{Actif Net Corrigé}$$

avec

$$\begin{aligned} \text{Actif Net Corrigé} &= \text{Actif Net Comptable} \\ &+ \text{Retraitements d'actifs et de dettes} \\ &\rightarrow \text{Incidences sur l'Actif net Comptable} \\ &\quad \text{des Retraitements d'actifs et de dettes} \end{aligned}$$

### Incidence des retraitements

Pour cerner les incidences des retraitements sur la Situation Nette, on examine successivement les retraitements de postes d'actifs, et les retraitements de postes de dettes. Pour chacune de ces catégories, on regarde les cas de revalorisations et de dévalorisations.

#### Les revalorisations d'actifs

Un actif est supposé être sous-évalué au bilan de la société. Cela signifie que sa valeur nette comptable est inférieure à sa valeur réelle. Si l'actif était cédé



à un prix de marché, il le serait donc à une valeur supérieure à sa valeur nette comptable et l'entreprise extérioriserait dans son compte de résultat une plus-value.

Cette plus-value serait taxée de l'impôt sur les sociétés. Toutefois, le taux de l'impôt appliquée à ce jour serait de 20,9 % (19 % plus 10 % du montant obtenu) si la plus-value est réputée à long terme\* et que l'entreprise peut donc bénéficier de ce régime de faveur. Une plus-value à court terme subirait quant à elle une fiscalité au taux de 36<sup>2/3</sup> % (33<sup>1/3</sup> % plus 10 % du montant obtenu).

Le solde de la plus-value, c'est-à-dire la différence entre la plus-value brute et l'impôt induit, soit la plus-value nette constitue pour l'entreprise un résultat net. Or, le résultat net vient gonfler la situation nette.

Ainsi, l'Actif Net de l'entreprise augmente-t-il du montant de la plus-value nette potentielle.

Remarquons que, si l'actif n'était pas cédé, l'entreprise pourrait tout-à-fait le réévaluer comptablement à sa valeur réelle, et les incidences sur l'Actif Net seraient exactement les mêmes.

Dans ce cas :

$$\begin{aligned} \text{Actif Net Corrigé} &= \text{Actif Net Comptable} \\ &+ \text{Retraitements (positif)} \\ &- \text{Incidence Fiscale du Retraitements} \\ &\quad (\text{positive : augmentation de l'impôt}) \end{aligned} \Rightarrow$$

étant entendu que l'incidence fiscale du retraitements n'est autre que la fiscalité que produirait dans les comptes, la revalorisation ou la cession de l'actif à sa valeur réelle.

Rappelons à nouveau que cette démarche est purement extra-comptable et que l'objectif n'est nullement d'enregistrer des écritures de retraitements dans les comptes sociaux ou consolidés de l'entreprise.

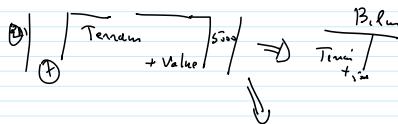
#### Les dévalorisations d'actifs

Nous serons amenés à envisager une dévalorisation d'actif dans le cas où sa valeur nette comptable est supérieure à sa valeur réelle.

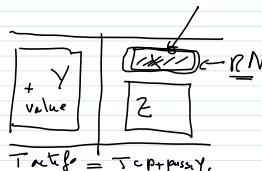
\* Pour la part de la plus value excédant les amortissements passés et sous réserve que le bien soit détenu depuis plus de 2 ans.

$$\text{T enan (comptable)} = 10.000 \text{ DT}$$

$$V.R. = 15.000 \text{ DT}$$



$$x = y - z$$



$$R_A^t = \sum \text{produits} - \sum \text{charges}$$

$$\text{Impôt} = R_A^t \cdot IT$$

$$RN = R_A^t - \text{Impôt}$$

Comme précédemment, si l'actif était cédé sur la base de sa valeur réelle, l'entreprise enregistrait dans ses comptes une moins-value. Cette moins-value réduirait l'assiette fiscale de l'entreprise qui verrait donc son impôt se contracter, sous réserve bien entendu qu'elle soit fiscalement déductible.

Le solde de la moins-value, c'est-à-dire la différence entre la moins-value brute et l'économie d'impôt, soit la moins-value nette, réduit le résultat net de l'entreprise et par conséquent son Actif Net.

Comme précédemment, si l'actif n'était pas cédé, l'entreprise devrait le provisionner comptablement à sa valeur réelle, et les incidences sur l'Actif Net seraient exactement les mêmes.

Dans ce cas :

$$\begin{aligned} \text{Actif Net Corrigé} &= \text{Actif Net Comptable} \\ &+ \text{Retraitements (négatifs)} \\ &- \text{Incidence Fiscale du Retraitements} \\ &\quad (\text{négative : baisse de l'impôt}) \end{aligned}$$

Là encore, l'incidence fiscale du retraitement n'est autre que la fiscalité que produirait dans les comptes le provisionnement ou la cession de l'actif à sa valeur réelle.

#### Les revalorisations de dettes

Dans ce cas particulier, bien que fréquent avec les Provisions pour Risques et Charges, nous sommes confrontés à une dette dont la valeur comptable s'avère inférieure à la valeur réelle. Une constatation dans les comptes, si elle était mise en œuvre, se traduirait par une provision. Tout comme pour les retraitements d'actifs, cette provision serait susceptible de générer une économie d'impôts lors de sa constatation en compte de résultat.

L'incidence sur le résultat net et donc sur l'Actif Net serait égale au montant de la provision passée diminuée de l'économie d'impôt réalisée.

Comme précédemment :

$$\begin{aligned} \text{Actif Net Corrigé} &= \text{Actif Net Comptable} \\ &+ \text{Retraitements (négatifs)} \\ &- \text{Incidence Fiscale du Retraitements} \\ &\quad (\text{négative : baisse de l'impôt}) \end{aligned}$$

#### Les dévalorisations de dettes

L'entreprise a comptabilisé dans ses comptes une dette existante ou latente à une valeur supérieure à la valeur réelle. S'il s'agit d'une dette latente provisoire, et si l'on souhaitait effectuer réellement la correction dans les comptes, il faudrait réaliser une reprise de provisions. S'il s'agit d'une dette existante, l'entreprise serait amenée à constater un abandon de créances.

Dans les deux cas, cette opération de dévalorisation d'une dette se traduirait par un profit dans le compte de résultat. Ce profit est susceptible d'être taxé et donc d'augmenter l'impôt dû par la société.

L'incidence sur le résultat net et donc sur l'Actif Net est le profit réalisé, diminué de l'impôt généré par ce profit.

Une fois encore :

$$\begin{aligned} \text{Actif Net Corrigé} &= \text{Actif Net Comptable} \\ &+ \text{Retraitements (positifs)} \\ &- \text{Incidence Fiscale du Retraitements} \\ &\quad (\text{positive : augmentation de l'impôt}) \end{aligned}$$

#### Cas spécifiques

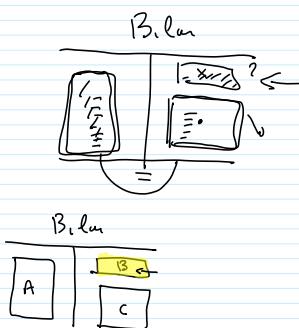
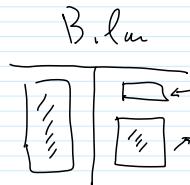
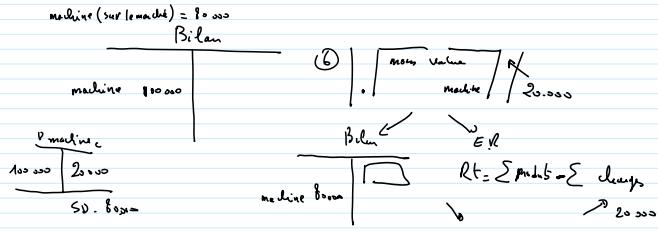
Il est nécessaire de mettre l'accent sur quelques cas spécifiques, qui n'apparaissent pas clairement dans les retraitements que nous venons d'effectuer. Il s'agit :

- des Provisions Réglementées et Subventions d'investissement,
- des Engagements Hors Bilan.

Les Provisions Réglementées et Subventions d'investissement présentes au passif du bilan ne font pas partie des dettes mais, sont intégrées à l'intérieur des Fonds Propres (Actif Net Comptable).

Cette démarche répond à une logique puisque les montants qui y sont affectés sont des produits futurs du compte de résultat, des profits latents et certains. Nonobstant, lors de leur passage en compte de résultat, les Provisions Réglementées et autres Subventions d'investissements, subiront l'impôt sur les Sociétés avant de devenir, pour la part restante du résultat net, donc réellement de la Situation Nette.

Exprimé d'une autre manière, cela revient à dire que ces postes des Fonds Propres contiennent un impôt latent qu'il convient de retirer de l'Actif Net.



Ainsi, un Actif Net Comptable de 1 000 qui contiendrait 109 de Provisions Réglementées devrait être corrigé de 40 (36<sup>2/3</sup> % de 109) pour aboutir à :

$$1\ 000 - 40 = 960$$

Certains Engagements Hors Bilan méritent d'être retraités, en ce sens qu'ils correspondent à des risques ou à des charges latentes, que la comptabilité n'oblige pas à intégrer dans les comptes ou tout simplement que l'entreprise a omis de comptabiliser. On peut par exemple citer celle qui se trouve fréquemment rencontrée par les praticiens : la **provision pour indemnités de départ en retraite**. En effet, elle est souvent traitée en engagements hors bilan, en dépit des recommandations de la profession comptable.

Ainsi, si l'entreprise ne l'a pas provisionnée, l'évaluateur doit déduire de l'Actif Net le montant de la provision nécessaire. En ce qui concerne la fiscalité, deux cas de figures peuvent se présenter :

- l'entreprise verse les fonds de la provision à une société de gestion spécialisée. Elle peut alors déduire de son assiette fiscale, les sommes versées. Il y a lieu de tenir compte dans le retraitement de l'Actif Net de l'économie d'impôt réalisée ;
- l'entreprise conserve la trésorerie en son sein et la provision n'est alors pas déductible fiscalement. L'évaluateur n'a pas à tenir compte d'une incidence fiscale.

Dans la pratique, on considère, à moins que la situation de trésorerie ne le permette pas, qu'il y a versement, donc économie d'impôt.

Bien sûr, les litiges et autres procès suivent la même logique et l'évaluateur déduit des compléments de provisions à hauteur du risque estimé non provisionné.

#### Détermination de la valeur

Pour déterminer la valeur de la méthode de l'Actif Net Corrigé, l'évaluateur après avoir passé en revue l'ensemble des actifs et dettes existantes et latentes de l'entreprise :

- effectue les corrections de l'Actif Net qui doivent être réalisées, incidence fiscale incluse,
- corrige, le cas échéant, les **Provisions Réglementées** et **Subventions d'Investissements des impôts latents** qu'elles contiennent,

➤ **provisionne les risques et charges hors bilan** qui le justifient pour leur partie insuffisamment provisionnée (**indemnités de départ en retraite, litiges, cautions données présentant un risque de mise en œuvre réel, etc.**), y compris leur incidence fiscale.

Il aboutit ainsi à un Actif Net Corrigé prenant en compte la valeur réelle des Actifs et Dettes existantes et latentes.

$$\begin{aligned} \text{Actif Net Corrigé} &= \text{Actif Net Comptable} \\ &+ \text{Retraitements (positifs ou négatifs)} \\ &- \text{Incidences Fiscales (positives ou négatives)} \end{aligned}$$

#### Recommendations pratiques

- Les non-valeurs doivent systématiquement être mises à une valeur **nulle** donc déduites de la Situation Nette. En outre, il faut être très vigilant sur le **capital souscrit non appelé** qui constitue typiquement du capital non versé et qui doit donc être déduit des Fonds Propres. Remarquons qu'il représente également un engagement pour l'actionnaire donc pour un acheteur potentiel.
- Il est très rare de constater dans des négociations ou des évaluations de professionnels des retraits sur les matériels et équipements **productifs**, à l'exception de ceux qui ne sont pas utilisés pour l'exploitation. En effet, ces actifs ne peuvent être vendus, sauf à racheter des actifs équivalents pour assurer l'activité de la société.
- Les non-valeurs, les immeubles, les participations, les actifs circulants, tels les stocks ou les clients, les valeurs mobilières de placement, ainsi que les actifs hors exploitation (charges constatées d'avance, charges à répartir) sont **les principales sources de retraits de l'Actif**.
- Les **Provisions Réglementées**, les Provisions **pour Risques et Charges** constituent les principales sources de corrections des postes du Passif. Les praticiens sont parfois amenés à retraiter des dettes financières dont le service est effectué à un taux déconnecté du marché (dette protocolée sans intérêt, dette à taux fixe supérieur ou inférieur à celui du marché).

## 2. LIMITES DE LA MÉTHODE

### Déconnexion de la rentabilité

A aucun moment, dans l'évaluation de l'entreprise par la méthode de l'Actif Net Corrigé, la capacité bénéficiaire actuelle ou **future n'entre en ligne de compte dans la détermination de la valeur**.

Ceci constitue un handicap majeur. Le petit exemple ci-dessous permet de s'en convaincre.

Considérons deux entreprises *A* et *B* du même secteur d'activité qui présentent les situations suivantes :

#### Entreprise A

	Année N - 2	Année N - 1	Année N
Capital	100	100	100
Réserves	50	45	40
Résultat	- 5	- 5	- 5
Situation Nette	145	140	135

#### Entreprise B

	Année N - 2	Année N - 1	Année N
Capital	100	100	100
Réserves	25	25	30
Résultat	5	5	5
Situation Nette	125	130	135

Supposons que ces deux sociétés prévoient de maintenir leur niveau de rentabilité actuelle dans l'avenir et que ni pour l'une ni pour l'autre des corrections d'actifs ou de dettes existantes ou latentes ne se justifient.

Les valeurs que détermine la méthode de l'actif net corrigé en fin d'année *N*, sont les mêmes pour ces deux sociétés *A* et *B*, soit 135.

Un acheteur potentiel des deux sociétés choisirait à prix identique, *a priori* la société *B*. Il pourrait envisager éventuellement d'acheter *A*, mais à un prix inférieur à celui de *B*.

Par ailleurs, aurait-il été raisonnable en *N - 2* de considérer la valeur de *A* à 145 sachant qu'elle deviendrait 140 en *N - 1* et 135 en *N*. Un acheteur éventuel de *A* en *N - 2* n'aurait pas accepté de payer 145 avec, comme seules perspectives, une moins-value. Il aurait, au moins, intégré dans son prix cette triste perspective.

Ainsi, la non-intégration de la profitabilité future rend insuffisante la méthode de l'Actif Net Corrigé.

#### Traitements subjectifs des Incorporels

Par ailleurs, la réponse apportée à la valorisation des actifs incorporels est peu satisfaisante.

En effet, elle élude des éléments incorporels fondamentaux de la performance donc de la valeur d'une entreprise : le savoir-faire, la compétence des équipes, le positionnement sur le marché, etc. De plus, elle peut attribuer de la valeur à des éléments par nature bien plus subjectifs et difficiles à évaluer tels le fonds de commerce.

Pour se convaincre de cette subjectivité, prenons l'exemple d'une société créée au démarrage d'une activité et donc sans fonds de commerce. Si cette même société était née différemment, et avait reçu un fonds de commerce en apport, sa valeur serait plus importante, ce qui constitue bien évidemment un non sens.

#### Confusion de patrimoine

La démarche de la méthode de l'Actif Net Corrigé identifie comme la valeur de la société, c'est-à-dire la valeur des actions, celle du patrimoine net de l'entreprise. Hors, nous avons vu que le patrimoine net de l'entreprise n'est pas celui des actionnaires.

La méthode de l'Actif net Corrigé gomme la structure juridique de la société ce qui constitue un excès tant juridique que fiscal et donc un travers important de l'approche théorique.

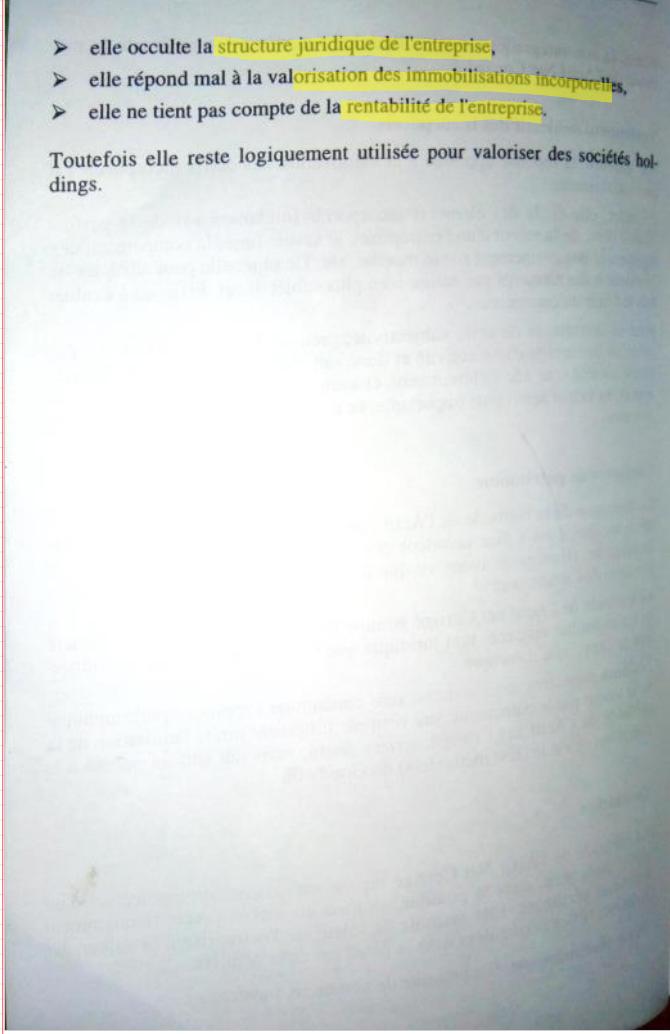
Les deux premières insuffisances, sans condamner l'approche philosophique de la valeur par le patrimoine, ont bien sûr fortement limité l'utilisation de la méthode de l'Actif net Corrigé, stricto sensu, mais ont surtout poussé à la compléter : c'est la (les) méthode(s) du Goodwill.

#### Conclusion

La méthode de l'Actif Net Corrigé repose sur un concept intellectuel d'un abord aisément, mais, dans la pratique, sa mise en œuvre s'avère fréquemment lourde et périlleuse. Elle assimile la valeur de l'entreprise à la valeur des richesses nettes accumulées dans le passé par cette dernière.

Sur le plan théorique, elle présente de nombreux travers :



- 
- elle occulte la **structure juridique de l'entreprise**,
  - elle répond mal à la **valorisation des immobilisations incorporelles**,
  - elle ne tient pas compte de la **rentabilité de l'entreprise**.

Toutefois elle reste logiquement utilisée pour valoriser des sociétés holdings.

## POUR MÉMOIRE MÉTHODE DE L'ACTIF NET CORRIGÉ

### PRINCIPE

La valeur de l'entreprise est celle de son patrimoine réévalué (ou corrigé) net des dettes et de la fiscalité latente des retraitements effectués.

### DÉMARCHE

- Déterminer la **valeur réelle** (ou vénale) de chaque **Actif** et de chaque **Passif** existant ou latent de l'entreprise.
- Calculer pour chacun d'eux, la différence entre la valeur réelle et la valeur nette comptable, ou **Retraitements**.
- Evaluer l'**incidence fiscale** de chaque Retraitements et la fiscalité latente incluse dans les Fonds Propres.
- Corriger l'Actif Net Comptable de l'entreprise.

$$\text{Valeur Entreprise} = \begin{aligned} & \text{Actif Net Comptable} \\ & + \text{Retraitements (positifs ou négatifs)} \\ & - \text{Incidence Fiscale des Retraitements} \\ & \quad (\text{positives ou négatives}) \\ & - \text{Fiscalité latente incluse dans l'Actif net Comptable} \end{aligned}$$

### INTÉRÊTS

- Technique de première approche.
- Concept théorique simple.
- Couramment utilisé pour valoriser des **sociétés holdings**.

### INCONVÉNIENTS

- Approche statique et tournée vers le passé (accumulation de richesse passée).
- Abstraction de la rentabilité de l'entreprise et de ses perspectives.
- Mise en œuvre lourde et parfois délicate pour des actifs ou des passifs difficiles à estimer (**fonds de commerce**, marques, **litiges**, **savoir-faire**, **compétence des équipes**...).
- Valorisation du patrimoine de la société et non des actions de cette société.

### REMARQUES

- S'il y avait confusion entre la propriété des actions d'une société et la propriété des biens de la société (hypothèse implicite de la méthode de l'ANC), les actionnaires pourraient s'approprier sans dommage, ni coût, les biens de la société. Hors ceci constitue un abus de bien social.

# exercice ANC

mardi 22 novembre 2022 8:35 AM



exercice  
ANC

## EXEMPLE

La Société Exemple exerce son activité dans le secteur du service à l'industrie au travers d'une niche où les marges et les perspectives sont particulièrement favorables.

Son compte de bilan en fin d'année 0 se présente de manière synthétique comme indiqué ci-dessous:

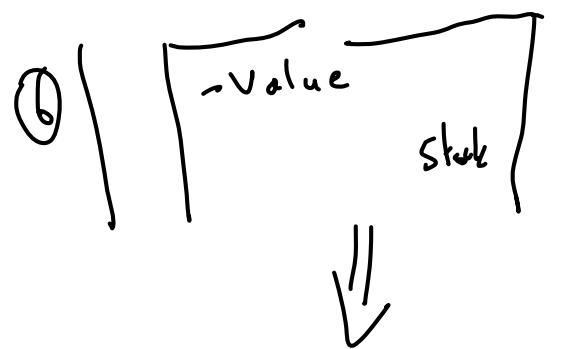
<b>Actif (0)</b>		<b>Passif (0)</b>	
<i>Immobilisations Incorporelles Nettes (non amortissables)</i>	8	<i>Situation nette</i>	183
<i>Autres immobilisations nettes</i>	84	<i>Dette Financière nette</i>	50
<i>Créances d'Exploitation nettes</i>	223	<i>Dettes Exploitation</i>	82
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>315</b>	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>315</b>

et appelle les remarques suivantes :

- les *Immobilisations Corporelles* incluent un immeuble amorti à hauteur de 5, acquis depuis plus de deux ans et dont la valeur vénale est de 13 alors que la valeur nette comptable est de 10 ;
- les *Créances d'Exploitation Nettes* comprennent un stock invendable de 9 concernant une ancienne activité de l'entreprise, et un encours de 6 sur un client qui vient de déposer son bilan ;
- une *Subvention d'Investissement* de 1,1 est incluse dans la *Situation Nette Comptable* ;
- la trésorerie positive a été directement déduite des *Dettes Financières* pour obtenir les *Dettes Financières Nettes* ;
- le niveau du BFR est récurrent à 18 % du chiffre d'affaires HT. En valeur brute, il a augmenté de 23 durant l'exercice 0 ;
- l'entreprise Exemple a réalisé, en année 0, des investissements nets des cessions de 6 ;
- Enfin, elle a distribué à ses actionnaires au cours de l'exercice 0 un dividende de 7.



DÉTERMINATION DE LA VALEUR D'ACTIF NET CORRIGÉ DE EXEMPLE	
① Actif Net Comptable (année 0)	+ 183
Retraitements	
Immeuble sous-évalué	+ 3
Stock invendable	- 9
Clients « litigieux »	- 6
Total retraitements bruts	- 12
Incidence fiscale	
Réévaluation de l'immeuble ( $33\frac{1}{3} + 10\% \text{ soit } 36\frac{2}{3}\%$ )	- 1,1
Stock invendable ( $36\frac{2}{3}\%$ )	+ 3,3
Clients litigieux ( $36\frac{2}{3}\%$ )	+ 2,2
Fiscalité incluse dans les Fonds Propres ( $36\frac{2}{3}\% \text{ de } 1,1$ )	- 0,4
Total Incidence Fiscale	+ 4,0
Total retraitements nets	- 8
<u>Actif Net Corrigé (année 0)</u>	<u>+ 175</u>



## Les méthodes du goodwill

mardi 8 novembre 2022 8:30 AM



Les méthodes...

## CHAPITRE II

### Les méthodes du Goodwill

#### 1. PRINCIPES GÉNÉRAUX

La démarche des méthodes du Goodwill s'appuie sur la méthode de l'Actif Net Corrigé (ANC) et tente d'apporter des réponses satisfaisantes à ses principales défaillances :

- exclusion de la rentabilité actuelle ou future,
- valorisation non satisfaisante des éléments incorporels difficiles à estimer, ou simplement oubliés dans la méthode de l'Actif Net Corrigé.

Examinons, en effet, les différentes catégories d'actifs incorporels susceptibles d'apparaître dans une entreprise :

- les non-valeurs : tout comme dans la démarche de l'Actif Net Corrigé (ANC), ces éléments incorporels ont une valeur économique nulle ;
- les incorporels activés et hors exploitation : ils restent estimés, comme dans la méthode de l'Actif Net Corrigé à leur valeur marchande : ce peut être par exemple un fonds de commerce, un brevet, une marque, une licence hors exploitation. De tels actifs n'ont rien à faire au sein de l'entreprise qui devrait donc les céder au plus vite ;
- les incorporels activés et impliqués dans l'exploitation actuelle ou future : on trouvera dans cette catégorie les fonds de commerce exploités, les marques et brevets utilisés par l'entreprise dans le cadre de son ou de ses activités ;
- les incorporels non activés : tels le savoir-faire, l'organisation, la performance et la qualification des équipes, leur souplesse et leur adapta-

bilité, la compétence du management, l'image de la société dans son marché, sa notoriété, le poids qu'elle représente dans son secteur, etc.

Le Goodwill se propose donc de valoriser ces deux dernières catégories que l'on appellera par la suite incorporels sans autre forme de distinction.

Pour ce faire, nous allons estimer la position d'un acheteur éventuel confronté au choix draconien suivant :

- acheter la société sans ses éléments incorporels sur la base d'un prix calculé par la méthode de l'Actif net Corrigé,
- acheter la société avec ses éléments incorporels sur la base d'un prix calculé par la même méthode.

L'achat d'une société dépouillée de tout élément incorporel revient à acheter un patrimoine constitué d'actifs corporels et financiers, de stocks et de créances, net des dettes existantes et latentes, et net de la fiscalité induite par les revalorisations et dévalorisations effectuées (cf. méthode de l'Actif Net Corrigé).

Cette société ne dispose d'aucun savoir-faire, n'a pas de client, ni d'image, ni de notoriété. Ses équipes n'affichent aucune compétence particulière.

Une telle société ne pourrait exercer d'activité et n'aurait pas de viabilité propre. L'intérêt de l'investisseur serait alors de céder l'ensemble des actifs à leur valeur marchande, de rembourser les dettes, de payer l'impôt dû et de placer la trésorerie obtenue sur le marché financier. Cette trésorerie ne serait rien d'autre que  $A$ , valeur déterminée par la méthode de l'Actif Net Corrigé dans laquelle l'ensemble des immobilisations incorporelles auraient été retenues pour une valeur nulle.

L'heureux acheteur de cette société, tirerait donc, dans les années à venir, de son acquisition, un revenu brut sans risque, donc minimum de  $iA$  avec  $i = \text{taux des emprunts d'Etat}$ .

Avec ce revenu, il devra faire face à la masse salariale et l'impôt sur les Sociétés. En d'autres termes, il aurait sensiblement mieux fait de placer directement le capital  $A$  en Emprunt d'Etat au lieu d'acheter l'entreprise et il aurait obtenu un revenu  $iA$  sur lequel sa seule fiscalité propre se serait imputée.

Par conséquent, l'achat d'une société dépourvue d'éléments incorporels à un prix  $A$  (tel que défini ci-dessus) ne présente pas d'intérêt direct et le rendement alternatif sans risque annuel dans l'avenir qui s'y substitue est :  $iA$ ,  $i$  étant, en France, le taux de rendement des emprunts d'Etat.

Plaçons-nous maintenant dans l'hypothèse où notre acheteur achète la société avec ses éléments incorporels. Il peut alors exercer et développer l'activité de l'entreprise. Le revenu qui sera généré, dans les années à venir par cette combinaison des éléments incorporels et corporels au sein de l'entreprise est le résultat net prévisionnel récurrent  $B$ .

Ainsi, les deux alternatives de l'acheteur potentiel se traduisent par un écart de rendement de l'investissement dans le futur qui peut se valoriser chaque année par :

$$B - iA \quad \text{avec } B = \text{Résultat Net Prévisionnel Récurrent}$$

L'investissement dans l'entreprise offre donc dans le futur à l'investisseur un surprofit annuel de :

$$S = B - iA$$

avec

$S$  = Surprofit annuel

$B$  = Résultat Net Prévisionnel Récurrent

$i$  = Taux de rendement des emprunts d'Etat (plus généralement, le taux sans risque)

$A$  = Valeur de l'Actif Net Corrigé hors actifs incorporels

L'investisseur, pour acquérir également les actifs incorporels doit donc payer un prix complémentaire que l'on peut exprimer comme étant un certain nombre de fois ce surprofit, c'est-à-dire un certain nombre d'années de surprofit.

Ce prix complémentaire est appelé le Goodwill et sa finalité est donc de valoriser les éléments incorporels activés ou non par le biais de la rentabilité future.

$$GW = k(B - iA) \quad k = \text{coefficient multiplicateur}$$

La valeur de l'entreprise par les méthodes du Goodwill est donc :

soit

$$V = A + GW$$

$$V = A + k(B - iA)$$

Cette formule très générale laisse planer quelques incertitudes :

- Que retenir pour **B** ? Le Résultat Net Prévisionnel Récurrent est-il celui de l'année d'acquisition ?

Les partisans de cette doctrine assoient leur position sur le fait que dans l'optique de notre transaction, ce résultat est bien celui qui est réalisé par le vendeur, l'avenir étant bâti par l'acheteur.

D'autres considèrent que le résultat net prévisionnel récurrent est celui que l'entreprise prévoit de réaliser sur les exercices à venir car il est la résultante et l'aboutissement des efforts du quotidien mais aussi du passé. Dans une telle hypothèse, le résultat récurrent n'est plus **constant**, mais **variable dans** le futur et le surprofit s'écrit chaque année de la manière suivante :

$$S_j = B_j - iA$$

avec :

$S_j$  = Surprofit de l'année **j**

$B_j$  = Résultat Net prévisionnel Récurrent de l'année **j**

$i$  = Taux de Rendement des emprunts d'Etat

$A$  = Valeur de l'Actif Net Corrigé **hors** actifs incorporels

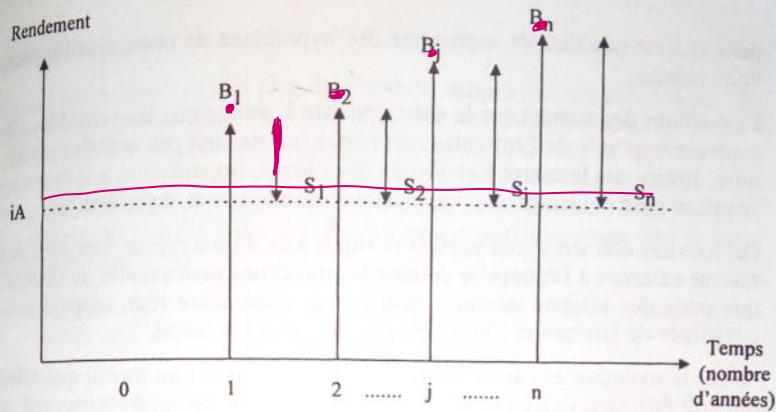
- Que retenir pour le coefficient multiplicateur **k** ? Un nombre d'années fixe ? Une actualisation des surprofits futurs, dans ce cas, sur quelle durée, à quel taux d'actualisation ?

Ces questions ont reçu de la part des évaluateurs des réponses diverses et c'est ainsi que se sont bâties différentes méthodes de Goodwill.

L'objet des auteurs n'est nullement, à ce stade, de privilégier l'une ou l'autre mais de développer celle qui, dans la pratique des affaires, s'avère être la plus répandue.

## 2. LA MÉTHODE DE LA RENTE ABRÉGÉE DE GOODWILL

Cette méthode se fonde sur les résultats prévisionnels récurrents des années futures tels que décrits ci-dessus  $B_j$ , et sur les surprofits  $S_j$  qui en découlent.



La valeur de l'entreprise est constituée de la valeur réelle de ses actifs tangibles nets des dettes réelles,  $A$ , et de la valorisation des incorporels pour un montant  $GW$  (Goodwill) qui est la valeur actuelle de la rente de surprofit.

$$GW = \frac{S_1}{(1+t)} + \dots + \frac{S_j}{(1+t)^j} + \dots + \frac{S_n}{(1+t)^n}$$

$$= \sum_{j=1}^n \frac{S_j}{(1+t)^j}$$

On trouvera en Annexe PV3 un rappel mathématique sur le Principe de l'Actualisation.

A ce stade, deux questions restent ouvertes :

- quelle est la durée qui doit être retenue :  $n$  ?
- quel taux d'actualisation faut-il choisir :  $t$  ?

#### La durée

En ce qui concerne la durée, la démarche de la méthode de la rente abrégée de Goodwill s'attache à déterminer la valeur actuelle d'une rente de surprofit. Ainsi, la durée ne peut être supérieure à une période de prévisions réputées fiables et raisonnables, la période de visibilité. Dans la pratique, les professionnels de l'évaluation se limitent le plus souvent à des durées de 3 à 5 ans,

mais il n'est pas rare de rencontrer des hypothèses de rente plus longues, voire infinies.

La position des auteurs sur le sujet consiste à penser que les véritables éléments incorporels de l'entreprise sont ceux qui ne sont pas activés : savoir-faire, image sur le marché et auprès des clients, organisation à tous les niveaux, et bien évidemment compétence du management et des équipes.

Or, tous ces éléments sont volatils et sujets à évolution rapide, tant pour des raisons externes à l'entreprise comme les mutations permanentes du marché, que pour des raisons internes, l'entreprise étant avant tout, rappelons-le, constituée de femmes et d'hommes, eux-mêmes changeants.

Ainsi, le maintien et l'amélioration des incorporels est un travail quotidien qui doit être sans cesse renouvelé. On peut ainsi penser qu'il est excessif de les considérer acquis pour des durées longues et leur valorisation ne peut se faire avec crédibilité que sur des durées courtes, 5 ans paraissant être un maximum.

### Le taux d'actualisation

Quant au taux d'actualisation, il est constitué du taux sans risque et d'une prime globale de risque dont le rôle est d'intégrer :

- le risque de non-réalisation du surprofit, support de l'actualisation,
- le risque propre à l'entreprise.

Le taux sans risque est représenté par le rendement obtenu sur un placement long (l'investissement au capital de l'entreprise s'inscrivant dans la durée) pour lequel le capital investi ne subit aucune exposition. Le rendement des emprunts d'Etat à long terme répond à cette définition et constitue le rendement minimum auquel tout investisseur peut prétendre, sans prendre de risque. Si d'autres taux peuvent être retenus, le rendement des OAT est sans conteste le plus utilisé.

Les primes globales de risque couramment retenues dans la méthode du Goodwill ne répondent pas à une logique particulière, mais dans la pratique se situent entre 50 % et 100 % du taux sans risque en fonction de la probabilité de réalisation des prévisions, donc du surprofit.

Dans une hypothèse de taux sans risque de 6 %, les taux d'actualisation varieront donc entre 9 % et 12 % ( $6 \times 1,5$  et  $6 \times 2$ ).

### Cas spécifique

Il peut arriver que l'un des flux de surprofit annuel soit négatif. On parlera alors de sous-profit. Dans ce cas, le taux d'actualisation à retenir est le taux sans risque. En effet, le risque auquel l'investisseur se trouve confronté est celui d'une augmentation du sous-profit qui constitue un flux négatif, a priori, certain. Remarquons que les mathématiques le confirment, l'actualisation ayant un effet réducteur de la valeur, d'autant plus important que le taux retenu est élevé.

Prenons par exemple le cas d'un sous-profit de -10, en année 3 c'est-à-dire trois ans après la date d'évaluation :

- l'actualisation à un taux de 12 % conduit à :  $-\frac{10}{(1,12)^3}$  soit : -7,1

- l'actualisation à un taux de 6 % conduit à :  $-\frac{10}{(1,06)^3}$  soit : -8,4

Si la valeur actuelle de la rente des surprofits et sous-profits s'avère être négative, on parle alors de Badwill, et non plus de Goodwill, et ce Badwill réduit le montant de l'Actif Net Corrigé hors incorporels A.

Une telle situation indique que le marché des capitaux sans risque offre une meilleure rentabilité que l'entreprise pour l'investissement A. Logiquement, l'investisseur n'accepte pas de réaliser un investissement risqué lui procurant un espoir de rendement inférieur au placement en emprunt d'Etat et il réalise un ajustement de rendement au travers du Badwill.

Ainsi :

$$GW = \sum_{j=1}^n \frac{(B_j - iA)}{r_j}$$

$$R_F = \text{Taux sans risque}$$

$$\text{Risque} = 0$$

$$(100\%) \quad R_F = 10\% \\ \Rightarrow 10\% \quad \underline{\underline{10\%}}$$

$$\text{Taux} = R_F + \text{Risque}$$

prime de risque

Goodwill  $\neq$  Badwill

Ainsi :

$$GW = \sum_{j=1}^n \frac{(B_j - iA)}{(1+t)^j}$$

et :

$$V = A + \sum_{j=1}^n \frac{(B_j - iA)}{(1+t)^j}$$

Remarquons que dans l'hypothèse où le Résultat Net Prévisionnel Récurrent  $B$  serait constant, alors :

$$GW = a_n(B - iA)$$

avec :

$$a_n = \frac{1}{t} \left[ 1 - \left( \frac{1}{1+t} \right)^n \right]$$



La démonstration de cette formule se trouve en annexe PV4 (simplification des séries géométriques).

### 3. LES AUTRES MÉTHODES

#### Méthode des praticiens

Cette méthode propose de retenir pour le Goodwill la moitié de la différence entre :

- $\frac{B}{i}$ , où  $B$  est le résultat net prévisionnel récurrent constant et  $i$  le taux sans risque,
- $A$ , l'actif net corrigé hors incorporels.

soit :

$$V = A + \frac{1}{2} \left( \frac{B}{i} - A \right)$$

Cette représentation de la valeur de l'entreprise peut également s'écrire sous la forme suivante :

$$V = A + \frac{B}{2i} - \frac{A}{2}$$

soit :  $V = \frac{A + B/i}{2}$ , moyenne de deux valeurs  $A$  et  $B/i$

Remarquons que cette méthode implique un résultat net prévisionnel récurrent constant et que  $B/i$  est la valeur actuelle d'une rente infinie d'un flux annuel  $B$ , au taux d'actualisation  $i$ .

#### Méthode des Anglo-Saxons

L'actualisation du surprofit est poussée à l'infini, mais avec un taux majoré et un résultat net prévisionnel récurrent constant.

Dans ces conditions, la valeur devient :

$$V = A + \frac{1}{t} (B - iA) *$$

\* Se reporter à l'Annexe PV4 (simplification des séries géométriques).

avec  $B$  = Résultat Net Prévisionnel Récurrent constant de l'entreprise  
 $t$  = Taux variant entre  $2i$  et  $2,5i$

Remarquons que pour  $t = 2i$  le GW est équivalent à celui obtenu par la méthode des Praticiens.

#### Méthode de l'Union des Experts Comptables Européens

Comme dans les cas précédents, le Résultat Net Prévisionnel Récurrent  $B$  est constant. Toutefois, le surprofit calculé sur un nombre réduit d'années (3 à 5 ans) comme dans la méthode de la rente abrégée, mesure la différence entre  $B$  et  $iV$ ,  $V$  étant la valeur de l'entreprise :

$$GW = a_n(B - iV) \quad \text{avec } a_n = \frac{1}{t} \left[ 1 - \left( \frac{1}{1+t} \right)^n \right]$$

donc

$$V = A + a_n(B - iV)$$

soit

$$V = \frac{A + a_n B}{1 + ia_n}$$

et

$$GW = \frac{a_n}{1 + ia_n} (B - iA)$$

Bien d'autres méthodes existent encore, notre but n'est pas ici de les passer toutes en revue.

#### 4. LIMITES DE CES MÉTHODES

Les méthodes du Goodwill ne reposent pas sur un concept théorique clair, ce qui explique, d'ailleurs, leur nombre important. En fait, elles ont été inventées *a posteriori* par des praticiens qui ont tenté de formaliser mathématiquement une réalité qui était avant tout perçue intuitivement.

Elles font appel à l'approche de l'Actif Net Corrigé sur laquelle elles s'appuient mais aussi à l'éventuelle position que prendrait un investisseur. En clair, elles sont à la fois en dedans et au-dehors de l'entreprise.

Elles cherchent à valoriser les actifs internes que sont les **incorporels** en se positionnant à l'extérieur de l'entreprise.

Par ailleurs, elles comparant un résultat net après impôt obtenu à l'intérieur de l'entreprise à un revenu de trésorerie alternatif réalisé à l'extérieur de l'entreprise donc non soumis à l'IS. Les auteurs proposent, en annexe PV5, une approche du Goodwill par la méthode de la rente abrégée qui leur semble plus cohérente, à savoir de développer jusqu'à son terme le raisonnement consistant à comparer une société dépourvue d'incorporels à cette même société dans sa plénitude.

Au-delà de la limite théorique évoquée ci-dessus, il faut noter que les méthodes du Goodwill :

- demeurent tournées vers l'accumulation de **richesses passées**. En effet, la part de A reste dans bien des cas dominante dans la valeur obtenue,
- sont par constructions **approximatives** (durée, taux, prévisions de résultat) et conduisent à des valeurs souvent volatiles.

Toutefois, ces méthodes qui ont fortement contribué à la réflexion et à l'amélioration des méthodes d'évaluation présentent des mérites incontestables et incomparables :

- elles sont très fréquemment utilisées dans les évaluations et les transactions de sociétés non cotées.
- elles constituent un tremplin entre la démarche statique de la méthode de l'Actif Net Corrigé et les démarches dynamiques des méthodes de flux.
- elles effleurent le problème de la valorisation de l'activité, que nous verrons au travers de la méthode des Discounted Cash Flow, mais en la limitant à ses constituants incorporels.

## POUR MÉMOIRE

### MÉTHODE DU GOODWILL (RENTE ABRÉGÉE)

#### PRINCIPE

- La valeur de l'entreprise est égale à la valeur de l'Actif Net Corrigé hors actifs incorporels ( $A$ ), augmentée du Goodwill.
- Le Goodwill est la valeur actuelle de la rente de surprofit que procure un investissement  $A$  en actifs dans l'entreprise par rapport à ce même investissement sur le marché financier sans risque (Emprunt d'Etat à long terme au taux  $i$ ).

#### DÉMARCHE

- Calculer la valeur de l'Actif Net Corrigé hors incorporels :  $A$ .
- Définir une période de visibilité (maximum 5 ans).
- Déterminer le flux de Résultat Net Prévisionnel Récurrent.  $B$
- Retenir un taux d'actualisation ( $1,5 i$  ou  $2 i$ ) en fonction du risque de l'entreprise et de l'optimisme relatif des prévisions.
- Déterminer le flux de surprofit de chaque année future :  $S_j = B_j - iA$
- Calculer la valeur actuelle de la rente de surprofit ou Goodwill :

$$GW = \sum_{j=1}^n \frac{S_j}{(1+i)^j} = \sum_{j=1}^n \frac{(B_j - iA)}{(1+i)^j}$$

- Calculer la valeur de l'entreprise :

$$V = A + GW$$

#### INTÉRÊTS

- Méthode mixant le passé (Actif Net Corrigé) et le futur (Rente du surprofit).
- Constitue un tremplin entre la méthode de l'ANC et les méthodes de flux et représente une première tentative de valorisation de l'activité.

#### INCONVÉNIENTS

- Reste malgré tout tournée vers l'accumulation de richesse dans le passé.
- Valorise un investissement en patrimoine industriel et non en actions (comme la méthode de l'Actif Net Corrigé).
- Détermine la valeur des incorporels internes à l'entreprise par un raisonnement externe (investisseur).
- Repose sur un support théorique approximatif : traitement différencié de la fiscalité, à la fois en dedans et au-dehors de l'entreprise, abstraction de la structure juridique.

#### REMARQUES

- Utilisée fréquemment pour les PME non cotées.
- D'autres méthodes de calcul du Goodwill existent.

## EXEMPLE

La société Exemple dont nous avons précédemment déterminé la valeur par la méthode de l'Actif Net Corrigé présente, en année 0, le compte de résultat suivant :

Chiffre d'affaires	:	785	Résultat Exceptionnel	:	0
Résultat d'Exploitation	:	55	Participation	:	2
Résultat Financier	:	- 5	IS	:	17
			Résultat net	:	31

Il appelle les remarques suivantes :

- des achats ont été réalisés en année 0 auprès d'une société sœur, aujourd'hui cédée, pour 77, et ce à un prix de 10 % supérieur à celui du marché.
- Exemple n'a plus depuis la fin de l'année 0 de relations commerciales avec cette affaire.
- la masse salariale de l'année 0 inclut une indemnité de départ exceptionnelle versée à un cadre pour un montant de 3.
- Exemple a reçu en année 0 le règlement d'une créance provisionnée en année - 2 à hauteur de 4. Il a été enregistré en "Autres Produits".
- la société a enregistré le coût du dédommagement d'un client, suite à la perte d'un long procès, en Autres Charges pour un montant de 3.

Enfin, la société Exemple dispose, d'une bonne visibilité sur 5 ans et prévoit avec réalisme et fiabilité une évolution de son Résultat Net Récurrent de 10 % par an sur cette période. Il sera ensuite constant. La société distribue chaque année 20 % du résultat net de l'exercice échu.

### Détermination du résultat récurrent de l'année 0

Résultat Net Comptable (0)	+ 31
Corrections Brutes	
. Economies sur approvisionnements	+ 8
. Economies sur Masse Salariale	+ 3
. Annulation du Recouvrement non récurrent	- 4
. Annulation du Dédommagement	+ 3
Total des Corrections Brutes	+ 10
Incidences Fiscales	
. Economies sur Approvisionnements	- 3
. Economies sur Masse Salariale	- 1
. Annulation Recouvrement	+ 1
. Annulation Dédommagement	- 1
Total Incidences Fiscales	- 4
Total Corrections Nettes	+ 6
Résultat Net Corrigé Récurrent (0)	+ 37

## Détermination du Résultat Net Récurrent Prévisionnel

Nous le déterminerons par croissance de 10 % l'an à partir du Résultat Net Corrigé de l'année 0.

	Année (0) Corrigé	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
B	+ 37	+ 41	+ 45	+ 49	+ 54	+ 60

### Détermination de la rente du surprofit

L'Actif Net Corrigé hors incorporels est de :  $175 - 8 = 167$

Le taux sans risque se situe à : 6 %

Ainsi :  $iA = 167 \times 6\% = 10$

$$\beta - \alpha$$

	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Résultat net Corrigé	+ 41	+ 45	+ 49	+ 54	+ 60
Rendement sans risque	10	10	10	10	10
Surprofit	+ 31	+ 35	+ 39	+ 44	+ 50

### Détermination du Goodwill

La visibilité étant bonne et les prévisions réputées fiables, on peut se limiter à une prime de risque de 50 %.

Le taux d'actualisation sera donc de :

$$\hat{t} = 6 + (6 \times 50\%) = 9\%$$

$$GW = \frac{31}{(1,09)} + \frac{35}{(1,09)^2} + \frac{39}{(1,09)^3} + \frac{44}{(1,09)^4} + \frac{50}{(1,09)^5}$$

$$GW = 152$$

La valeur de la société ressort ainsi à :

$$V = 167 + 152 = 319$$

La valeur de la société calculée par les autres méthodes du Goodwill aurait été de :

Méthode des Praticiens :

$$V = \frac{167 + (37 / 0,06)}{2} 392$$

Méthode des Anglo-Saxons avec  $t = 2,5i$

$$V = 167 + \frac{1}{(0,06 \times 2,5)} (37 - [0,06 \times 167])$$

$$V = 347$$

Méthode de l'Union des Experts Comptables avec  $t = 9\%$

$$a_n = \frac{1}{0,09} \left[ 1 - \left( \frac{1}{1,09} \right)^5 \right] = 3,89$$

$$V = \frac{167 + (3,89 \times 37)}{1 + (0,06 \times 3,89)}$$

$$V = 252$$

## LES CLÉS DU BANQUIER

Les remarques faites à l'occasion de la méthode de l'Actif Net Corrigé s'appliquent bien évidemment à la méthode du Goodwill dont l'objet n'est autre que de valoriser les éléments incorporels en sus de cette méthode.

D'autre part, nous ne pouvons que mettre l'accent sur le caractère mouvant du Goodwill qui représente la valorisation d'une sur-rentabilité future donc potentielle.

En réalité, la validité et la pertinence du Goodwill reposent sur les hypothèses qui ont été retenues en terme :

- de prévisions qui se doivent d'être réalistes, fiables et cohérentes avec l'évolution passée de la société, avec ses moyens et bien sûr avec la tendance de son marché ;
- de durée qui doit rester raisonnable, crédible et en rapport avec l'objet valorisé ;
- de taux qui doit inclure une prime de risque conforme aux usages des professionnels.

Ainsi, dans l'analyse critique que le banquier est amené à réaliser face à une demande de financement d'une opération d'acquisition, il peut valablement supposer et raisonner comme si ce Goodwill ne représentait que la valeur du Fonds de Commerce de l'entreprise.

L'exemple précédent met en relief l'importance relative considérable que peut prendre le Goodwill dans la valeur lorsqu'il s'agit de sociétés de services disposant de peu d'actifs mais d'une belle rentabilité prévisionnelle.



## CHAPITRE I

### Principe des méthodes comparatives

Les méthodes comparatives reposent sur un concept simple :

Des sociétés comparables se valorisent sur la base de critères proches voire identiques,

et sur une démarche empirique :

Pour déterminer la valorisation d'une entreprise, on lui applique des règles, usages, critères ou ratios extraits de références de valorisation connues d'un échantillon d'entreprises comparables.

Avant d'aborder les moyens et le processus d'évaluation, il est important d'expliciter des notions qui ont du interpeller le lecteur attentif.

- qu'entend-on par sociétés comparables ?
- que sont ces références de valorisation connues ? Où les trouve-t-on ?

#### 1. LES ENTREPRISES COMPARABLES

Une entreprise n'est pas un bien de grande consommation, et il est impossible d'imaginer pouvoir trouver deux entreprises identiques, comme ce serait le cas de voitures, de stylos ou de boissons.

Nous l'avons déjà dit, quelle que soit son activité, l'entreprise est constituée de femmes et d'hommes que l'on ne peut retrouver nulle part ailleurs.

La démarche de l'évaluateur est donc de rechercher des entreprises dont la valeur est connue, présentant des similitudes avec celle qu'il étudie, et de hiérarchiser l'importance de ces similitudes.

Sans qu'il n'y ait de règles précises en la matière, cette hiérarchisation relève de quelques principes fondamentaux.

L'échantillon de sociétés comparables ne peut être constitué que d'entreprises d'un même secteur exerçant des métiers similaires et vendant à une clientèle du même type. Elles doivent être confrontées à des cycles, des jeux et un environnement proches, à défaut d'être identiques. Ce serait un non sens que de comparer une compagnie d'assurances à une entreprise de grande distribution, et bien peu fiable de comparer un constructeur automobile à un avionneur.

L'enjeu économique, le secteur, le métier, les produits, le type de clientèle constituent des paramètres essentiels de similitude.

Lorsque ces paramètres fondamentaux sont réunis, l'échantillon est, si possible, réduit en utilisant la structure de débouchés tant en terme sectoriel que géographique, des éléments financiers comparables, tels la taille, la structure bilancielle ou les ratios de productivité.

Dans la pratique, il est très difficile d'aller beaucoup plus loin. Retenons toutefois qu'il est toujours préférable d'avoir peu d'entreprises comparables, mais qui le soient vraiment, qu'un échantillon vaste qui le soit peu.

## 2. LES RÉFÉRENCES DE VALORISATION

L'esprit des méthodes comparatives consiste à s'adosser sur des entreprises comparables dont les valeurs sont connues pour définir et estimer la valeur de l'entreprise que l'on cherche à évaluer.

Ces valeurs de sociétés comparables constituent les références de valorisation connues.

L'évaluateur cherche à constater *a posteriori* des règles de valorisations pour ces entreprises et, en les appliquant à l'entreprise qu'il étudie, il en déduit sa valeur.

La première source de références de valorisation d'entreprises est bien sûr le marché des fusions-acquisitions.

C'est là que l'on trouve, lorsqu'ils sont publics, les prix des transactions de sociétés comparables.

Les références de valorisation que l'on peut en extraire, et les informations qui en découlent présentent des avantages certains :

- elles sont concrètes et collent bien à la réalité du marché des entreprises, donc de leur valeur,
- elles correspondent, ou du moins pour une large partie d'entre elles, à des opérations industrielles,
- elles sont la résultante de négociations multipartites et correspondent, en principe, à l'optimum que le vendeur a obtenu des consultations, en général nombreuses, effectuées.

Malgré tout, elles ne reflètent qu'une partie de la transaction. Pour comprendre, interpréter, juger et valider un prix réel de transaction, il faudrait disposer de l'ensemble du contenu de l'accord passé entre les parties. Il faudrait avoir connaissance des modalités et conditions éventuelles du prix, des conditions de paiement, du contenu de la garantie de passif concédée à l'acheteur, des avantages ou protections accordés au vendeur. Cet environnement d'une transaction est largement développé dans la troisième sous-partie du présent ouvrage.

La seconde source de références de valorisation, qui est aussi la plus sollicitée, est le marché boursier, ou pour être plus précis, les marchés boursiers.

En effet, le cours d'une action constitue le prix que les investisseurs du marché boursier lui accorde.

La valeur de la société cotée appelée également Capitalisation Boursière devient alors :

Capitalisation Boursière = Cours de Bourse × nombre d'actions de la société

Trois remarques importantes s'imposent à ce stade :

➤ le cours de Bourse est une grandeur fluctuante qui varie au gré des achats et des ventes des investisseurs. Sa valeur change à chaque instant, et avec elle, celle de l'entreprise. Ainsi, pour réduire, à défaut d'annuler, ce caractère volatile, on recherche des cours moyens pondérés par les volumes sur différentes périodes.

Ce peut être le cours moyen du dernier mois, des trois, six ou douze derniers mois.

- le cours d'une action n'est véritablement représentatif de son prix que si l'action fait l'objet d'un large marché. Il ne faut retenir dans les échantillons que des sociétés pour lesquelles des volumes importants d'actions sont journallement échangés.
- le marché boursier est un marché d'investisseurs minoritaires et le cours d'une action se trouve fortement stimulé en cas d'OPA. La hausse moyenne dans ce cas est de l'ordre de 25 %. Cet écart constitue le prix du pouvoir.

Par ailleurs, le marché boursier est un marché liquide. Un actionnaire peut y céder ou y acheter des actions à tout moment. De la même manière que le pouvoir a son prix, la liquidité a le sien. Il est estimé en comparant les prix des transactions sur des sociétés cotées et non cotées à un niveau équivalent. Il faut donc veiller à retenir des cours significatifs (volume des transactions sur le titre) et cohérents (vis-à-vis des moyennes de cours) avec l'objectif poursuivi.

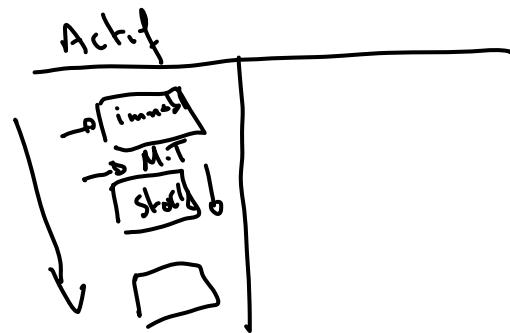
Une majorité non liquide est comparable à une autre majorité non liquide ou à une minorité liquide. Une majorité liquide est comparable à une autre majorité liquide. Une minorité non liquide fait l'objet d'une décote par rapport à une majorité non liquide ou par rapport à une minorité liquide. Elle subit une double décote par rapport à une majorité liquide.

Ainsi, le marché boursier donne en temps réel les valeurs des sociétés qui y sont cotées et qui servent alors de références de valorisation.

La difficulté pour l'évaluateur est de trouver des sociétés comparables telles que nous les avons définies et très souvent la recherche est étendue à d'autres marchés boursiers. C'est ainsi qu'il est très fréquent de rechercher des sociétés cotées comparables sur le marché britannique, allemand et surtout américain. C'est en ce sens que nous parlions de marchés boursiers au pluriel.

Nous attirons l'attention du lecteur, sur un point qui sera développé par la suite, dans la méthode du PER. Lorsque l'on retient dans un échantillon des entreprises cotées sur d'autres marchés boursiers, on intègre des distorsions liées aux différences :

- de comportement de ces marchés,
- de cycles des économies domestiques souvent prépondérantes dans l'activité des entreprises locales,
- de niveau des taux d'intérêts,



- d'attitudes et d'habitudes des acteurs et de l'environnement économique,
- de règles fiscales,
- de constitution des agrégats comptables.

Ces différenciations doivent être, dans la mesure du possible, neutralisées pour bien conserver, ce qui est l'objectif premier, des bases réellement comparables.



## CHAPITRE II

## Price Earning Ratio (PER ou P/E)

Cours / BPA

## 1. PRINCIPE

Le Price Earning Ratio généralement noté dans la presse financière et économique PER ou P/E, a trouvé son origine sur le marché boursier. Il représente le quotient entre le cours de l'action et le bénéfice par action (Résultat Net Retraité divisé par le nombre d'actions) très fréquemment noté BPA.

Soit : 
$$\text{PER} = \frac{\text{Cours}}{\text{Bénéfice par Action}}$$

Bien évidemment, le cours de l'action peut s'écrire :

$$\text{Cours} = \text{PER} \times \text{Bénéfice par Action},$$

et en multipliant les deux cotés de l'équation par le nombre d'actions de la société, l'on obtient :

$$\text{Capitalisation Boursière} = \text{PER} \times \text{Résultat Net Retraité}$$

Soit : 
$$\text{CB} = \text{PER} \times \text{B}$$

Ainsi, la valeur de l'entreprise peut s'écrire comme le produit du PER par le Résultat Net Retraité.

Dans l'esprit des méthodes comparatives, un PER sectoriel est estimé au travers d'un échantillon de références de valorisation connues comparables à l'entreprise que l'on cherche à évaluer, et son application au résultat de cette dernière permet d'en réaliser une évaluation.

Ainsi :

$$V_0 = \text{PER} \times B$$

Avec :

$V_0$  = Valeur de l'entreprise

PER = PER sectoriel

B = Résultat Net Retraité de l'Entreprise

Ceci étant dit, la cause est loin d'être entendue :

- comment détermine-t-on le PER sectoriel ? Si nous avons vu la méthodologie qui conduit au choix d'un échantillon de sociétés comparables, nous avons également évoqué la nécessité d'effectuer des corrections en ce qui concerne les références cotées sur d'autres places boursières. Nous avons souligné la volatilité du cours d'une action qui se répercute bien entendu sur le PER (quotient entre le Cours et le Bénéfice par Action) ;
- quel Résultat Net Retraité faut-il retenir ? Celui de l'année échue (année 0), celui qui est anticipé pour l'année en cours (année 1), celui qui est prévu pour l'année suivante (année 2) ?

Aussi décevant que cela puisse être, il n'y a pas de réponses théoriques à ces questions mais, en revanche, une approche pragmatique et empirique apporte la solution.

### Notion de PER sectoriel

Dans la pratique, il n'existe pas de PER sectoriel *stricto-sensus*. Un secteur économique est trop vaste et constitué de trop de cas spécifiques, certes reliés par quelques tendances lourdes, pour qu'il puisse se dégager un mode de valorisation généralisé.

C'est d'ailleurs tout le sens de notre démarche qui consiste à définir un échantillon de sociétés comparables dont l'appartenance sectorielle n'est qu'un paramètre, au demeurant essentiel.

Ainsi, le PER sectoriel de l'entreprise que l'on cherche à valoriser, est celui qui se dégage de l'échantillon de sociétés comparables, comme étant un facteur déterminant de leur valorisation.

C'est donc l'évaluateur lui-même qui estime le PER sectoriel de l'entreprise qu'il évalue.

Pour ce faire, il collecte pour l'ensemble des sociétés de l'échantillon :

- les cours de Bourse. Toutefois, il est rare de retenir des cours instantanés, par nature trop volatils, et l'évaluateur retient plusieurs cours moyens pondérés par les volumes échangés (1, 2 ou 3 mois). Il arrive dans des cas spécifiques d'examiner également des cours moyens plus longs (6 voire 12 mois).
- les BPA (Bénéfices par Action) de plusieurs exercices, en général ceux de l'année 0, de l'année 1 et de l'année 2.

Le PER sectoriel est celui qui permet l'émergence d'une zone de cohérence.

L'exemple ci-dessous devrait aider le lecteur dans la compréhension du propos.

Nous cherchons à estimer une entreprise X non cotée.

Considérons un échantillon de références de valorisation connues comparables à X, constitué de trois sociétés (A, B, C).

➤ A est une société cotée qui présente les caractéristiques suivantes :

• Cours moyen à :	1 mois	250
	3 mois	300
	6 mois	200
	12 mois	150
• Bénéfice par Action de :	année 0 (connu)	15
	année 1 (estimé)	20
	année 2 (estimé)	25

➤ B est une société cotée qui présente pour sa part les caractéristiques suivantes :

• Cours moyen à :	1 mois	52
	3 mois	48
	6 mois	50
	12 mois	45
• Bénéfice par Action de :	année 0 (connu)	4
	année 1 (estimé)	5
	année 2 (estimé)	6

\* Cours moyen signifie moyenne pondérée par les volumes échangés des cours observés sur les dernières cotations de la période.

- C est une société non cotée très récemment cédée pour un prix de 100 par action.  
C présente les caractéristiques suivantes :

• Bénéfice par Action de :	année 0 (connu)	8
	année 1 (estimé)	10
	année 2 (estimé)	12

Le tableau des PER, en fonction des années et moyennes de cours se présente ainsi :

PER (0)*	A	B	C
Cours 1 mois	16,66	13	12,5
Cours 3 mois	20	12	12,5
Cours 6 mois	13,33	12,5	12,5
Cours 12 mois	10	11,25	12,5

PER (1)	A	B	C
Cours 1 mois	12,5	10,4	10
Cours 3 mois	15	9,6	10
Cours 6 mois	10	10	10
Cours 12 mois	7,5	9	10

PER (2)	A	B	C
Cours 1 mois	10	8,66	8,33
Cours 3 mois	12	8	8,33
Cours 6 mois	8	8,33	8,33
Cours 12 mois	6	7,5	8,33

Dans la pratique, on distinguera bien évidemment les références de marché boursier des références de transactions et l'on n'effectuerait pas de comparaisons incluant à la fois C et les deux autres sociétés. Les comparaisons se feront d'une part sur les sociétés cotées, et d'autre part, sur les références de transactions. La présentation ci-dessus n'a d'autre but que de simplifier la démarche pédagogique.

Il apparaît sur ces trois sociétés références une zone de cohérence sur un cours moyen à 6 mois (non significatif pour C) et le Bénéfice par Ac-

\* PER basé sur le BPA de l'année 0.

tion attendu de l'exercice en cours (année 1). Cette zone de cohérence fait ressortir un multiple (un PER) de 10.

L'action de la société X peut être évaluée à 10 fois le Bénéfice par Action attendu pour l'exercice en cours (année 1).

La valeur de X peut donc être estimée à 10 fois le Résultat Net Retraité attendu en année 1.

Le PER sectoriel de l'entreprise X est de 10 sur le Résultat Net Retraité de l'année 1.

Ainsi, un PER doit être rattaché à un exercice. On parle de PER (n), PER sur le résultat net retraité de l'année n. Le PER (n) résulte d'une constatation effectuée a posteriori sur un certain nombre de références de valorisation connues et comparables à la société évaluée.

Précisons toutefois qu'il arrive que la notion de PER sectoriel soit étendue au-delà de la notion de comparabilité à laquelle nous nous sommes attachés. Les analystes boursiers déterminent parfois des PER moyens par secteur économique appelés également PER sectoriels. Leur degré de précision est très inférieur à celui que nous avons développé et ils ne servent pas de support pour réaliser des évaluations.

$$P E R = \frac{\text{Cours}}{\text{Bce}} = 10$$

$$\text{Cours} = 10 \times \text{Bce}$$

port pour réaliser des évaluations.

### Notion de PER relatif

Nous avons laissé en suspens le problème de la comparaison de sociétés cotées sur des places différentes, et par la même, celui de conversion d'un PER d'une place étrangère en PER correspondant sur le marché français.

Pour le résoudre, la démarche logique au demeurant, consiste à considérer que le PER moyen de chaque place boursière, c'est-à-dire la moyenne des PER des valeurs cotées sur cette place, intègre parfaitement ses caractéristiques propres. Précisons qu'il s'agit des PER rattachés à une même année de résultat, sans quoi, nous l'avons vu, la notion de PER ne signifie rien.

Ainsi, le quotient entre les PER moyen de deux places différentes constitue le vecteur de conversion, l'instrument de passage de l'une à l'autre.

Ce quotient est nommé PER relatif d'une place boursière par rapport à une autre.

Le PER relatif du marché français par rapport au marché américain est donc le quotient entre le PER moyen du marché français et le PER moyen du marché américain.

$$\text{PER relatif France par rapport aux US} = \frac{\text{PER moyen du marché français}}{\text{PER moyen du marché américain}}$$

Le PER équivalent, sur le marché français, du PER d'une société américaine est le PER de cette société américaine multiplié par le PER relatif France/US, c'est-à-dire divisé par le PER moyen du marché américain multiplié par le PER moyen du marché français.

En retenant un PER moyen du marché français de 20, un PER moyen du marché américain de 18, le PER comparable aux PER des sociétés françaises d'une société américaine ayant un PER de 12 est de :

$$\frac{12 \times 20}{18} = 13,33$$

Dans cet exemple, le PER relatif du marché français par rapport au marché américain est de :  $20/18 = 1,11$ .

Réciproquement, le PER relatif du marché américain par rapport au marché français est de :  $18/20 = 0,90$ .

La notion de PER relatif est utilisée au-delà des différenciations de place boursière. On parle également pour les valeurs cotées de :

- PER relatif sectoriel : PER sectoriel / PER moyen du marché
- PER relatif d'une société : PER société / PER moyen du marché
- PER relatif d'une société dans son secteur : PER société / PER sectoriel

L'intérêt de ces ratios est bien évidemment de visualiser le positionnement boursier relatif de tel secteur ou de telle société.

## 2. LIMITES

Le PER est la référence universelle de l'évaluation et toute définition de valeur se traduit par un PER.

De ce point de vue, on pourrait penser que cette méthode est la plus utilisée.

Toutefois, la grande question est de savoir si ce PER est moteur de la valeur ou s'il en est déduit. Calcule-t-on le PER avant ou après la valeur ? Dans le

premier cas, le PER constitue une approche d'évaluation ; en revanche, dans le second cas, il ne fait que constater un multiple issu d'une valorisation donnée.

Quoiqu'il en soit, cette méthode d'une mise en œuvre très simple présente de réelles insuffisances. Elle manque cruellement de précision et n'intègre à aucun moment l'entreprise, ce qu'elle est, ce qu'elle possède, ce qu'elle est susceptible de devenir. Le patrimoine n'intervient nullement, pas plus que les besoins et les perspectives de l'entreprise. Elle ne repose que sur le résultat net retraité.

**Pourtant, elle permet de se faire une opinion simple et au fond, pas si stupide de la valeur d'une entreprise. Elle constitue à n'en pas douter un excellent garde-fou. Un PER déconnecté du marché doit pouvoir s'expliquer. La méthode du PER est un bon outil de validation des autres méthodes.**

Nous verrons lors des méthodes de flux financiers, que l'on peut établir une forte corrélation entre PER et taux d'intérêts.

# exercise PER

mardi 22 novembre 2022 8:43 AM



exercise  
PER

## EXEMPLE

" "

L'échantillon de sociétés comparables à Exemple est constitué de deux sociétés françaises (A et B) et d'une société américaine (C) qui présentent sur leurs marchés boursiers respectifs les caractéristiques suivantes :

	PER (0)	PER (1)	PER (2)
A	18	11	10
B	12	10,5	7
C	12	10	8

Base : cours moyen des six derniers mois

Le PER relatif du marché parisien par rapport au marché new-yorkais, lieu de cotation de C, est de 1,2 sur l'année 0, il est de 1,11 sur l'année 1 et de 1,05 sur l'année 2.

" "

### Détermination de la valeur de Exemple

Il convient tout d'abord de convertir, à l'aide du PER relatif du marché parisien par rapport au marché new-yorkais, les PER de C :

	PER (0)	PER (1)	PER (2)
C (corrigé de l'écart de place) soit	$12 \times 1,2$ 14,4	$10 \times 1,11$ 11,1	$8 \times 1,05$ 8,4

La structure de PER comparables devient donc :

	PER (0)	PER (1)	PER (2)
A	18	11	10
B	12	10,5	7
C (corrigé)	14,4	11,1	8,4

La zone de cohérence peut être située sur un PER(1) de 11.

La zone de cohérence peut être située sur un PER(1) de 11.

Ainsi, la valeur de Exemple peut être estimée à 11 fois son Résultat Net Retraité attendu à la fin de l'exercice 1,

soit :

$$11 \times 41 = 451$$

# la méthode de fisher

mardi 6 décembre 2022 2:26 PM



la méthode  
de fisher

# **LES MÉTHODES DE FLUX FINANCIERS**

## **Introduction**

Nous avons à ce stade examiné deux familles de méthodes d'évaluation :

- les méthodes patrimoniales qui se fondent sur la valeur réelle des actifs et dettes existantes et latentes de l'entreprise pour déterminer sa valorisation. Les incorporels immobilisés ou pas sont pour leur part valorisés par les méthodes du Goodwill.
- les méthodes comparatives qui consistent à rechercher des sociétés cotées comparables, donc à s'en remettre au marché, pour en extraire des ratios cohérents de valorisation de la société étudiée ;

Ainsi, nous avons fait appel aux valeurs marchandes des biens et des dettes et à l'opinion globale du marché des actions. Il nous reste à approfondir la position des investisseurs.

C'est l'objet des méthodes de flux financiers dont la base historique mais aussi théorique est la méthode de Irvin Fisher par laquelle nous allons logiquement commencer.

# CHAPITRE I

## Méthode de Fisher

### 1. PRINCIPE

Irvin Fisher calque son raisonnement sur celui d'un investisseur à vocation purement financière et dont le seul objet est de **placer au mieux ses capitaux**.

Le pouvoir industriel, et l'industrie elle-même ne sont pas impliqués dans la logique de l'investisseur qui s'apparente clairement à un opérateur du marché boursier.

Cette position nous l'avons vu dans l'examen des méthodes comparatives relève d'une position liquide minoritaire.

Ainsi, notre investisseur s'intéresse au **marché boursier** et souhaite y réaliser des placements plus ou moins longs. Bien évidemment, conscient qu'il s'agit d'opérations financières risquées (volatilité des cours, sensibilité aux taux longs, risques inhérents aux secteurs et aux sociétés elles-mêmes), il souhaite en retirer une **rentabilité estimée** relativement **importante**, et quoi qu'il en soit plus importante que s'il n'avait pris aucun risque par exemple en investissant ses capitaux en emprunts d'Etat.

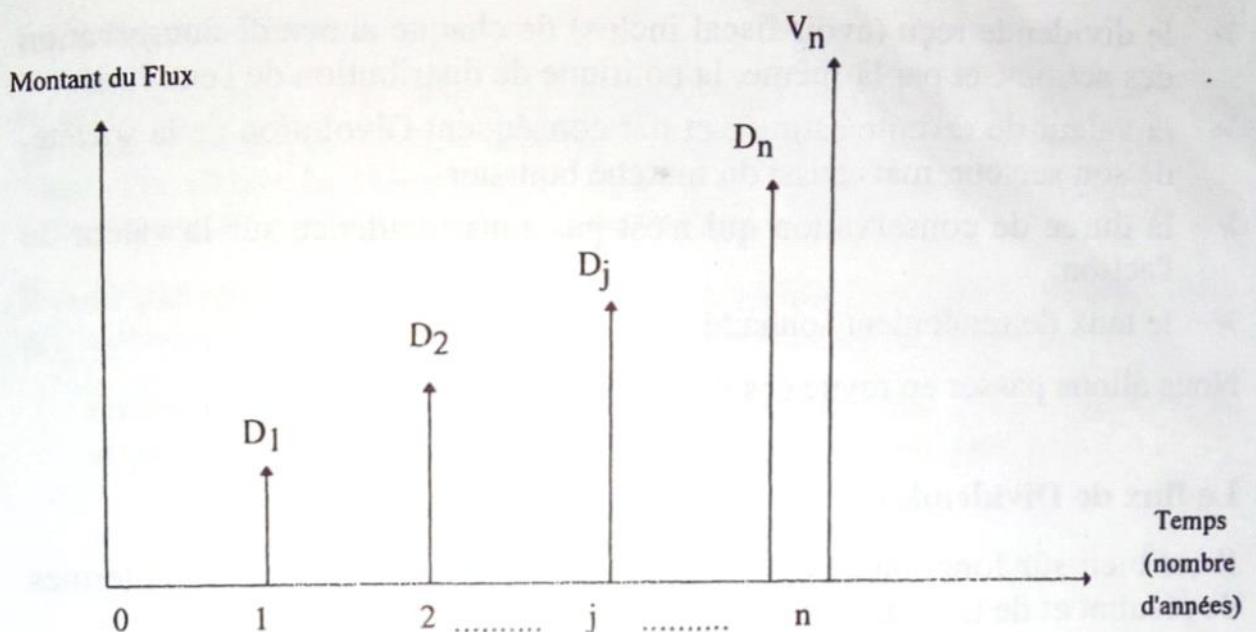
Nous reviendrons plus tard sur cet épineux problème du taux de rendement, et retenons pour le moment que le taux souhaité par l'investisseur est :  $t$ .

Ainsi, l'investisseur définit son prix d'achat unitaire, la valeur qu'il accorde à l'action visée comme la **valeur actuelle des revenus qu'il espère en retirer**. Cette valeur est donc fonction :

- **des revenus futurs bruts attendus,**
- **de leur valeur actuelle, donc du taux de rendement souhaité.**

Les revenus qu'il peut attendre d'un achat d'actions sont constitués des **dividendes, avoirs fiscaux compris et de la valeur de revente**, espérés.

Le graphique ci-dessous représente ces flux de revenus pour un investissement en année 0 et une revente en année  $n$ .



avec :

$D_j$  = Dividende avoir fiscal compris attendu en année  $j$ ,

$V_n$  = Valeur de revente en année  $n$ .

Le prix maximum ( $V_0$ ) que l'investisseur **accepte de payer** est donc la valeur actuelle des flux financiers qu'il recevra dans le futur. Le taux d'actualisation **minimum est le taux de rendement qu'il escompte**, à savoir  $t$ .

Ainsi :

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+t)} + \frac{D_2}{(1+t)^2} + \dots + \frac{D_j}{(1+t)^j} + \dots + \frac{D_n}{(1+t)^n} + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

Soit :

$$V_0 = \left[ \sum_{j=1}^n \frac{D_j}{(1+t)^j} \right] + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

ANC  
 Goodwill  
 PER  
 Fisher

Remarquons que les actualisations sont réalisées sur des nombres entiers d'années. Dans la pratique, il faut appliquer pour l'actualisation des durées éventuellement fractionnées qui correspondent à la période réelle d'attente

du flux. Ceci étant, nous ne reviendrons pas sur ce point et raisonnerons toujours sur des durées entières.

Selon la méthode de Fisher, la valeur actuelle ( $V_0$ ) de l'entreprise est donc fonction de plusieurs paramètres qui influencent sensiblement le montant obtenu.

- le dividende reçu (avoir fiscal inclus) de chaque année de conservation des actions, et par là-même, la politique de distribution de l'entreprise,
- la valeur de revente estimée et par conséquent l'évolution de la société, de son secteur, mais aussi du marché boursier,
- la durée de conservation qui n'est pas sans incidence sur la valeur de l'action,
- le taux de rendement souhaité.

Nous allons passer en revue ces différents paramètres.

## Le flux de Dividendes

Il est bien sûr fonction des prévisions annoncées par l'entreprise en termes de résultat et de taux de distribution.

Toutefois, les entreprises restent très avares de ce type d'informations et les opérateurs cherchent donc à estimer la distribution future de dividende en s'appuyant sur :

- les prévisions d'activité du secteur économique de l'entreprise, de l'entreprise elle-même et par conséquent sur ses prévisions de résultat,
- la politique de distribution passée qui, comme le montre l'examen de l'évolution des valeurs boursières, garde une régularité certaine dans le temps,
- les communications de l'entreprise,
- les notes des analystes.

Cette estimation du flux de dividendes peut apparaître très approximative. Elle l'est sans aucun doute, toutefois, l'examen du comportement des distributions des sociétés montre une profonde régularité en la matière.

## La durée

La durée est choisie par l'investisseur en fonction de ses contraintes et de ses objectifs patrimoniaux. Clairement, l'investissement au capital d'une entreprise tel que nous cherchons à le valoriser, s'inscrit dans le long terme et

nous parlons de plusieurs années. Cinq ans paraît un strict minimum, et des périodes de dix à quinze ans sont beaucoup plus adaptées, quitte à modéliser au delà de l'horizon visible. L'intervention dans la valeur immédiate de la valeur résiduelle renforce cette obligation.

### La valeur de Revente

La détermination de la valeur de revente met en relief une insuffisance certaine de Fisher qui, en fait, reporte le problème de la valorisation dans le futur. On utilise la valeur future estimée de la société ( $V_n$ ), et ce à long terme, pour déterminer sa valeur instantanée.

Il convient toutefois de remarquer le rôle régulateur que joue l'actualisation, et ce, avec d'autant plus de force que la durée retenue est longue.

Examinons, en effet, l'exemple de la société suivante pour laquelle nous supposons un achat immédiat  $V_0$  et une revente 5 ans plus tard :

Dividende annuel	:	5
Valeur de revente estimée	:	100
Taux de rendement souhaité	:	10 %

La valeur d'achat maximum est donc de :

$$V_0 = \frac{5}{1,1} + \frac{5}{(1,1)^2} + \frac{5}{(1,1)^3} + \frac{5}{(1,1)^4} + \frac{5}{(1,1)^5} + \frac{100}{(1,1)^5}$$

soit :

$$V_0 = 81$$

Plaçons-nous dans l'hypothèse d'une erreur d'estimation de 10 % sur la valeur de revente soit 90 au lieu de 100.

$V_0$  aurait été alors de : 75 selon le même calcul. L'erreur de 10 % sur  $V_n$  se traduit par une erreur de 7,4 % sur  $V_0$ .

Quoiqu'il en soit, revenons au problème de l'estimation de  $V_n$  qui, à ce stade, reste entier.

Il se résout, logiquement, par l'application à  $V_n$  d'une méthode d'évaluation classique.

Ce peut être la méthode de l'Actif Net Corrigé en année  $n$ . Son estimation se fait à partir de la valeur d'Actif Net Corrigé en année 0 à laquelle sont ajoutés

tés les résultats nets prévisionnels des années 1 à  $n$  et desquels sont retranchés les dividendes versés.

Ainsi : 
$$\text{ANC}(n) = \text{ANC}(0) + \sum_{j=1}^n B_j - \sum_{j=1}^n \frac{2}{3} D_j$$

avec :  $B_j$  = Résultat net de l'année  $j$

$D_j$  = Dividende avoir fiscal inclus de l'année  $j$ .

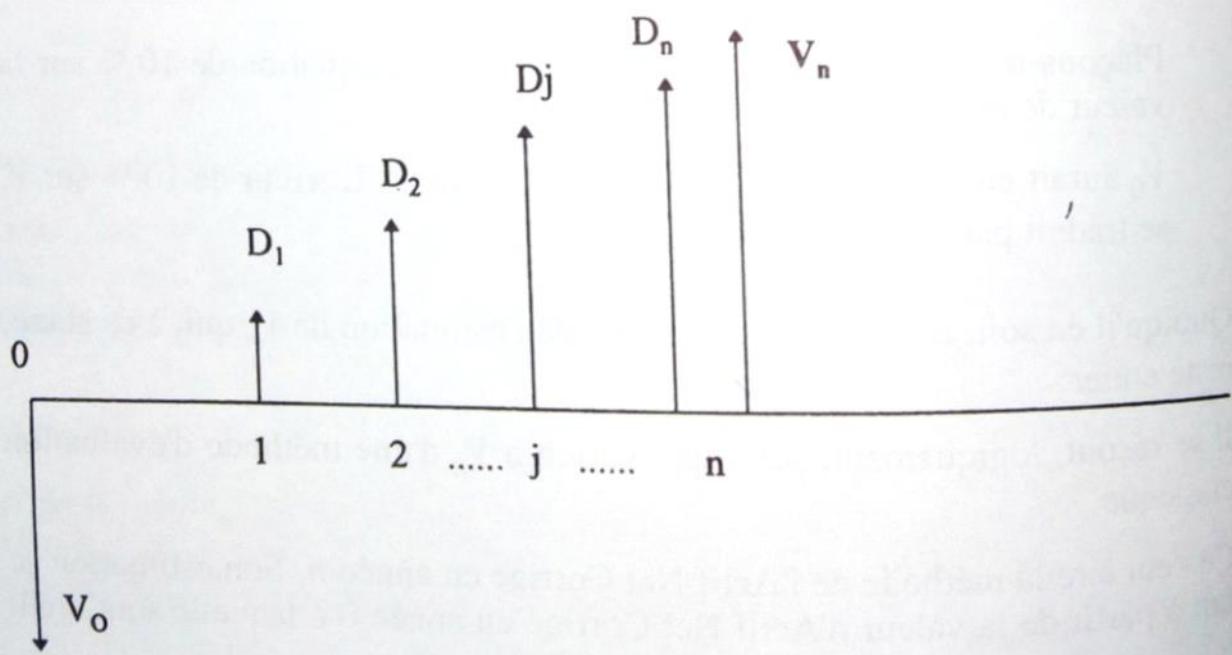
Remarquons que le dividende versé (hors avoir fiscal) représente les deux tiers du dividende avoir fiscal inclus.

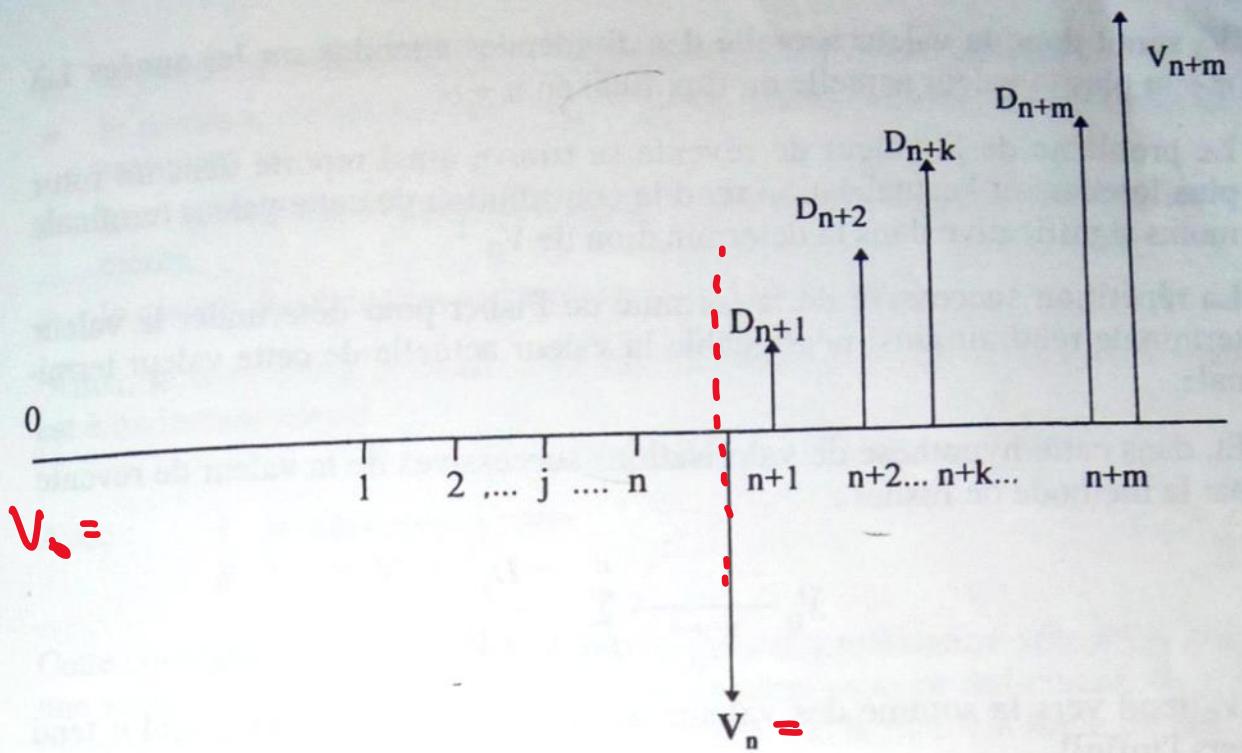
L'estimation de  $V_n$  peut être réalisée par une méthode du Goodwill. Dans un tel cas, il faudrait prendre une durée courte (3 ans maximum) pour déterminer la rente de surprofit qui s'étalerait ainsi de  $n+1$  à  $n+3$ , soit après l'année de revente.

$V_n$  pourrait être estimé par la méthode comparative du PER. En effet, en retenant une hypothèse de stabilité des taux longs, on pourrait supposer une faible déformation des PER. Nous verrons en effet au travers de la méthode de Gordon-Shapiro, la forte sensibilité des PER à ces taux, étant entendu que d'autres facteurs jouent un rôle dans la constitution des PER.

Ainsi, l'hypothèse de stabilité des PER permettrait d'estimer  $V_n$  par :  $P/E(0) \times B_n = V_n$  ou bien  $P/E(1) \times B_{n+1} = V_n$ .

Enfin, l'estimation de  $V_n$  pourrait être réalisée par la méthode de Fisher elle-même. Les schémas ci-dessous représentent une telle hypothèse dans laquelle nous supposons une revente  $m$  années plus tard soit en  $n+m$  :

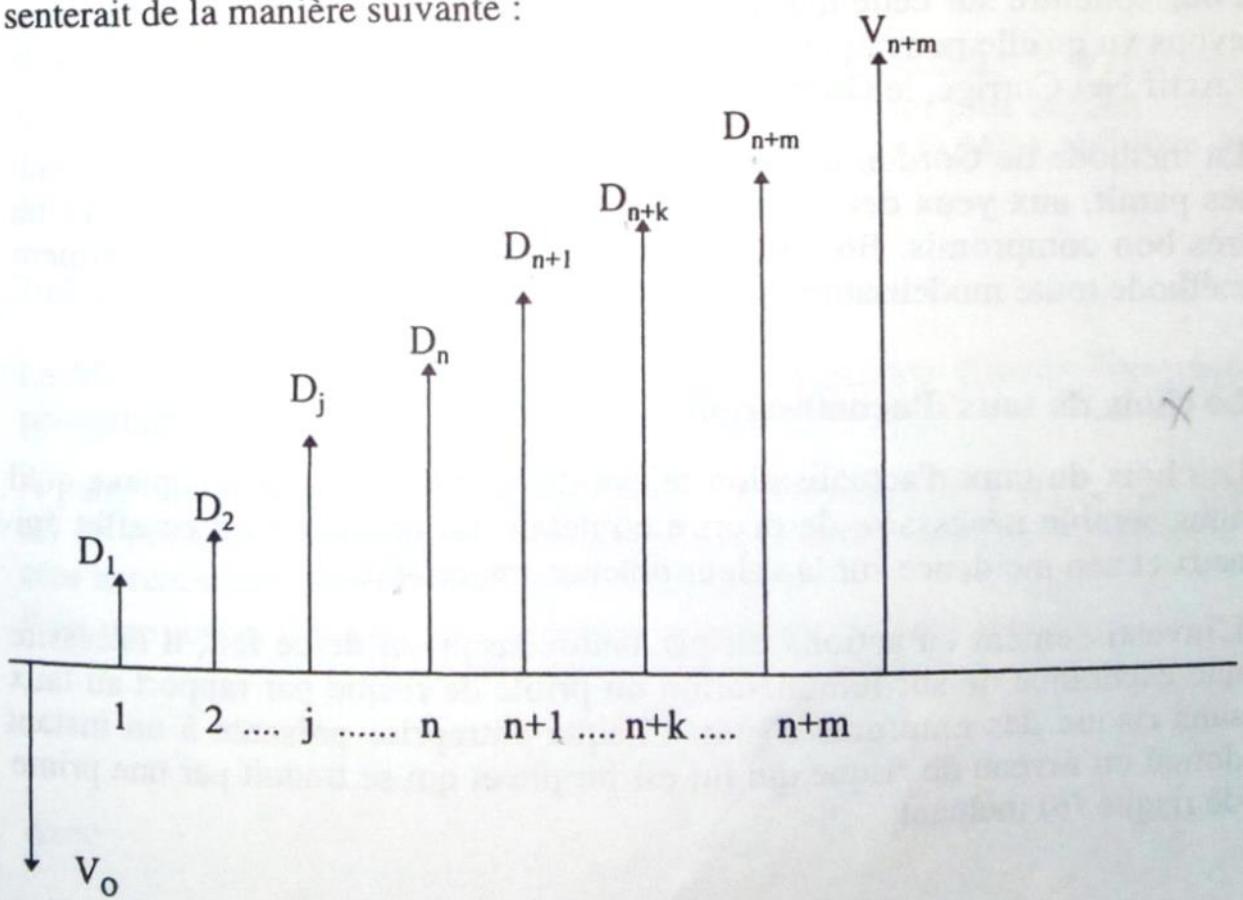




*Dans ce cas*  
Nous avons :

$$V_n = \left( \sum_{k=1}^m \frac{D_{n+k}}{(1+t)^k} \right) + \frac{V_{n+m}}{(1+t)^m}$$

Ainsi, en remplaçant  $V_n$  par les flux attendus entre  $n+1$  et  $n+m$ ,  $V_0$  se présenterait de la manière suivante :



$V_0$  serait donc la valeur actuelle des dividendes attendus sur les années 1 à  $n + m$  plus la valeur actuelle du flux final en  $n + m$ .

Le problème de la valeur de revente se trouve ainsi reporté dans un futur plus lointain, et l'actualisation rend la contribution de cette valeur terminale moins significative dans la détermination de  $V_0$ .

La répétition successive de la formule de Fisher pour déterminer la valeur terminale rendrait ainsi négligeable la valeur actuelle de cette valeur terminale.

Et, dans cette hypothèse de valorisations successives de la valeur de revente par la méthode de Fisher :

$$V_0 \xrightarrow{n \rightarrow \infty} \sum_{j=1}^n \frac{D_j}{(1+t)^j}$$

( $V_0$  tend vers la somme des valeurs actuelles des dividendes quand  $n$  tend vers l'infini).

étant entendu que  $\frac{V_n}{(1+t)^n} \xrightarrow{n \rightarrow \infty} 0$  ( $\frac{V_n}{(1+t)^n}$  tend vers 0 quand  $n$  tend vers l'infini).

Pour conclure sur cette question d'estimation de la valeur de revente, nous avons vu qu'elle pouvait être réalisée en utilisant une méthode classique telle l'**Actif Net Corrigé**, le **Goodwill**, le **PER**, **Fisher** elle-même.

La méthode de Gordon-Shapiro qui sera développée dans les pages suivantes paraît, aux yeux des auteurs et de beaucoup d'autres professionnels, un très bon compromis. Bien sûr, l'évaluateur peut substituer à cette dernière méthode toute modélisation qu'il jugerait plus adaptée.

### Le choix du taux d'actualisation

Le choix du taux d'actualisation relève d'une méthodologie complexe qu'il nous semble nécessaire de décrire en détail. Le problème est en effet épiqueux et son incidence sur la valeur obtenue importante.

L'investissement en actions est par nature risqué et de ce fait, il nécessite une espérance de sur-rémunération ou prime de risque par rapport au taux sans risque des emprunts d'Etat. Chaque entreprise présente à un instant donné un **niveau de risque** qui lui est propre et qui se traduit par une **prime de risque ( $p$ )** incluant :

- le risque du marché des actions (typologie de l'investissement),
- le risque sectoriel de l'entreprise (perspectives, position dans le cycle du secteur),
- le risque de l'entreprise elle-même (positionnement et structure financière),
- le niveau de rémunération attendu par l'investisseur.

Ainsi, le taux d'actualisation d'un investisseur pour une entreprise donnée est à un instant donné :

$$t = i + p,$$

Avec :       $i$  = taux sans risque  
                  $p$  = prime de risque

Cette constatation qu'il y aurait autant de taux d'actualisation possibles, pour une société donnée, que d'investisseurs ne nous procure nullement, en première approche, une vision claire et pertinente de la méthodologie de détermination du taux d'actualisation à retenir pour une entreprise donnée.

Pourtant, elle nous met sur la voie. Si l'on étudie les performances passées, sur de longues périodes, du cours des actions cotées (c'est-à-dire l'évolution de la valeur des sociétés cotées), l'on peut définir pour chacune d'elles les taux d'actualisation réellement obtenus par les investisseurs du marché, et en extrapoler les espérances de rémunération future.

Cette démarche a été entreprise par des analystes et a conduit à la construction de modèles dont nous allons ci-dessous présenter les plus utilisés soit le MEDAF (Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers) et le MPA (Modèle du Prix d'Arbitrage).

### *Utilisation du MEDAF (CAPM)*

Le MEDAF est un modèle d'optimisation de la gestion d'actifs financiers permettant l'arbitrage entre rendement et risque.

A partir des informations boursières (dividendes, cours) l'on peut, avec toutes les périodicités souhaitées calculer pour un grand nombre d'années passées le rendement annuel de chaque action cotée.

Pour une action  $x$ , le taux de rendement annuel de l'année  $j$  sera :

$$t_{xj} = \frac{D + (V_f - V_i)}{V_i}$$

Avec :

- $D$  = dividende (Avoir Fiscal inclus) distribué dans l'année  $j$   
 $V_i$  = valeur initiale en début d'année  $j$   
 $V_f$  = valeur finale en fin d'année  $j$   
 $t_{xj}$  = taux de rendement de l'action  $x$  en année  $j$ .

La moyenne géométrique de ces taux  $t_{xj}$  sur longue période permet d'obtenir le taux moyen  $t_x$  de rendement de l'action  $x$  (donc le taux d'actualisation réclamé sur cette action par le marché).

Ce taux  $t_x$  peut être, comme nous l'avons déjà dit, calculé **tous les jours**, **toutes les semaines**, **tous les mois**, et il est ainsi possible de disposer d'une série historique de taux d'actualisation réclamés sur la société.

Cette approche peut être étendue à l'ensemble des valeurs d'un secteur économique pour définir une série de taux d'actualisation réclamés sur un secteur, et enfin à l'ensemble du marché pour disposer d'une série de taux d'actualisation réclamés sur le marché boursier, c'est-à-dire de taux de rendement d'un portefeuille constitué par l'ensemble des actions du marché.

Le croisement de ces séries a permis de mettre en évidence une forte corrélation entre les taux d'actualisation réclamés sur les sociétés ( $t_x$ ), sur les secteurs ( $t_S$ ) et sur le marché ( $t_M$ ) qui, en régression, peut s'écrire sous la forme suivante :

$$\beta_x = \frac{t_x - i}{t_M - i}$$

Avec :

$$t_x = i + \beta_x (t_M - i)$$

$$= R_F + \beta_x (R_M - R_F)$$

$$R_F \cdot \frac{R_{risk}}{f_{free}}$$

$t_x$  = taux société

$i$  = taux sans risque (emprunts d'Etat)

$t_M$  = taux moyen du marché

$\beta_x$  = coefficient de risque de la société  $x$

prime du risque

Autrement dit, le rendement attendu sur une action du marché boursier s'exprime linéairement en fonction du risque du marché. Le  $\beta_x$  constitue le rapport entre la prime de risque de l'entreprise et celle du marché :

$$\beta_x = \frac{t_x - i}{t_M - i} = \frac{\text{prime société}}{\text{prime marché}}$$

Trois remarques doivent être faites à ce niveau :

- la corrélation en  $t_x$  et  $t_M$ , et donc la relative constance du coefficient de risque  $\beta_x$ , est sensiblement meilleure lorsque l'on utilise des taux défla-

$\pi_x$ , est sensiblement meilleure lorsque l'on utilise des taux défla-

tés. Bien évidemment, l'utilisation de taux déflatés implique de travailler en monnaie constante tandis que si l'on travaille en monnaie courante l'on utilise les taux inflatés.

Le lecteur trouvera en annexe PV6 les formules de passage des taux inflatés aux taux déflatés. A notre époque, l'inflation réduite que nous connaissons marginalise toutefois cet inconvénient.

- le facteur  $\beta_x [t_M - i]$  représente la prime de risque réclamée par le marché pour la société  $x$ , tout comme le terme  $(t_M - i)$  représente la prime de risque moyenne demandée par les investisseurs pour placer leurs capitaux sur le marché boursier.

Notons que  $\beta_x$  supérieur à 1 signifie que le marché réclame sur la société  $x$  une prime de risque ( $\beta_x (t_M - i)$ ) supérieure à celle du marché. Inversement,  $\beta_x$  inférieur à 1 signifie que la société inspire aux investisseurs un risque inférieur au risque moyen du marché.

- le coefficient tel que nous l'avons défini à ce stade mesure le risque de la société telle qu'elle est constituée, c'est-à-dire son activité et sa structure financière.

Ainsi, pour mesurer le seul risque de l'activité, et entre autre comme nous l'avons évoqué, pour rechercher des coefficients de risque sectoriels il est nécessaire de corriger les coefficients  $\beta$  de la structure financière, donc de l'endettement. Pour ce faire, nous utiliserons la formule ci-dessous pour la société  $x$  :

$$\beta_x = \left[ 1 + (1 - f) \frac{\text{Det}te}{V_0} \right] \beta_{x \text{ activité}}$$

ou bien :  $\beta_{x \text{ activité}} = \beta_x / \left[ 1 + (1 - f) \frac{\text{Det}te}{V_0} \right]$

Avec :

$\beta_x$	=	Coefficient de risque de la société $x$ avec son endettement
$f$	=	Taux d'impôt société (36 <sup>2/3</sup> % actuellement)
Dette	=	Dette Financière Nette de la Société
$V_0$	=	Valeur de la Société
$\beta_{\text{activité}}$	=	Coefficient de risque de la société $x$ sans endettement

Dans le cadre de l'évaluation d'une société non cotée, nous pourrons ainsi définir son coefficient de risque global à partir du coefficient de risque sec-

toriel (ou du coefficient de risque d'une société cotée comparable) sans endettement de la manière suivante :

$$\beta_x = \left[ 1 + (1 - f) \frac{\text{Dette}}{V_0} \right] \beta_s$$

$\beta_x$  =  $\beta$  recherché pour la société non cotée à évaluer  
(tenant compte de sa structure financière)

$f$  = Taux d'impôt société

Dette = Dette Financière Nette de la société non cotée à évaluer

$V_0$  = Valeur de la société non cotée à évaluer

$\beta_s$  =  $\beta$  désendetté de la société cotée comparable (ou du secteur)

Les auteurs, avant d'en terminer avec ce point souhaitent attirer l'attention du lecteur sur les quatre remarques suivantes :

- le coefficient  $\beta_x$  est fonction de la valeur de la société  $V_0$ . Il en va donc de même pour le taux d'actualisation et toute résolution implique par conséquent un processus itératif ;
- le coefficient avec endettement est bien supérieur au coefficient sans endettement. Le risque de la structure financière est identifié par cet écart ;
- l'évaluation d'une société cotée peut être menée de la même manière. La démarche consiste alors à rechercher un  $\beta$  théorique de cette société, à le comparer au  $\beta$  réel (celui du marché instantané) à comprendre d'éventuels décalages et, le cas échéant à valider ou non l'achat ou la vente de l'action cotée ;
- cette modélisation intègre bien le risque sectoriel et le risque de la structure financière de la société. En revanche, il élude le risque de positionnement de l'entreprise. Qu'elle soit cotée ou non, ce risque est difficilement quantifiable et fait l'objet d'une prime additionnelle subjective (positive ou négative). Ainsi, un  $\beta$  théorique inférieur au  $\beta$  réel peut s'expliquer par un positionnement défavorable de l'entreprise dans son secteur.
- La prime de risque du marché ( $t_M - i$ ) varie avec les places boursières mais hélas également, avec les analystes d'une même place. C'est ainsi qu'en France, il est estimé dans une fourchette de 3 à 4,5 %.

## *Utilisation du MPA*

Ce modèle plus complexe que le MEDAF introduit dans la détermination du coefficient  $\beta$  une approche multicritères alors que le MEDAF se contente d'une approche globale au travers du taux  $t_M$ , taux de risque moyen du marché.

Les paramètres du modèle du prix d'arbitrage sont :

- l'indice de la production industrielle,
- les taux d'intérêt à court terme,
- l'inflation à court terme,
- l'inflation à long terme,
- le risque de défaillance.

Chacun de ces paramètres identifie une composante de la prime de risque société par rapport à la moyenne du marché pour ce paramètre.

Pour conclure sur ce sujet délicat du choix du taux d'actualisation, nous pouvons dire que la détermination des primes de risque relève d'un processus complexe et les analystes fournissent aux opérateurs les coefficients de risque des sociétés cotées avec et sans endettement. On trouvera en annexe PV7 des exemples de prime de risque et de  $\beta$ .

Les évaluateurs peuvent ainsi déterminer les taux d'actualisation qu'ils recherchent en fonction des sociétés cotées ou non qu'ils évaluent :

$$t = i + \beta_s \left[ 1 + (1 - f) \frac{\text{Dette}}{V_0} \right] (t_M - i)$$

Avec :

$t$	= Taux d'actualisation
$i$	= Taux sans risque
$\beta_s$	= Coefficient de risque désendetté du secteur ou bien d'une société comparable
$f$	= Taux d'impôt (36 <sup>2/3</sup> %)
Dette	= Dette Financière Nette de la société à évaluer
$V_0$	= Valeur de la société à évaluer
$t_M$	= Taux moyen du marché boursier

Rappelons que la mise en œuvre de l'évaluation ne peut se faire que par un processus itératif, le taux d'actualisation des flux étant fonction de la valeur recherchée.

Pour des sociétés non cotées, peut être rajouté une prime fixe, par nature discutable, sensée intégrer un risque spécifique à l'entreprise. Il en va de même des sociétés cotées mal positionnées par rapport à leur secteur d'activité ou par rapport aux sociétés comparables.

Dans la pratique, concernant des sociétés non cotées de taille modeste pour lesquelles il s'avère difficile de trouver des bases de comparaisons fiables, les évaluateurs retiennent fréquemment des coefficients de risque  $\beta_s$  de l'ordre de 1,5 à 2. Ce niveau sous-entend un risque supérieur au marché (absence de liquidité, taille faible, etc.). Ainsi, le taux d'actualisation est :

$$t = i + 1,5 \left[ 1 + (1 - f) \frac{\text{Dettes}}{V_0} \right] (t_M - i)$$

\*  
\*      \*

Ainsi, après avoir :

- déterminé le flux de dividendes prévisionnels (avoirs fiscaux inclus),
- défini la durée de conservation du titre,
- estimé la valeur résiduelle (ou de revente),
- choisi le taux d'actualisation.

**la formule de Fisher peut s'écrire :**

$$V_0 = \left[ \sum_{j=1}^n \frac{D_j}{(1+t)^j} \right] + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

Avec :

- $D_j$  = Dividende avoir fiscal inclus attendu en année  $j$
- $n$  = Nombre d'années de conservation du titre
- $V_n$  = Valeur de revente estimée du titre en année  $n$   
(ANC avec ou sans GW, PER, Fisher, Gordon-Shapiro,  
modélisation)
- $t$  =  $i + \beta [t_M - i]$

**dont :**  $i$  = Taux de rendement des emprunts d'Etat  
 $t_M - i$  = Prime moyenne du marché  
 $\beta$  = Bêta estimé de la société

## 2. LIMITES DE LA MÉTHODE

La méthode de Fisher pose clairement la problématique d'un investisseur boursier soucieux de son rendement. Elle permet de visualiser concrètement la sensibilité de la valeur d'une action, donc d'une société, à sa politique de distribution, et à l'évolution des taux longs ( $i$  ou  $t$ ). Nombreuses sont les entreprises cotées qui ont augmenté leurs dividendes pour se protéger contre une OPA. Rappelons-nous l'exemple récent du groupe Forte dans sa lutte contre l'agression de Granada.

Mais, cette méthode nécessite une visibilité certaine sur les flux de dividendes futurs, et elle est très difficilement transposable à des PME non cotées dont la politique de distribution répond à d'autres impératifs.

De même, elle valorise très mal des sociétés en phase de croissance forte qui ont besoin de toutes leurs ressources et qui, par conséquent, distribuent peu. Il y a pourtant des stars de la cote qui sont dans cette situation, Microsoft, par exemple.

Elle transpose le problème de la valorisation dans l'avenir au travers de la valeur de revente. Certes, le principe de l'actualisation a un effet réducteur de l'erreur mais ceci nécessite une période longue qui renvoie au problème de la visibilité du dividende.

De plus, la valeur obtenue est sensible au taux d'actualisation retenu. Si nous avons vu les efforts importants de modélisation réalisés, une part d'aléas demeure en la matière.

Enfin, elle occulte les besoins de capitaux de l'entreprise comme le montre l'exemple ci-dessous :

Supposons une société dont les principales caractéristiques seraient les suivantes :

- croissance du chiffre d'affaires : ..... + 10 % l'an
- résultat net / CA : ..... 2 %
- taux de distribution constant : ..... 20 %
- BFR : 60 % du CA
- Investissement = Amortissement

	<b>Année 1</b>	<b>Année 2</b>	<b>Année 3</b>	<b>Année 4</b>	<b>Année 5</b>
CA	100	110	121	133	146
RN	2	2,2	2,4	2,7	2,9
Dividende	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6
Augmentation BFR	5,5	6,0	6,6	7,2	7,8
Variation Dette Nette	+ 3,9	+ 4,2	+ 4,7	+ 5	+ 5,5

La méthode de Fisher accorde à cette société une valeur. Remarquons que les méthodes comparatives font de même. Pourtant, les banquiers verraient là une société dont l'endettement augmenterait sans fin, et au final, qui ne serait pas capable de rembourser ses dettes. Très probablement, ils jugeraient la société compromise, et lui refuseraient les crédits nécessaires à sa survie.

En réalité, leur raisonnement serait de considérer que, si l'entreprise est rentable, elle ne l'est pas assez pour générer les capitaux dont elle a besoin. Ces capitaux, s'ils interviennent dans la pérennité même de l'entreprise, ne peuvent être occultés dans sa valorisation.

Ceci constitue clairement une déficience sérieuse qui nous le verrons sera résolue dans les méthodes de flux économiques.

**La méthode de Fisher se trouve pourtant à l'origine de nombreuses méthodes qui s'apparentent plus, en réalité, à des modélisations (sous hypothèses) de la formule de Fisher et qui constituent les bases de travail quotidiennes des analystes et des évaluateurs. Ces professionnels, intervenant sur le marché, contribuent, et Fisher avec eux, à la constitution des cours, donc des valeurs.**

# exemple méthode de fisher

mardi 6 décembre 2022 2:25 PM



exemple  
méthode ...

## EXEMPLE

Les données des analystes font état d'un coefficient de risque sectoriel désendetté de 0,95 et d'une prime du marché boursier de 3 %.

### Mise en œuvre de la méthode de FISHER

La Société Exemple affiche les prévisions de Résultat suivantes :

	Année 0	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
B	37	41	45	49	54	60

et nous nous limiterons à cette durée de visibilité.

#### 1. Détermination du flux de dividendes

Le taux de distribution est constant à 20 % du Résultat de l'exercice précédent.

Le flux de dividendes est donc :

	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Dividende hors AF	7,4	8,2	9	9,8	10,8
Avoir Fiscal	3,7	4,1	4,5	4,9	5,4
Dividende total	11,1	12,3	13,5	14,7	16,2

#### 2. Détermination de valeur de revente (ou valeur terminale : $V_5$ )

##### a. Par la méthode de l'actif Net Corrigé

$$ANC(0) = 175$$

Somme des résultats nets prévisionnels des années 1 à 5

$$= 41 + 45 + 49 + 54 + 60 = 249$$

Somme des dividendes versés pendant la période

$$= 7,4 + 8,2 + 9 + 9,8 + 10,8 = 45$$

$$ANC(5) = 175 + 249 - 45$$

$$ANC(5) = 379$$

Par cette méthode  $V_5 = 379$

**b. Par la méthode de la Rente Abrégée de Goodwill**

$$\begin{array}{lcl}
 \text{La valeur d'ANC en 0} & = & 175 \\
 (-) \text{ Incorporels (non amortissables)} & = & 8 \\
 \Rightarrow A(0) & = & 167
 \end{array}$$

$$\text{Ainsi } A(5) = 167 + 249 - 45 = 371$$

Le Goodwill en année 5 sera la valeur actuelle de la rente de surprofit réalisable en année 6 et suivantes.

Pour cela, il nous faut estimer le résultat net prévisionnel au-delà de l'année 5. Nous le supposerons identique à celui de l'année 5 soit 60.

Compte tenu de l'éloignement, et s'agissant de valoriser des incorporels volatils, nous ne pouvons que retenir une durée courte (3 ans) soit les années 6, 7 et 8.

En supposant les taux longs constants dans l'avenir, on peut supposer que le taux sans risque en année 5 sera identique au taux sans risque année 0 soit 6 %.

Enfin, en ce qui concerne le taux d'actualisation, nous retiendrons pour le calcul du Goodwill une prime globale élevée, soit un taux de :  $6 + 6 = 12\%$ , compte tenu de l'éloignement et des remarques que nous avons faites sur cette méthode.

	Année 6	Année 7	Année 8
B	60	60	60
$iA (371 \times 6\%)$	22	22	22
Surprofit	38	38	38

$$GW = \frac{38}{1,12} + \frac{38}{(1,12)^2} + \frac{38}{(1,12)^3} = 91$$

La valeur résiduelle  $V_5$  par cette méthode est donc de :

$$371 + 91 = 462$$

**c. Par la méthode du PER**

Nous avons vu que la société Exemple pouvait se valoriser en année 0 par cette méthode 11 fois le résultat attendu sur l'exercice en cours.

En supposant que dans les cinq années à venir, le résultat net annuel sera de 60 millions, nous pouvons calculer la valeur de la société en année 0.

En supposant que dans les cinq années à venir, les PER ne se déforment pas et que en fin d'année 5, une société de ce type se valorise toujours 11 fois le résultat prévisionnel de l'exercice en cours.

Alors,  $V_5$  serait 660.

### 3. Choix du taux d'actualisation

Les données des analystes font état d'un coefficient de risque sectoriel désendetté de 0,95 et d'une prime marché de 3 %.

Ainsi, le coefficient  $\beta$  de la société est de :

$$\beta = \left[ 1 + (1 - 36^{2/3}\%) \frac{\text{Dette}}{V_0} \right] \times 0,95$$

Dette Financière Nette = 50

$V_0$  = estimation aux fonds propres (183) puis itérations.

Ainsi, le premier  $\beta$  de l'itération est donc :

$$\beta = [1 + 0,17] \times 0,95 = 1,11$$

Le premier taux de l'itération est donc :

$$\begin{aligned} t &= i + \beta[t_M - i] \\ &= 6 + 1,11 \times 3 = 9,33 \% \end{aligned}$$

### 4. Détermination de la valeur de la société Exemple

Selon les 3 hypothèses ci-dessus :

#### a. Valeur Terminale calculée par la méthode de l'Actif Net Corrigé

$$V_0 = \left[ \sum_{j=1}^5 \frac{D_j}{(1+t)^j} \right] + \frac{V_5}{(1+t)^5}$$

1<sup>re</sup> itération avec  $t = 9,33 \%$

$$V_0 = \frac{11,1}{1,0933} + \frac{12,3}{(1,0933)^2} + \frac{13,5}{(1,0933)^3} + \frac{14,7}{(1,0933)^4} + \frac{16,2}{(1,0933)^5} + \frac{379}{(1,0933)^5}$$

$$V_0 = \frac{11,1}{1,0933} + \frac{12,3}{(1,0933)^2} + \frac{13,5}{(0,0933)^3} + \frac{14,7}{(1,0933)^4} + \frac{16,2}{(1,0933)^5} + \frac{379}{(1,0933)^5}$$

$$V_0 = 10,15 + 10,29 + 10,33 + 10,29 + 10,37 + 242,63$$

soit  $V_0 = 294$

Cette première valeur  $V_0$  va venir se substituer à 183 dans la formule de calcul de  $\beta$  donc de  $t$  et l'itération est relancée, et ainsi de suite.  
A l'issue d'un maximum de 100 itérations, on obtient :

$$t = 9,15 \%$$

$$V_0 = 296$$

### b. Valeur Terminale calculée par la méthode du Goodwill

$$V_0 = \frac{11,1}{1,0933} + \frac{12,3}{(1,0933)^2} + \frac{13,5}{(0,0933)^3} + \frac{14,7}{(1,0933)^4} + \frac{16,2}{(1,0933)^5} + \frac{462}{(1,0933)^5}$$

soit  $V_0 = 347$

A l'issue d'un maximum de 100 itérations, on obtient :

$$t = 9,11 \%$$

$$V_0 = 350$$

### c. Valeur Terminale calculée par la méthode du PER

1re itération :

$$V_0 = \frac{11,1}{1,0933} + \frac{12,3}{(1,0933)^2} + \frac{13,5}{(0,0933)^3} + \frac{14,7}{(1,0933)^4} + \frac{16,2}{(1,0933)^5} + \frac{660}{(1,0933)^5}$$

soit  $V_0 = 474$

A l'issue d'un maximum de 100 itérations, on obtient :

A l'issue d'un maximum de 100 itérations, on obtient :

$$t = 9,04 \%$$

$$V_0 = 480$$