

Professeur ALAUZET Jean-Marc

**Agrégé de l'Université en
Economie et Gestion**

**L'ÉVALUATION
DE L'ENTREPRISE**

Contact : alauzet.jm@orange.fr

Plan de la conférence :

L'ÉVALUATION DE L'ENTREPRISE

- Raisons de l'évaluation
- Problématique de l'évaluation
- Acteurs de l'évaluation de l'entreprise
- Le processus d'évaluation
- Les pré-requis
- Evaluation patrimoniale
- Evaluation par les comparables
- Evaluation par les flux
- Synthèse

Raisons de l'évaluation

- Cessions d'entreprises
- Départs à la retraite du dirigeant
- Entrée d'un nouvel actionnaire
- Transmission des parts sociales à un membre de la famille
- Evaluation de titres de participation à l'inventaire
- Cession d'une activité non stratégique
- Fusions, scission, OPA
- Introduction en bourse
- Alliances stratégiques
- Fonds de capital-investissement
- Emissions de nouvelles actions
- Nouveaux emprunts
- Pilotage interne de l'entreprise
- Liquidation judiciaire

PROBLEMATIQUE DE L'ÉVALUATION

- Augmentation du nombre de cessions
- Un contexte qui s'internationalise
- Des pratiques qui se standardisent
- Spécificité de l'entreprise et évaluation
- Impact de la crise financière
- Période d'évaluation
- Qu'est ce que l'évaluation d'entreprise ?
- Combien vaut une entreprise ?
- Les approches de l'évaluation

LES ACTEURS DE L'ÉVALUATION

- **ACQUEREUR** : Repreneur industriel, Fonds d'investissement...
- **CEDANT** : Vendeur, Départ retraite, Cible fusion-acquisition
- **FINANCE** : Analystes financiers, Banquiers d'affaires, Gérants de portefeuille, Gérants de fonds d'investissement
- **COMPTABILITE** : Experts comptables, Commissaires aux comptes, Auditeurs financier
- **ECONOMIE** : Consultants en « corporate finance », Consultants en stratégie, cabinets d'Audit, Conseils en Economie industrielle
- **DROIT DES AFFAIRES** : Avocats d'affaires, Fiscalistes, Mandataires liquidateurs judiciaires, experts judiciaires, Notaires
- **ENTREPRISE** : Dirigeants, Directeurs financiers, Chefs comptables
- **INFORMATIQUE** : Experts informatiques

LES PRE-REQUIS

- **EBE** = Comptes 70 à 74 – Comptes 60 à 64
- **EBITDA** = EBE – Participation des salariés – Dotations aux provisions sur l'exploitation (**E**arnings **B**efore **I**nterest, **T**axes, **D**epreciation and **A**mortization)
- **EBIT** = EBITDA - Dotations aux amortissements (y compris GW)
- **REX** = EBIT + Participation + DAP sur GW
- **MEDAF** = Coût des capitaux propres $K_{cp} = R_f + (E(R_m) - R_f) * \beta$
- **Kd** = Taux moyen d'intérêt * (1- t)
- **K** = Coût du capital ou CMPC $K = (K_{cp} * V_{cp}) + (K_d * V_d) / V_{cp} + V_d$
- **CAF** = Produits encaissables – Charges décaissables (hors cessions)
- **MBA** = CAF + PV – MV de cession
- **FT ou CF ou DCF** = $REX * (1-t) + DAP - RAP - \text{Variation BFRE} - \text{investissements nets de cessions}$
- **Rf** = Taux sans risque, par exemple taux des obligations d'état AAA (OAT)
- **PER** (Price Earning Ratio) = Cours action / BPA
- **Ve** = $V_{cp} + V_d$ d'où $V_{cp} = V_e - V_d$

LE PROCESSUS D'ÉVALUATION

- Collecter l'information (financière, juridique, fiscale, boursière, sectorielle)
- Effectuer un diagnostic stratégique de l'entreprise (**business model**)
- Choisir les méthodes d'évaluation
- Elaborer un **business plan** : Déterminer les paramètres de l'évaluation (FTD, Taux d'actualisation, horizon économique)
- Construire une fourchette de valorisation
- Négocier et fixer un prix de cession

METHODES D'EVALUATION

- **Approches patrimoniales** (réévaluation des actifs). **La valeur d'une entreprise est égale à la valeur économique de ses actifs**
- **Approches par les multiples de sociétés comparables** (transactions comparables ou comparables boursiers)
- **Approches par les flux ou les revenus** (dividendes, flux de trésorerie)
- **Approches fondées sur les options réelles** (**option de vente sur les actifs**)
- Les approches mixtes (**EVA/MVA**), calcul d'une survalueur générée par l'entreprise
- Approche par la somme des parties pour valoriser les groupes de sociétés

APPROCHES PATRIMONIALES

- **Secteurs fortement capitalistiques** (Immobilier, Construction, Métallurgie, constructeurs automobile, secteur du luxe), Holdings industriels (**Wendel, AIRBUS**), PME secteur mature
Coca Cola, Danone, Ricard, Renault, BMW, LVMH
- **Méthode des experts comptables pour PME et TPE** (commerce, artisanat, restaurants, hôtels, transport). Valorisation du fonds de commerce avec un barème fiscal
- **Entreprises en difficulté** dans une optique de liquidation (valeur à la casse)
- Inapplicable si entreprise peu capitalisée et forte capacité d'innovation (Sté de Biotechnologie, start-up en informatique), peu adaptée aux entreprises de services
- **ANCC = Actifs réévalués- Dettes.**
On élimine les actifs fictifs, on prends en compte les plus ou moins values latentes et la fiscalité différée
- **Goodwill** (surprofit) correspond au gain annuel sur les éléments immatériels
- **GW** = Valeur actualisée des rentes de GW
- GW relie l'approche patrimoniale et l'approche actuarielle
- **Valeur de l'entreprise = ANCC + GW**

Actif Net Comptable Corrigé

- **ANCC** = (Actifs – Actifs fictifs) – Dettes + Plus Values – Moins values + Fiscalité différée (**active et passive**)
- **Actifs fictifs** : Frais d'établissement, Frais R&D, Charges à répartir, Prime de remboursement des obligations, Ecart de conversion actifs (**sauf si provision**)
- Reprise des engagements hors bilan (**Engagement pour retraite, caution**)
- Valeur mathématique du titre = ANCC / Nb de titres
- ANCC : étude historique. Utilisé pour mettre en évidence le risque de défaillance dans le cadre de l'octroi d'un prêt
- **ANCC se calcule hors fonds de commerce si il est combiné avec le Goodwill**

LE GOODWILL

- **GW mesure le capital immatériel difficilement évaluable (notoriété, capital humain et logistique, savoir faire, réseaux de fournisseurs, clientèle)**
- **GW = Capitalisation boursière – ANCC**
- Approche par les flux : **GW = Actualisation de la Rente de GW (RGW)**
- Le taux d'actualisation est **Kcp** (Medaf) car ANCC = CP
- **RGW** correspond aux survaleurs générées par l'entreprise par rapport à un placement sans risque de la valeur de l'actif économique
- **RGW = B - (rf * Actif économique) d'où GW = RGW / kcp**
rf taux sans risque ou Kcp et **B** bénéfice lié à l'actif économique
B est retraité, hors charges et produits exceptionnels, hors DAP sur actifs fictifs et les DAP sont calculées sur les valeurs d'utilité
- **Ve = ANCC + GW**

Application GW

- Sté ACER a un capital de **14.000.000** d'actions
- β des capitaux propres **1,2** -- Taux sans risques OAT **4 %**
- Prime de risque du marché **6 %** -- Taux endettement possible **7 %**
- Structure financière : 50 % de capitaux propres et 50 % de dettes financières
- ANCC **150.000.000** € dont fonds de commerce 1.000.000
- Bénéfice corrigé de l'actif économique **8.000.000** -- RGW supposée à l'infini

Valeur de l'entreprise ?

$$\text{MEDAF } K_{cp} = 4 \% + (6 \% * 1,2) = 11,2 \%$$

$$\text{Coût du capital } k = (11,2 \% * 50 \%) + (7 \% * 2/3 * 50 \%) = 7,93 \%$$

$$\text{ANCC} = 150.000.000 - 1.000.000 = 149.000.000 \text{ €}$$

$$\text{RGW} = 8.000.000 - 149.000.000 * 4 \% = 2.040.000 \text{ €}$$

$$\text{GW} = 2.040.000 / 11,2 \% = 18.214.285 \text{ €}$$

$$\text{Ve} = 149.000.000 + 18.214.285 = 167.214.285 \text{ €}$$

$$\text{Valeur de l'action } 167.214.285 / 14.000.000 = 11,94 \text{ €}$$

$$\text{Valeur mathématique avec ANCC } 150.000.000 = 10,71$$

Autres méthodes de GOODWILL

- Actif économique peut être calculé avec la **VSB** (Actif d'exploitation corrigé) ou les **CPNE** (Actif immobilisé + BFRE)
- Actualisation **RGW** au coût du capital **K**
- **$RGW = (B - R_f * \text{Actif économique})$**
- **$GW = RGW * 1 - (1 + k)^{-n} / K$ ou horizon infini $GW = RGW / k$**

- **$Ve = VSB + GW$**
- VSB = Actif d'exploitation corrigé hors actifs fictifs, hors fonds de commerce, hors actifs hors exploitation
- VSB = Capitaux propres + Dettes financières engagés pour financer l'outil de production

- **$Ve = CPNE + GW$**
- CPNE = Actif immobilisé d'exploitation corrigé + Biens en CB ++ BFRE + Trésorerie d'exploitation
- Actualisation RGW au coût du capital K

Boulangerie-pâtisserie	50 % à 120 % du CA annuel moyen TTC
Café	500 à 1 000 fois la recette journalière TTC
Charcuterie	40 % à 100 % du CA annuel moyen TTC
Cinéma	30 à 80 fois la recette hebdomadaire moyenne taxable
Coiffeur	50 % à 130 % du CA annuel moyen TTC
Discothèque	150 à 300 fois la recette journalière taxable
Épicerie fine	100 à 300 fois la recette journalière TTC
Essence	10 % à 20 % du CA annuel moyen TTC
Fleuriste	50 % à 90 % du CA annuel moyen TTC
Hôtel	80 % à 400 % du CA annuel moyen TTC
Imprimerie	10 % à 50 % du CA annuel moyen TTC
Informatique	<ul style="list-style-type: none"> • Bureautique-micro : 15 % à 30 % du CA annuel TTC • Conception de logiciels : 15 % à 30 % du CA annuel TTC • Dépannage informatique : 25 % à 60 % du CA annuel TTC • Négoce divers : 30 % à 300 % du CA annuel TTC
Laboratoire d'analyses médicales	35 % à 70 % du CA annuel moyen TTC
Maçonnerie	10 % à 30 % du CA annuel moyen TTC
Maroquinerie	40 % à 70 % du CA annuel moyen TTC
Marbrerie et articles funéraires	35 % à 80 % du CA annuel moyen TTC
Optique	60 % à 130 % du CA annuel moyen TTC
Pharmacie	70 % à 120 % du CA annuel moyen TTC
Pizzeria	50 % à 100 % du CA annuel moyen TTC
Plomberie-chauffage-sanitaire	20 % à 60 % du CA annuel moyen TTC
Prothèses dentaires	40 % à 80 % du CA annuel moyen TTC
Protection-sécurité-alarme	40 % à 80 % du CA annuel moyen TTC
Restaurant	60 % à 90 % du CA annuel moyen TTC

APPROCHES PAR LES COMPARABLES

- La valeur de l'entreprise correspond au multiple d'un résultat, d'un dividende, du chiffre d'affaires ou d'un SIG
- Constitution d'un échantillon d'entreprises cotées (même taille et même secteur, même risque) ou échantillon de transactions récentes d'entreprises non cotées
- **Multiple = Total actif ou CP / Inducteur de valeur**
- **$V_e = \text{Multiple de l'échantillon} \times \text{Inducteur de valeur (CA, EBIT, EBITDA, REX, Rnet, CAF)}$**
- Multiples de **CP** : **$CP / Rnet$** (PER 90 % des cas), $CP / RCAI$
- Multiples de **Ve** : **Ve / EBE** (le plus utilisé), $Ve/EBITDA$, Ve/CA , Ve/REX
- Forte dépendance aux cycles boursiers. Difficulté pour construire l'échantillon

Exemple Evaluation par les comparables

- Sté MK, production de profilés d'aluminium
- Capital 30.000.000 de titres. Cours 20 €. Dette 250.000.000

Prévisionnel MK (K€)	N	N+1
Chiffres d'affaires	350.000	450.000
EBITDA	42.000	54.000
Résultat Net	30.000	25.000
CAF	40.000	35.000

- Multiples moyens :

Chiffres d'affaires (Vcp + Vd / CA)	1,4	1,5
EBITDA (Vcp + Vd / EBITDA)	13	12
Résultat Net (Vcp / Rnet) ou PER	20	19
CAF (Vcp / CAF)	10	11

Calcul de la valeur de l'entreprise V_e et du prix d'une action selon les multiples retenus ?

	N	N+1	Valeur Moy	Vcp=VGE-Vd	Valeur Action
CA	350.000	450.000			
Multiple	1,4	1,5			
VGE	490.000	675.000	582.500	332.500	11,08 €
EBITDA	42.000	54.000			
Multiple	13	12			
VGE	546.000	648.000	597.000	347.000	11,56 €
Rnet	30.000	25.000			
Multiple	20	19			
Vcp	600.000	475.000	537.500	537.500	17,91 €
CAF	40.000	35.000			
Multiple	10	11			
Vcp	400.000	385.000	392.500	392.500	13,08 €

APPROCHES ACTUARIELLES

- Valeur actualisée des sommes que l'entreprise dégage dans le futur, Prise en compte des perspectives de croissance
- **Méthode des dividendes actualisés** $CP = D1 / K_{cp} - g$
- (si politique de dividendes stable)
- Sociétés de distribution alimentaire **Wall-Mart, Casino, Metro**
- Sociétés industrielles **Air Liquide** et sociétés de télécoms **Vodafone**
- **Méthode des Cash Flows** (DCF) actualisés (la plus répandue)
- Groupes cotés **SUEZ**
- $Ve = DCF / k - g$ et $CP = Ve - dettes$
- $DCF = REX - IS$ théorique - variation du BFR - Investissements nets + DAP

Exemples d'évaluation par les Flux

Calcul de Kcp par le MEDAF : $K_{cp} = Tsr + (E(Rm) - Tsr) * \beta$

Actualisation de dividendes constants : $V_{cp} = D1 / K_{cp}$

Sté Dorian 1.000.000 d'actions, Dividendes N 2.5 €, Kcp 15 %

Valeur de l'action = $2,5 / 0,15 = 16,66$ €

Valeur entreprise = $16,66 * 1.000.000 = 16.660.000$ €

Actualisation avec croissance des dividendes : $V_{cp} = D1 / (K_{cp} - g)$

Sté Lucas 2.000.000 actions, Dividende N 2 € croissance de 2 %, Kcp 15 %

Valeur de l'action = $2 * 1,02 / 0,15 - 0,02 = 15,69$ €

Valeur entreprise = $15,69 * 2.000.000 = 31.384.615$ €

Actualisation des résultats ou du bénéfice par action (BPA) : $V_{cp} = BPA / K_{cp}$

Actualisation des flux de trésorerie (Discounted Cash Flow) ou FT

$VGE = \text{Actualisation DCF au taux } K + \text{ Valeur résiduelle} * (1+K)^{-n}$

$Vr = Ft \text{ anticipé} / K - g$

$Vcp = VGE - Vd - \text{Provisions pour risques et charges} - \text{Intérêts minoritaires} + \text{autres actifs hors exploitation}$

Détermination Business plan (3 à 5 ans)

$DCF = CAF \text{ d'exploitation} - \text{Variation BFRE} - \text{Investissements} + \text{Cessions nettes d'IS}$

Actualisation au coût du capital : $k = (kcp * Vcp) + (Kd * (1-t) * Vd) / (Vcp + Vd)$

ELABORER LE BUSINESS PLAN

Prévisions DCF

Sté M6, 25.000.150 actions. Capitalisation 400.002.400 €. Cours 16 €. β 0,9

Rf 3,5% . Prime de risque 7 % . Dette 205.000.000 € . IS 1/3.

Emprunt à 6 % remboursable N+10. Business plan sur 5 ans.

Valeur résiduelle estimée avec un taux de croissance g de 2 % des DCF

Actualisation des DCF avec K (coût du capital)

Business plan en K € sur 5 ans, REX 10 % du CA :

	N	N+1	N+2	N+3	N+4
CAHT	500.000	550.000	600.000	640.000	690.000
DAP	15.000	15.000	15.000	20.000	23.000
Variation BFRE	10.000	10.000	12.000	13.000	14.000
Investissements	13.000	13.000	15.000	15.000	19.000

ACCOR lance une OPA sur le titre M6

Evaluer la cible par la méthode DCF

Discounted Cash-flows (Flux de trésorerie disponibles)

	N	N+1	N+2	N+3	N+4
REX 10 % CA	50.000	55.000	60.000	64.000	69.000
Résultat Net REX*(1-t)	33.333	36.667	40.000	42.667	46.000
DAP	+15.000	+15.000	+15.000	+20.000	+23.000
Variation BFRE	-10.000	-10.000	-12.000	-13.000	-14.000
Investissements	-13.000	-13.000	-15.000	-15.000	-19.000
DCF	25.333	28.667	28.000	34.667	36.000

$$K_{cp} = R_f + (E(R_m) - R_f) * \beta = 3,5 \% + 7 \% * 0,9 = 9,8\%$$

$$K_d = \text{Taux} * (1-t) = 6 \% * 2/3 = 4 \%$$

$$K = (400.002.400 * 9,8 \%) + (205.000.000 * 4 \%) / (400.002.400 + 205.000.000) = 7,83 \%$$

$$\text{DCF actualisés} = (25333 * 1,0783^{-1}) + (28667 * 1,0783^{-2}) + \dots + (36000 * 1,0783^{-5}) = 120.818 \text{ k€}$$

$$V_r = \text{DCF } n+4 * (1+g) / k-g = (36.000 * 1,02) / (0,0783 - 0,02) = 629 845 \text{ k€}$$

$$\text{VGE} = \text{DCF actualisés} + V_r \text{ actualisée} = 120.818 + 629.845 * (1,0783^{-5}) = 552.869 \text{ K€}$$

$$V_{cp} = \text{VGE} - \text{Dette} = 552.869 - 205.000 = 347.869 \text{ k€}$$

$$\text{Valeur du titre} = 347.869 / 25.000.150 = 13,91 \text{ €}$$

Cours 16 €, le titre paraît surévalué

APPROCHE PAR LES OPTIONS REELLES

- Une firme est une somme de projets
- La réussite d'un projet important a une influence sur la valeur de l'entreprise
- Sociétés d'extraction minière ou pétrolière **Total, BP**
- Sociétés ou de biotechnologies pharmaceutiques **Boiron, Virbac**
- Les actionnaires ont une option de vente (put)
- Les actifs constituent le sous jacent
- Option élevée si actif important, dividendes faibles, taux d'intérêts élevés, option longue
- Valeur Actuelle Ajustée (VAA) = DCF actualisés + valeur des options réelles
- Méthode utile pour évaluer un projet d'investissement, peu utilisée pour le calcul de V_e
- Modèle Black et Scholes inadapté

Conclusion :

Les dix commandements de l'évaluation

- Un diagnostic stratégique et financier de la cible, tu dresseras
- Des règles comptables tu te méfieras
- Une approche multicritère tu privilégieras
- Des multiples opportuns tu choisiras
- Un business plan crédible tu élaboreras
- Du bêta et du taux de croissance à l'infini tu te méfieras
- Une étude de sensibilité tu étudieras
- Une fourchette d'évaluation tu proposeras
- De l'expérience tu emmagasineras
- De l'humilité tu manifesteras