

Évaluation des Entreprises

Sommaire

Chapitre 1 - Les méthodes d'évaluation fondées sur la valeur patrimoniale	5
Section 1 - La notion d'actif net comptable	5
Section 2 - Présentation du cas d'application : société RAMUELLE	7
Section 3 - L'actif net comptable	9
Section 4 - L'actif net comptable corrigé (ou actif net intrinsèque)	10
A) Détermination de la juste valeur des actifs	10
B) Evaluation du passif	10
1) Les provisions pour risques et charges	10
2) Les engagements hors bilan	11
C) La prise en compte de la fiscalité différée et latente	11
D) Rappels sur les formules d'actualisation de flux	12
1) Calcul de la valeur actuelle	12
2) Valeur actuelle d'une suite de flux constants limitée dans le temps	12
a) Principe	12
b) Exemple	12
3) Valeur actuelle d'une suite de flux constants "d" période avant le 1 ^{er} flux	13
a) Principe	13
b) Exemple	13
4) Valeur actuelle d'une suite de flux constants à l'infini	13
a) Principe	13
b) Exemple	14
E) Cas d'application : société RAMUELLE	14
1) Actif net comptable corrigé	14
2) Actif net comptable corrigé d'exploitation	15
F) La valeur de liquidation dans une perspective de cessation d'activité	15
Chapitre 2 - Les méthodes mixtes fondées sur le goodwill	17
Section 1- Relation entre valeur comptable, valeur de marché et juste valeur	17
A) Juste valeur et évolution des normes comptables	17
B) De la valeur comptable à la valeur de marché	17
Section 2 - La notion de goodwill	20
Section 3 - La méthode du goodwill	21
A) Principes	21
1) Définition	21
2) La durée de la rente	21
3) Les actifs nécessaires à l'exploitation	21
a) L'actif net comptable corrigé	21
b) Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)	21
c) La valeur substantielle brute (VSB)	22
4) La capacité bénéficiaire	22
a) Cohérence entre la capacité bénéficiaire et l'actif net comptable corrigé	24
b) Cohérence entre la capacité bénéficiaire et les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)	24
c) Cohérence entre la capacité bénéficiaire et la valeur substantielle brute (VSB)	25
5) Le taux de rémunération de l'actif nécessaire à l'exploitation	25
6) Le taux d'actualisation de la rente de goodwill	26
B) Le coût moyen pondéré du capital	26
1) Calcul du coût des capitaux propres (MEDAF)	26
a) Les fondements du MEDAF	27
b) Le coefficient Bêta	27
c) La décomposition du risque global	28
d) Calcul pratique du taux risqué	29
2) Calcul du coût de l'endettement	32
3) Calcul du coût moyen pondéré du capital (CMPC)	32

C) Les principales méthodes de calcul du goodwill-----	34
1) La méthode des praticiens (ou méthode allemande)-----	34
2) La méthode des anglo-saxons -----	34
3) La méthode de l'Union européenne des experts comptables, économiques et financiers (UEC) -----	34
4) Les méthodes de la rente de goodwill actualisée -----	35
D) Tableau de synthèse de la capacité bénéficiaire -----	36
E) La mise en œuvre de la méthode du goodwill dans le cadre de la société RAMUELLE-----	38
1) Calculons le goodwill de la société RAMUELLE -----	40
a) Calcul du goodwill et de la valeur des capitaux propres de l'entreprise à partir de la rémunération de l'actif net comptable corrigé d'exploitation(ANCC). -----	40
a.1) Méthode de la rente de goodwill actualisée-----	40
a.2) La méthode des anglo-saxons -----	40
a.3) La méthode des praticiens (dite parfois méthode allemande)-----	41
b) Calcul du goodwill et de la valeur des capitaux propres de l'entreprise à partir de la valeur substantielle brute(VSB). -----	41
b.1) Méthode de la rente de goodwill actualisée. -----	41
b.2) La méthode des anglo-saxons -----	42
b.3) La méthode de l'Union européenne des experts comptables, économiques et financiers (UEC) -----	42
c) Calcul du goodwill et de la valeur des capitaux propres de l'entreprise à partir des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE).-----	43

Chapitre 3 - L'évaluation fondée sur les flux de profits futurs----- 45

Section 1 - Les modèles d'actualisation des dividendes ----- 45

A) La valeur financière avec stabilité des dividendes -----	45
B) Le MEDAF-----	45
1) Les fondements du MEDAF-----	45
2) Le coefficient Bêta (β) -----	46
3) Le modèle de GORDON ET SHAPIRO (dividendes futurs espérés)-----	46

Section 2 - Les modèles d'actualisation des bénéfices : valeur de rendement ----- 48

Section 3 - Le modèle d'actualisation des flux de liquidités disponibles ou Discounted Cash Flow (DCF) ----- 49

A) Fondements de la méthode -----	49
B) Mise en œuvre de la méthode-----	49
1) Le plan d'affaires -----	50
2) La détermination des flux de liquidités disponibles pour les apporteurs de fonds-----	50
3) Le taux d'actualisation -----	50
4) La valeur terminale -----	51

Chapitre 4 - L'approche comparative (ou analogique) ----- 53

Section 1 - Principes ----- 53

Section 2 - Le choix des indicateurs (ou multiples) ----- 53

Section 3 - La mise en œuvre de la méthode ----- 54

A) Le retraitement des données financières « comptes de résultat » des trois dernières années -----	54
B) L'application des multiples-----	54
C) Les multiples économiques EBE et RE (EBITDA et EBIT) -----	54
D) Les multiples de capitaux propres : Price earning ratio (PER) -----	55

Évaluation des Entreprises

De nombreuses opérations effectuées par les sociétés, nécessitent l'évaluation des parts sociales. Cette évaluation sert notamment de base à la fixation :

- d'une valeur de vente ou d'achat :
 - vente par un associé de ses parts sociales,
 - offre publique d'achat (OPA) lancée par une société sur les actions d'une autre société,
 - offre de rachat par une société de ses propres actions en vue de les annuler, ...
- d'une valeur d'échange :
 - dans le cadre d'une fusion de sociétés : échange des parts sociales de la société absorbée, contre des parts de la société absorbante,
 - offre publique d'échange (OPE), ...
- d'une valeur d'émission :
 - émission d'actions à souscrire en numéraire,
 - paiement de dividendes en actions ...

Les méthodes d'évaluation sont nombreuses. Appliquées à la même entreprise, elles donnent des valeurs incomparables.

En fait, deux choses principalement ont de la valeur dans une entreprise : d'une part ses actifs, eux-mêmes convenablement évalués, desquels il faut déduire le passif envers les tiers pour obtenir un actif net, c'est la valeur patrimoniale ou valeur mathématique ; d'autre part, la capacité de l'entreprise à générer un cash flow (ou un flux net de recettes) et une rentabilité, aussi bien pour financer sa pérennité et son expansion, que pour rémunérer ses apporteurs de capitaux ; c'est la valeur de rendement.

Quelles que soient les situations, il est difficile de ne retenir que l'une des deux valeurs et d'ignorer l'autre. Généralement, elles sont combinées (évaluation du Goodwill), mais la combinaison rencontre deux difficultés. La première, est qu'elle est subjective. Pourquoi affecter la valeur patrimoniale de tel coefficient et la valeur de rendement de tel autre coefficient ? Rien n'est plus difficile à justifier. La seconde, est que l'appréciation de la valeur patrimoniale et de la valeur de rendement varie selon les parties ; un acquéreur par exemple, déterminera une certaine valeur patrimoniale de l'entreprise, en fonction des actifs qui l'intéressent et de ceux dont il n'a pas besoin et dont il faudra qu'il envisage la cession. De même, sa propre valeur de rendement sera affectée, par l'intérêt que présente pour lui l'entreprise, l'évolution qu'il prévoit. Un autre acquéreur verra les choses de manière très différente ; il peut en être particulièrement ainsi, si le premier acquéreur est un industriel qui "achète" l'entreprise pour augmenter sa capacité de production (plutôt que de construire une usine neuve) ou pour pénétrer un nouveau marché, alors que le second est un groupe congloméral, qui diversifie ses investissements.

Si, dans un passé encore récent, on attachait une grande importance à la valeur patrimoniale (l'entreprise était alors plus identifiée par ses actifs que par son activité) on tend, aujourd'hui, à faire de plus en plus prévaloir la dynamique de l'entreprise, sur sa réalité patrimoniale et à privilégier la valeur de rendement au détriment, de la valeur mathématique.

Les évaluations sont donc relatives et n'ont souvent qu'une relation très lointaine avec le prix. En fait, le prix tient essentiellement à la force de négociation et à l'habileté des négociateurs, à la concurrence qui existe entre les vendeurs et les acheteurs, aux possibilités de substitution de solutions et de partenaires, au besoin plus ou moins impérieux de réaliser l'opération pour chacune des parties, etc.

Mais, quel que soit l'intérêt pour l'acheteur d'acheter une entreprise, quel que soit le besoin qu'il peut en avoir, quel que soit le prix qu'il est prêt à y mettre, il est préférable qu'il négocie de telle manière, qu'il ne dépasse pas le prix que mettrait un partenaire financier dans l'affaire. C'est à dire le prix qui autorise un rendement financier satisfaisant des actions. Il limite ainsi son risque ; en cas d'erreur, il pourra réaliser son investissement, sans subir une trop forte perte. C'est important aussi pour le financement de

l'investissement, surtout s'il doit être fait un portage des actions par un organisme financier, qui est plus sensible au rapport prix de l'action/bénéfice pour les évaluer, qu'à l'intérêt (et donc au prix) porté par le repreneur au contrôle de l'entreprise.

Il est évident, aussi, qu'une telle préoccupation est primordiale quand il s'agit de la prise de contrôle d'une société, dont les actions sont inscrites à une bourse de valeurs.

S'agissant du paiement du prix, la négociation peut être difficile, car les intérêts de l'acheteur et du vendeur ne coïncident que rarement.

En général, l'acheteur et le vendeur s'opposeront au moment du paiement. Alors que le vendeur souhaitera un paiement au comptant, l'acquéreur voudra ne payer qu'à terme une partie parfois importante du prix. Ce désir d'obtenir de son vendeur, un crédit à bon marché n'est pas la seule raison pour l'acquéreur de sa position. Plus il doit d'argent à son vendeur et plus il lui est possible d'exercer à son encontre une forte pression, si les choses vont mal. De plus, et surtout, il est du plus grand intérêt pour lui de ne payer qu'à terme une partie importante du prix car, s'il est convenu de compenser les sommes qu'il doit au vendeur avec celles que celui-ci pourrait lui devoir au titre de l'exécution d'une garantie de passif, c'est dans bien des cas la seule réelle garantie de passif. L'intérêt du vendeur est évidemment de limiter au maximum la garantie de passif en ne la faisant porter, par exemple, que sur des dettes d'une nature bien précise, au lieu de la concevoir d'une manière très générale et d'autre part en limitant soigneusement la durée. Il sera sage pour le vendeur, d'exiger de l'acquéreur une indexation ou un intérêt, ou une combinaison des deux sur les sommes payées à terme, ainsi qu'une garantie de paiement, comme par exemple un nantissement des titres (qui n'est pas toujours très efficace), ou, ce qui est beaucoup mieux, une garantie bancaire.

Le conflit d'intérêts entre le vendeur et l'acquéreur peut être encore plus fort, quand le prix est fixé avant la réalisation d'un audit mais qu'il doit être révisé en fonction des résultats de cet audit, car les surprises peuvent être grandes, surtout quand apparaît une valeur négative ! Il arrive que le repreneur ne désire pas financer l'achat de l'entreprise par de l'argent mais préfère payer le prix des titres au moyen, par exemple, d'actions de la société mère ou d'une autre société, ou d'obligations, ou d'obligations convertibles en actions ou échangeables contre des actions, ou d'autres titres encore. Si ces modalités de paiement sont parfois convenables pour le vendeur, elles sont souvent aussi inacceptables, quand les titres proposés n'offrent pas une liquidité suffisante.

Les méthodes d'évaluation sont nombreuses. On peut les classer en 4 catégories :

- celles basées sur l'actif net (patrimoniaire) et le goodwill (mixte),
- celles basées sur le rendement,
- celles basées sur le cash flow.
- celles basées sur les transactions comparables.

Chapitre 1 - Les méthodes d'évaluation fondées sur la valeur patrimoniale

Section 1 - La notion d'actif net comptable

Dans cette approche, le titre est égal à une quote-part du patrimoine de l'entreprise. Le bilan est la traduction du patrimoine de l'entreprise. En effet, il recense les biens et les dettes à une date donnée.

C'est l'actif net comptable, qui constitue la valeur du patrimoine de l'entreprise. Mais, ce bilan exprime la valeur patrimoniale, en fonction des principes comptables : principe de continuité de l'exploitation, valeur historique des biens, principe de prudence, etc.

Le bilan va donc aboutir à :

- sous évaluer le patrimoine (valeurs exprimées en coûts historiques, évaluations effectuées selon le principe de prudence),
- surévaluer le patrimoine (valeurs de continuité d'exploitation supérieures aux valeurs liquidatives).

L'actif net comptable résultant du bilan devra donc, le plus souvent, faire l'objet de corrections.

Selon le cas on parlera de :

- Valeur Mathématique Comptable (actif net comptable) : d'après un bilan non corrigé ;
- Valeur Mathématique Intrinsèque (actif net comptable corrigé): correction du bilan en tenant compte des plus values ou des moins values latentes appréciées dans une optique de continuité d'exploitation ;
- Valeur de Liquidation : en tenant compte des impôts et frais liés à la liquidation, ainsi que des plus ou moins values dégagées par la liquidation.

C'est donc à partir du bilan que nous déterminerons l'actif net en faisant la différence entre :

- le cumul des biens inscrit à l'actif,
- et les dettes et provisions risques et charges figurant au passif.

ACTIF FICTIF	CAPITAUX PROPRES
ACTIF REEL	DETTE ET PROVISIONS POUR RISQUES

L'actif net comptable peut être calculé de deux façons différentes

soit **ACTIF NET COMPTABLE = ACTIF REEL - DETTES ET PROVISIONS RISQUES**

soit **ACTIF NET COMPTABLE = CAPITAUX PROPRES (après affectation) - ACTIF FICTIF**

Il est nécessaire de ventiler l'actif entre les postes d'actif réel et les postes d'actif fictif.

L'actif fictif correspond à des non valeurs qui comprennent :

- **les frais d'établissement** : Ce sont des frais attachés à des opérations qui conditionnent l'existence ou le développement de l'entreprise mais dont le montant ne peut être rapporté à des productions de biens ou de services déterminés. (frais de constitution, frais d'augmentation de capital, ...) ;

- **les charges à répartir sur plusieurs exercices** : Ce sont des charges dont l'incidence sur le résultat est répartie sur plusieurs exercices (frais d'émission des emprunts) ;
- **les primes de remboursement des obligations** : C'est le cas où la somme remboursée sur un emprunt obligataire est supérieure à la somme obtenue par cet emprunt.

Remarques:

- les frais de développement représentent des investissements, dans une optique de continuité d'exploitation, qui aboutiront généralement à un brevet. Par conséquent, l'hypothèse retenue dans ce cas est de les considérer comme des actifs réels. Leur évaluation peut ne pas être dissociée de celle du fonds de commerce et donc intégrée dans la valeur du goodwill (hypothèse retenue par certains praticiens voir ci-après section 4).

- Les charges constatées d'avance correspondent, soit à des biens corporels (fournitures non consommées à la fin de l'exercice), soit à des créances en nature (loyer payé d'avance) et ne doivent pas être considérées comme de l'actif fictif.

- les écarts de conversion actif représentent des actifs fictifs dans la mesure où ils ne sont pas compensés au passif par une provision perte de change.

- Les écarts de conversion passif représentent des gains latents et doivent être ajoutés à l'actif net.

Exemple :

Une entreprise n'a pas constitué de provision perte de change d'un montant égal à l'écart de conversion actif car la créance comporte une couverture de change ne fixant pas le cours de la monnaie à l'échéance (position symétrique créance/dette).

ACTIF		PASSIF	
Créance	1 000	Capitaux propres	500
		Provision perte de change	100
		Dette	500
Écart de conversion actif	<u>200</u>	Écart de conversion passif	<u>100</u>
	1 200		1 200

Dans ce cas l'écart de conversion actif non compensé par la provision constitue un actif fictif et l'actif net comptable est égal à :

Capitaux propres	500
+ Ecart de conversion passif	+ 100
- Ecart de conversion actif non compensé par la provision (200 - 100)	<u>- 100</u>
Actif net	500

Section 2 - Présentation du cas d'application : société RAMUELLE

La société RAMUELLE a été créée en 1960 dans le sud de la France et s'est spécialisée dans la fabrication de crèmes glacées.

Les dirigeants de la société anonyme RAMUELLE ont engagé des pourparlers avec le conseil d'administration de la société GRANDIN en vue de l'absorption de cette dernière.

Afin de pouvoir indiquer dans le projet de fusion la parité d'échange des titres générée par cette fusion, on vous demande d'évaluer cette société selon plusieurs approches.

Vous disposez des annexes suivantes:

- ANNEXE 1 - Bilan de la S.A. RAMUELLE au 31/12/N
- ANNEXE 2 - Valeur d'utilité des immobilisations

ANNEXE 1 Bilan de la S.A. RAMUELLE au 31 12 N (en K€ et en valeurs nettes)

Actif (valeurs nettes)		Passif	
Immobilisations incorporelles (1)	12 780	Capital (5)	30 000
Immobilisations corporelles (2)	85 147	Prime d'émission	19 000
Immobilisations financières (3)	4 500	Réserve légale	3 000
Stocks et en-cours	13 939	Autres réserves	47 209
Avances et acomptes versés sur commandes	5 675	Report à nouveau	32
Créances clients et comptes rattachés	23 890	Résultat de l'exercice (6)	10 500
Autres créances	3 674	Subventions d'investissement	695
Valeurs mobilières de placement	500	Provisions réglementées (7)	6 000
Disponibilités	1 280		116 436
Charges constatées d'avance	400	Provisions pour risques et charges (8)	5 400
Charges à répartir sur plusieurs exercices (4)	650	Emprunts obligataires	13 000
Prime de remboursement des obligations	860	Emprunt et dettes auprès des établissements de crédit (9)	3 500
Écart de conversion actif	100	Avances et acomptes reçus sur commandes en cours	300
		Dettes fournisseurs et comptes rattachés	6 770
		Dettes fiscales et sociales	3 450
		Dettes sur immobilisations	2 734
		Autres dettes	1 235
		Produits constatés d'avance	230
		Écart de conversion passif	340
	153 395		153 395

- (1) dont 640 frais d'établissement
Dont 2 480 frais de développement (hypothèse retenue actif réel)
Dont 9 660 pour une licence comptabilisée en Concessions, brevets, licences, marques et valeurs similaires
- (2) dont terrains sur lesquels sont construits les bâtiments d'exploitation 20 640
dont terrains conservés dans un but spéculatif 3 450
dont terrains sur lesquels sont construites des habitations louées au personnel 5 230
dont bâtiments d'exploitation 39 070
dont constructions louées au personnel 7 500
dont matériel industriel 3 687
dont mobilier et matériel informatique 2 345
dont matériel de transport 3 225
- (3) dont prêt au personnel qui ne concerne donc pas l'exploitation 1 000
- (4) dont frais d'émission d'emprunt 650
- (5) le capital est constitué de 300 000 actions de 100 €.
- (6) la société envisage de distribuer un dividende de 26 € par action.
- (7) dont provision pour hausse des prix 2 500
dont provision pour investissement 1 000
dont amortissements dérogatoires 2 500

L'entreprise a respecté les conditions pour la reprise de la provision pour investissement en franchise d'impôt.

(8) dont 100 de provision perte de change
Dont 1 800 de provision pour charge relative à des travaux de réfection envisagés sur les bâtiments d'exploitation (fiscalement déductible). Il apparaît que la société a surestimé le montant des travaux de 540.

(9) dont 600 de concours bancaires courants

Outre les équipements inscrits au bilan, la société RAMUELLE utilise un matériel en crédit bail. Ce matériel est évalué actuellement à 500 K€. Le contrat a été conclu le 2 Janvier N-1 pour une durée de six ans. La redevance annuelle payable d'avance s'élève à 105 K€. L'option d'achat sera exercée à la fin du contrat le 2 janvier N+5 moyennant le versement de 76 K€. Ce matériel sera encore utilisé pendant 8 ans. (Taux d'actualisation 10 %)

ANNEXE 2 : Valeur d'utilité des immobilisations

Éléments	Valeur d'utilité	Valeur d'acquisition (Valeur d'origine)
Licence	10 791	9 660
Terrain exploitation	26 000	20 640
Terrain spéculatif	6 700	3 450
Terrain personnel	9 800	5 230
Bâtiment exploitation	37 000	59 780
Bâtiment personnel	9 500	15 000
Matériel industriel	3 654	6 445
Matériel informatique et mobilier	2 455	3 350
Matériel de transport	3 195	6 450

Tous les autres éléments du bilan ont une valeur d'utilité égale à leur valeur comptable.

Section 3 - L'actif net comptable

Déterminons l'actif net comptable de la société RAMUELLE:

Capitaux propres	116 436
Actif fictif	
Frais d'établissement	- 640
Charges à répartir	- 650
Prime de remboursement	- 860
Dividendes ($26 * 300\,000 * 1/1000$)	- 7 800
Écart de conversion passif	<u>+ 340</u>
ACTIF NET COMPTABLE	106 826

Du fait des principes des coûts historiques et de prudence, L'actif net comptable ne constitue qu'une approche imparfaite de la valeur de cette entreprise. En effet les valeurs bilantielles sont souvent sous-évaluées (le fonds de commerce développé et créé par l'entreprise n'apparaît pas dans le bilan, seules les moins values latentes sont constatées).

La valeur comptable et la valeur des actifs coïncident seulement au moment de la création de l'entreprise. Le calcul de l'actif net comptable constitue une première étape conduisant au calcul de l'actif net comptable corrigé.

Section 4 - L'actif net comptable corrigé (ou actif net intrinsèque)

A la place des valeurs bilantielles, nous retenons les actuelles ou encore appelées valeurs d'utilité.

A) Détermination de la juste valeur des actifs

La valeur à donner à chaque immobilisation est définie comme étant celle qui correspond au prix qu'un chef d'entreprise prudent et avisé accepterait de décaisser pour obtenir cette immobilisation s'il avait à l'acquérir compte tenu de l'utilité que sa possession présenterait pour la réalisation des objectifs de l'entreprise.

Pour obtenir cette valeur, l'entreprise peut utiliser la technique qu'elle estime la mieux appropriée et se référer en particulier:

- aux cours pratiqués sur un marché approprié;
- à la valeur d'entrée en comptabilité affectée d'un indice de prix spécifique à la famille de biens à laquelle appartient l'immobilisation;
- à la valeur d'entrée affectée d'un indice exprimant les variations du niveau général des prix.

Il est nécessaire de distinguer:

- d'une part les éléments indissociables d'autres éléments du patrimoine dans une perspective de continuité d'exploitation;
- d'autre part, les éléments dissociables dont la cession éventuelle ne modifierait pas les conditions de poursuite de l'exploitation (Avis du conseil national de la comptabilité).

Remarques :

Les éléments incorporels du fonds de commerce peuvent être évalués distinctement de l'actif net en recourant à des méthodes fondées sur la notion de goodwill (chapitre 3).

Les brevets licence et marques peuvent être évalués de manière directe en ayant recours à des méthodes basées sur une approche de rendement (mesure de la capacité d'un bien à engendrer des flux périodiques futurs).

Sinon l'évaluation de ces éléments n'est pas distinguée de l'évaluation du fonds de commerce et est comprise dans le goodwill. Il en sera de même pour les frais de développement.

B) Evaluation du passif

1) Les provisions pour risques et charges

Les risques et les charges peuvent affecter la valeur de la société. Il est donc indispensable de procéder à une analyse très complète des provisions existantes et souhaitables en se faisant préciser le nombre et la nature des problèmes existants.

Dans la perspective choisie par l'évaluateur (liquidation partielle ou totale, continuité d'exploitation), il convient d'apprécier les risques courus par l'entreprise et qui peuvent conduire à des sorties de fonds non provisionnées.

Il conviendra de vérifier la situation de la société au regard de la provision pour engagement de retraite.

L'entreprise doit évaluer à la clôture de l'exercice son engagement de retraite qui ne peut être une dette certaine du fait que le calcul dépend de nombreux paramètres qui peuvent avoir une influence sur le montant des prestations futures (départ avant l'âge de la retraite, politique d'accroissement des salaires....).

Il est possible que certaines provisions n'apparaissent pas totalement justifiées et représentent ainsi des réserves latentes. Le montant non justifié devra être soustrait du passif exigible pour être reclassé dans les capitaux propres. En présence de provisions fiscalement déductibles, il convient de majorer l'actif net d'un montant net d'impôt, la reprise ultérieure de ces provisions constituant un produit imposable.

2) Les engagements hors bilan

Ce problème a déjà été évoqué en ce qui concerne les provisions risques et charges, en particulier avec la provision pour engagement de retraite.

Ces engagements hors bilan doivent faire l'objet d'un examen approfondi et peuvent révéler une dette latente qui viendra augmenter le passif exigible.

Pour les engagements pris, il est nécessaire de porter son attention d'une part sur les effets portés à l'escompte et non échus, d'autre part sur les cautions accordées.

C) La prise en compte de la fiscalité différée et latente

En France, les impôts différés ne sont pas comptabilisés dans les comptes individuels.

Le calcul de l'actif net corrigé, dans une perspective de continuité d'exploitation nécessite de prendre en compte cette situation nette fiscale différée.

Il convient de procéder à une suite d'opérations visant à :

- établir des compensations entre des impôts différés actifs et passifs ;
- soustraire ou ajouter cette situation nette fiscale à l'actif net comptable.

La fiscalité différée est déterminée sur les postes de bilan suivants :

- frais d'établissement ;
- frais de développement (si considéré par hypothèse comme charge inscrite à l'actif c'est-à-dire actif fictif, hypothèse rarement retenue par les praticiens) ;
- charges à répartir (frais d'émission d'emprunt) ;
- primes de remboursement des obligations ;
- provisions réglementées ;
- subvention d'investissement.

Les impôts latents sont subordonnés à une décision de gestion, par exemple les cessions d'immobilisations.

Les plus ou moins-values sur les actifs d'exploitation pourront être reprises pour leur valeur brute sans prendre en compte l'impôt latent sur ces plus ou moins values.

L'hypothèse de réalisation des actifs hors exploitation peut être envisagée, et dans ces conditions il devient nécessaire de prendre en compte l'imposition résultante de plus ou moins values éventuelles.

Remarque :

Les sujets d'examen précisent quelle fiscalité différée ou latente doit être intégrée dans le calcul de l'actif net corrigé. Il est vivement conseillé de bien identifier les hypothèses retenues dans les questions ou dans l'énoncé du sujet.

Dans le cadre d'une fusion les impôts latents pourront être pris en compte après accord des sociétés pour calculer la valeur d'échange. Cependant, il sera nécessaire de prendre en compte les impôts imputables à chaque société afin de rendre équitable la parité d'échange des titres. En effet, la valeur d'échange de l'absorbée serait diminuée du montant de l'imposition alors que l'impôt afférent aux plus-values de l'absorbante (en cas de cession ultérieure) ne viendrait pas réduire sa valeur.

Formule de calcul de l'Actif net comptable corrigé

Capitaux propres
 - Dividendes
 - Actif fictif
 + Écart de conversion passif
 + Plus ou moins values sur actifs et passifs (y compris Crédit-bail)
 + ou - Impôts différés et latents

D) Rappels sur les formules d'actualisation de flux

1) Calcul de la valeur actuelle

Exemple.

Supposons qu'une entreprise prévoie qu'elle aura besoin dans dix ans, le 1^{er} janvier N+10, d'un capital de 50 000 € pour financer un investissement.

Combien lui faudrait-il placer dès maintenant, le 1^{er} janvier N, au taux annuel composé de 5 % afin d'obtenir cette somme dix ans plus tard ?

Nous avons par hypothèse $C_n = 50\,000$ € et nous voulons calculer C_0 .

La relation $C_n = C_0 (1 + i)^n$ nous permet d'écrire $\Rightarrow 50\,000 = C_0 * 1,05^{10}$

$$\Rightarrow C_0 = \frac{50\,000}{1,05^{10}}$$

ou encore, en employant la notation avec des exposants négatifs :

$$\Rightarrow C_0 = 50\,000 * 1,05^{-10} = 30\,695,66 \text{ €}$$

Généralisation

$$\Rightarrow C_0 = C_n (1 + i)^{-n}$$

2) Valeur actuelle d'une suite de flux constants limitée dans le temps

a) Principe

Le nombre d'années d'actualisation est considéré comme fini.

C'est le cas pour l'estimation des flux de trésorerie futurs qu'une entreprise est censée générer.

La valeur actuelle d'une suite de flux a constants au taux i, avec n le nombre d'années, est égale à :

$$V_a = \left[a * \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \right]$$

b) Exemple

La valeur actuelle d'une suite de 10 flux constants de 1 000,00 € au taux de 5% est égale à :

$$V_a = \left[1\,000 * \frac{1 - (1,05)^{-10}}{0,05} \right] = 7\,721,73 \text{ €}$$

3) Valeur actuelle d'une suite de flux constants "d" période avant le 1^{er} flux

a) Principe

$$V_a = \left[a * \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \right] * (1 + i)^{-d}$$

b) Exemple

Une entreprise dégage les flux de trésorerie suivants sur les années N+1 à N+6

=> Fin 1 => 500 K€

=> Fin 2 => 300 K€

=> De fin 3 à fin 6 => 400 K€

Calculons la valeur actuelle des flux de trésorerie générés par cette entreprise au taux de 5%.

On utilisera la formule de la valeur actuelle d'une suite de flux constants pour les quatre dernières annuités.

Il vient :

$$\text{Valeur actuelle} = (500) (1 + t)^{-1} + (300) (1 + t)^{-2} + 400 \left[\frac{1 - (1 + t)^{-4}}{t} \right] (1 + t)^{-2}$$

$$\text{Valeur actuelle} = (500) (1,05)^{-1} + (300) (1,05)^{-2} + 400 \left[\frac{1 - (1,05)^{-4}}{0,05} \right] (1,05)^{-2} = 2\,034,80 \text{ K€}$$

Remarque.

Bien comprendre pourquoi on multiplie $400 \left[\frac{1 - (1,05)^{-4}}{0,05} \right]$ par $(1,05)^{-2}$

En calculant => $400 * \left[\frac{1 - (1,05)^{-4}}{0,05} \right]$ => On actualise en fait les $(4 * 400)$ au début de la période 3 .

=> Puisque l'on doit actualiser tous les flux en 0 => Il faut bien encore ramener le flux de "début de la période 3" en 0.

4) Valeur actuelle d'une suite de flux constants à l'infini

a) Principe

Il arrive que le nombre d'année d'actualisation est considéré comme théoriquement infini.

C'est le cas pour l'estimation des flux de trésorerie futurs qu'une entreprise est censée générer.

La valeur actuelle d'une suite de flux constants à l'infini est la limite de V_0 quand n tend vers l'infini.

$$\lim_{n \rightarrow \infty} (1 + i)^{-n} = 0 \Rightarrow \lim_{n \rightarrow \infty} a \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} = a \frac{1}{i}$$

$$\Rightarrow V_0 = \frac{a}{i}$$

$$\Rightarrow a = V_0 * i$$

b) Exemple

La valeur actuelle d'une suite de flux constants à l'infini de 1 000,00 €, au taux d'actualisation de 5 %, est égale à $\frac{1\,000,00}{0,05} = 20\,000,00$ €

E) Cas d'application : société RAMUELLE

1) Actif net comptable corrigé

Calculons l'actif net comptable corrigé de la société RAMUELLE en tenant compte de tous les éléments, qu'ils soient liés ou non à l'exploitation.

La fiscalité différée sera uniquement prise en compte sur les postes de bilan. Il ne sera pas tenu compte de la fiscalité latente sur les plus ou moins values (hypothèse retenue pour un sujet d'examen par exemple).

Capitaux propres		116 436	
Actif fictif			
Frais d'établissement		- 640	
Charges à répartir (frais d'émission d'emprunt)		- 650	
Prime de remboursement		- 860	
Dividendes		- 7 800	
Plus ou moins values			
Licence	10 791 – 9 660	+ 1 131	
Terrain exploitation	26 000 – 20 640	+ 5 360	
Terrain spéculatif	6 700 – 3 450	+ 3 250	
Terrain personnel	9 800 – 5 230	+ 4 570	
Bâtiment exploitation	37 000 – 39 070	- 2 070	
Bâtiment personnel	9 500 – 7 500	+ 2 000	
Mat industriel	3 654 – 3 687	- 33	
Mat informatique	2 455 – 2 345	+ 110	
Mat de transport	3 195 – 3 225	- 30	
Crédit bail			
La valeur actuelle des versements à effectuer (quatre loyers et l'option d'achat) est égale à :			
$105 + 105 * \frac{1 - (1,1)^{-3}}{0,1} + 76 * (1,1)^{-4} = 418$			
La plus-value est égale à 500 – 418 =		+ 82	
Provision pour risque dont non justifiée		+ 540	(réserve latente)
Écart de conversion passif		+ 340	
		121 736	
Imposition différée passive			
- imposition sur la provision non justifiée 540 x 1/3		180	
- Les subventions d'investissement rapportées au résultat par le compte 777 génère une dette d'impôt 695 * 1/3 =		231	
- La provision pour hausse des prix est reprise 6 ans après sa constitution dette d'impôt 2500 * 1/3 =		833	
- La provision pour investissement n'engendre pas de dette d'impôt car cette provision est reprise en franchise d'impôt.			
- Les dotations aux amortissements dérogatoires ont généré des économies d'impôt qui ont augmenté l'actif net de la société.			

Par conséquent les reprises futures génèrent une dette d'impôt

	$2500 * 1/3 =$	<u>833</u>
TOTAL		2 077

Imposition différée active

- La présence de certains postes d'actif fictif au bilan qui feront l'objet d'un amortissement fiscalement déductible va accroître indirectement la valeur de l'entreprise du fait de l'économie d'impôt qui en résulte.

sur les frais d'établissement	$640 * 1/3 =$	213
sur les frais d'émission d'emprunt	$650 * 1/3 =$	216
sur les primes de remboursement des obligations	$860 * 1/3 =$	286

TOTAL		<u>715</u>
-------	--	------------

Nous pouvons donc calculer l'actif net comptable corrigé de la société RAMUELLE soit :

$$121\,736 - 2\,077 + 715 = 120\,374 \text{ K€}$$

2) Actif net comptable corrigé d'exploitation

Par ailleurs, il est possible de déterminer l'actif net comptable corrigé d'exploitation ce qui permet à un nouvel acquéreur de connaître la valeur de son outil de travail. Les éléments hors exploitation peuvent être cédés sans compromettre l'efficacité de l'entreprise et constituent ainsi une trésorerie potentielle.

Calculons l'actif net comptable corrigé sans tenir compte des éléments hors exploitation de la société RAMUELLE

Calculons l'actif net comptable corrigé d'exploitation

Actif net comptable corrigé	120 374
Moins les éléments hors exploitation (Annexes 1 et 2)	
Terrains conservés dans un but spéculatif	- 6 700
Terrains attachés aux constructions du personnel	- 9 800
Bâtiment loué au personnel	- 9 500
Prêt au personnel	<u>- 1 000</u>
ANCC exploitation	93 374

F) La valeur de liquidation dans une perspective de cessation d'activité

La valeur mathématique intrinsèque et l'actif net comptable corrigé ont été déterminés dans une perspective de continuité d'exploitation. Lorsque la cessation d'activité est envisagée, il est nécessaire de modifier les évaluations et de calculer une valeur de liquidation. Elle correspond à la valeur marchande des actifs sur les marchés secondaires après frais et impôts divers (indemnités de licenciement, impôt sur les plus-values, honoraires du liquidateur, droits d'enregistrement, taxes d'apprentissage,...)

Chapitre 2 - Les méthodes mixtes fondées sur le goodwill

Section 1- Relation entre valeur comptable, valeur de marché et juste valeur

Extrait de « Analyse de l'information financière » Editions Economica
Auteurs : Paul Amadiou et Véronique Bessière

A) Juste valeur et évolution des normes comptables

La juste valeur (fair value), introduite par les IFRS, implique l'utilisation en comptabilité du principe de l'évaluation des actifs et des dettes selon leur valeur de marché ou, si celle-ci n'est pas disponible, selon des modèles d'évaluation fondés sur l'actualisation de flux futurs espérés (voir chapitre 3). Cette introduction exprime clairement une conception de la comptabilité qui répond en priorité aux besoins d'information des investisseurs. En effet, elle reprend explicitement les fondements de la théorie financière de l'évaluation qui privilégie la valeur de marché, celle-ci correspondant à la valeur actualisée de flux de trésorerie futurs anticipés. Cette dimension prévisionnelle est au cœur de l'activité des investisseurs : leurs choix d'investissement résultent d'anticipations.

Sans entrer dans un descriptif technique des normes, soulignons à ce stade que la juste valeur ne concerne pas pour l'instant la totalité des actifs et dettes (les évolutions vers une juste valeur complète ou full fair value sont en discussion) mais qu'elle imprime une vision radicalement différente du rôle de la comptabilité, qui désormais est investie explicitement d'une mission d'évaluation économique, en particulier à travers plusieurs aspects essentiels. Premièrement, la constatation de réévaluations devient régulière (à chaque clôture) alors que les évolutions de valeur antérieurement constatées se limitaient, pour l'essentiel, aux dépréciations (même si le principe de prudence reste mobilisé). Deuxièmement, ces évaluations sont conduites selon une logique d'anticipation à travers les deux modes d'évaluation proposés par la norme.

Enfin, les variations de valeurs transitent par le compte de résultat (tout au moins dans certains cas). Antérieurement, le cadre français de la réévaluation des comptes permettait, de manière exceptionnelle, de modifier les valeurs d'entrée au bilan (il s'agissait de la seule exception au coût historique en comptes sociaux), mais les écarts constatés étaient directement imputés sur les capitaux propres. Les IFRS introduisent ainsi la conception d'un résultat qui intègre des profits potentiels.

B) De la valeur comptable à la valeur de marché

Cette appréhension suppose une représentation de l'entreprise où, d'un côté sont considérés les actifs investis dans l'exploitation, et d'un autre côté les passifs qui financent ces actifs. Cette vision conduit à présenter le bilan sous une forme économique selon le schéma suivant.

Bilan comptable

ACTIF	PASSIF
Actif immobilisé	Capitaux propres
	Dettes financières (emprunts...)
Actifs circulants (stocks, créances...)	Dettes non financières (fournisseurs, organismes sociaux...)

Bilan économique

ACTIF ECONOMIQUE	PASSIF
Actif immobilisé	Capitaux propres
Actifs circulants (stocks, créances...)	Dettes financières (emprunts...)
Dettes non financières (fournisseurs, organismes sociaux,...)	

Cette représentation met en évidence l'actif économique, qui permet la réalisation de l'activité et les capitaux investis par les apporteurs de capitaux : ils ont financé l'actif économique et ces deux agrégats sont comptablement équivalents. Il est alors techniquement aisé de dépasser la vision comptable en appliquant les valeurs de marché. C'est là qu'intervient le marché financier. Le marché des actions fournit en effet une évaluation des capitaux propres des entreprises cotées ; cette évaluation, appelée capitalisation boursière, correspond au nombre d'actions existant multiplié par le cours de bourse. Le

marché des obligations (ces titres correspondent à des emprunts émis sur le marché financier par les entreprises) fournit de son côté l'évaluation des dettes financières. En totalisant la valeur de marché de ces deux agrégats on obtient la valeur de marché des capitaux investis, et donc celle de l'entreprise (c'est-à-dire l'actif économique). La création de valeur est donc mesurée par la différence entre valeur de marché et valeur comptable :

- de l'actif économique, lorsqu'on s'intéresse à l'entreprise dans son ensemble,
- des capitaux propres, lorsqu'on s'intéresse aux seuls actionnaires. Cette évaluation par le marché financier présente plusieurs avantages. Elle considère globalement l'entreprise, et reconnaît donc le caractère indivisible de ses valeurs d'actifs. Elle reflète les perspectives puisque le cours résulte des anticipations des investisseurs concernant le futur de l'entreprise. Elle se forme par un échange effectif (transactions sur le marché), et, à ce titre, constitue une réalité et non pas une abstraction. Ce marché est organisé et réglementé, et composé de multiples intervenants générant de nombreuses transactions. Le prix (le cours observé) résulte ainsi d'un flux important d'offres et de demandes (même si la liquidité de certains titres pose parfois des problèmes pour la réalisation des transactions). Enfin, elle est aisément disponible. Ainsi, à tout moment, elle fournit une mesure de la valeur de l'entreprise.

La valeur de marché, directement obtenue pour les sociétés cotées et estimée par application de méthodes comparatives pour les sociétés non cotées (approche multiple de flux), est utilisée pour mesurer la création de valeur, de la façon suivante :

$$\text{Création de valeur} = \text{valeur de marché (ou juste valeur)} - \text{valeur comptable nette}$$

Elle traduit la notion de surplus apporté par l'entreprise aux actifs qui ont été investis, après prise en compte du coût de renouvellement de cet actif sur la base d'un maintien au niveau actuel (d'où la référence à la valeur nette, après amortissements et provisions). Elle traduit directement l'idée que l'entreprise ne se réduit pas à un ensemble de biens considérés individuellement, mais que sa valeur résulte de la combinaison et de la coordination de ces biens, impliquant un capital non seulement matériel et financier mais aussi humain et immatériel. C'est bien cette combinaison qui permet à l'entreprise de développer un savoir-faire distinctif, un avantage concurrentiel, une position particulière sur ses marchés, une reconnaissance de la valeur de ses produits par les clients (notion de goodwill développée dans ce chapitre). La vision financière ne s'oppose pas à la prise en compte de ces différents éléments constitutifs de l'entreprise puisqu'au contraire elle vise à les mettre en évidence et en propose une quantification.

Puisque l'actif économique est financé par les capitaux propres et la dette financière, la valeur de marché de l'entreprise va se répartir entre la valeur de marché des dettes financières et la valeur de marché des capitaux propres (notions financières), si bien que nous aurons toujours :

Valeur de l'entreprise (**VE**) = valeur des dettes financières + valeur des capitaux propres (**Vcp dans ce poly**)

Attention, on confond souvent valeur de l'entreprise et valeur des capitaux propres; ces derniers étant la valeur de l'entreprise revenant aux actionnaires après que les créanciers aient été désintéressés (**Vcp dans ce poly**).

On appelle « valeur de l'entreprise » (**VE dans ce poly**), la valeur de marché de l'outil industriel et commercial, c'est-à-dire la valeur de marché de l'actif économique. Elle est égale à la somme de la valeur de marché des capitaux propres (capitalisation boursière si l'entreprise est cotée) et de la valeur de marché de la dette financière. Valeur de l'entreprise (**VE**) et valeur de l'actif économique sont donc synonymes.

Exemple

Le compte de résultat de l'entreprise X est le suivant :

Ventes	1 650
Achats	- 600
Charges de personnel	- 500
Dotations amortissements	- 210
Charges financières (500 * 5%)	- 25
Impôt	- 126
Résultat net	189

Bilan économique

ACTIF ECONOMIQUE		PASSIF	
Actif immobilisé	1200	Capitaux propres	1 539
Actif circulant – Passif circulant	839	Dettes financières	500
TOTAL	2 039	TOTAL	2 039

Cette représentation met en évidence l'actif économique (actif investi dans le haut de bilan et dans le bas de bilan), qui permet la réalisation de l'activité, et les capitaux investis par les apporteurs de fonds (capitaux propres et dettes financières) qui ont financé cet actif économique.

Soit un coût des dettes financières de 5 % avant IS et un coût des fonds propres égal à 10 %.
Taux d'IS : 40 % par simplification.

La valeur comptable de cette entreprise est égale à :

Actif économique	2039
Dettes financières	- 500
	1 539

Recherche de **la juste valeur** de cette entreprise en capitalisant le résultat économique au coût moyen pondéré du capital (valeur par les flux)

Calculons le coût moyen pondéré du capital pour les apporteurs de fonds ou investisseurs (les propriétaires pour les capitaux propres et les établissements financiers pour les dettes financières)

$$\frac{10 \% * 1\,539 + 5 \% * 60 \% * 500}{1\,539 + 500} = 8,28 \%$$

Déterminons le résultat économique après impôt pour les apporteurs de fonds (propriétaires et établissements financiers). Ce résultat est composé de deux éléments :

- le résultat net qui rémunère les propriétaires ;
- et les intérêts qui rémunèrent les établissements financiers.

Soit Résultat économique après IS = Résultat net	+	Intérêts nets d'IS	
189	+	25 * 60 %	= 204

Soit **VE = 204 / 8,28 % = 2 463**

La valeur de l'entreprise pour les propriétaires (valeur des capitaux propres, soit Vcp) est obtenue par différence entre la valeur de l'entreprise (ou valeur de l'actif économique VE) et la dette financière nette (DFN).

Valeur des capitaux propres (Vcp) = Valeur entreprise (VE) – Dette financière nette (DFN)
1 963 = 2 463 - 500

Ces résultats montrent qu'il y a création de valeur (valeur par les flux supérieure à la valeur comptable) pour un montant de 1 963 – 1 539 = 424.

Cette situation caractérise les entreprises de croissance et dans ce cas la différence entre les deux valeurs prend le nom de goodwill ou survaleur.

Une création de valeur positive et croissante signifie que les investisseurs anticipent l'existence d'une rente sur une certaine durée.

Section 2 - La notion de goodwill

Les valeurs obtenues par les méthodes patrimoniales diffèrent en règle générale des valeurs obtenues par les méthodes fondées sur la rentabilité attendue. Cette différence trouve son explication dans la capacité de l'entreprise à créer (goodwill) ou détruire de la richesse (badwill). La valeur patrimoniale s'applique mal aux entreprises à forte croissance dont la valeur patrimoniale est faible. Il est donc indispensable de réaliser en complément de cette approche patrimoniale une valorisation du goodwill correspondant à l'actif intangible qu'une entreprise dégage nécessairement. La mesure du goodwill permettra de tenir compte de la rentabilité de l'outil de l'entreprise et ainsi de rendre plus pertinente la méthode patrimoniale.

Une autre approche de l'évaluation est donc possible en combinant la dimension patrimoniale et la dimension bénéficiaire, d'où l'appellation de méthodes intermédiaires ou mixtes.

La valeur de l'entreprise n'est pas toujours égale à la différence entre une somme d'actifs moins les dettes. Il est nécessaire d'y ajouter des actifs immatériels non comptabilisés appelés goodwill.

Nous pouvons citer :

- les éléments liés à la valeur du personnel de l'entreprise (niveau de qualification, faible absentéisme, compétence technique des employés, faibles mouvements d'entrée et de sortie du personnel, relations entre la direction et le personnel, ...) ;
- les éléments liés à la valeur de la clientèle de l'entreprise (nombre de clients, qualité des clients, clientèle potentielle, fidélité de la clientèle, ...) ;
- les éléments liés à la valeur des relations avec les banquiers (ligne d'escompte et de découvert, capacité d'emprunt à long terme, taux de crédit, ...) ;
- les éléments liés à la valeur des fournisseurs de l'entreprise (mise en concurrence des fournisseurs, choix des fournisseurs, qualité des produits, qualité des services, délais de livraisons, ...).

Cette approche consiste à ajouter à l'actif net corrigé une survaleur censée représenter la valeur de ces éléments incorporels.

L'évaluation des éléments incorporels du bilan ayant une valeur réelle est incluse dans le goodwill, ce goodwill représentant :

- les éléments immatériels cités ci-dessus (savoir faire technique du personnel, les relations privilégiées avec les fournisseurs, ...) ;
- et la valeur du fonds de commerce proprement dit, mais également les frais de développement, les concessions, brevets, licences, marques, ... (C'est à dire le fonds commercial pris "au sens large").

Vcp = ANCC (sans les éléments incorporels) + GW
avec Vcp : Valeur des capitaux propres
ANCC : Actif net comptable corrigé
GW : Goodwill

Section 3 - La méthode du goodwill

A) Principes

1) Définition

Le calcul de la valeur du goodwill se réalise de la façon suivante :

$$GW = (CB - tA) * \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

avec CB capacité bénéficiaire calculée à partir des résultats
deux ou trois derniers exercices corrigés pour tenir compte de
la capacité bénéficiaire prévisionnelle
- t taux de rémunération de l'actif considéré comme normal
- i taux d'actualisation
- A Actifs nécessaires à l'exploitation

Le fondement des méthodes d'évaluation du goodwill est la notion de rentabilité des actifs d'exploitation investis dans l'entreprise. La différence entre la capacité bénéficiaire de l'entreprise (CB) et la rentabilité normale des actifs exploitation (tA) représente le surprofit (ou rente de goodwill).

2) La durée de la rente

Quelle durée doit-on choisir et peut-on choisir une durée de vie infinie ?

Certains auteurs préconisent une durée de vie infinie. Dans la mesure où il est normal de considérer que la différence (CB - t x A) doit toujours être positive, il n'y a aucune raison de limiter la valeur de n.

La capitalisation, qui équivaut à une actualisation sur une période infinie, peut paraître irréaliste avec les risques d'erreurs qui pèsent sur les prévisions faites pour les années à venir.

3) Les actifs nécessaires à l'exploitation

Plusieurs variantes de calcul des actifs investis sont souvent retenues notamment l'actif net comptable corrigé, la valeur substantielle brute, et les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation.

Les éléments du fonds commercial pris au sens large (fonds de commerce proprement dit mais également les frais de développement, les concessions, brevets, licences, marques...) sont incorporés ou non incorporés dans le calcul des actifs investis (selon l'hypothèse retenue dans l'énoncé du sujet d'examen).

a) L'actif net comptable corrigé

L'actif net comptable corrigé correspond à la définition présentée dans la section 1 c'est à dire l'ensemble des biens propriété de la société et financés par les capitaux propres. Il faut bien sûr exclure les biens non nécessaires à l'activité de l'entreprise (biens hors exploitation).

b) Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)

Ils représentent l'ensemble des biens utilisés par l'entreprise (outil économique) financés par des capitaux permanents.

Ces CPNE sont obtenus en additionnant :

- la valeur d'utilité des immobilisations nécessaires à l'exploitation;
- et le besoin en fonds de roulement exploitation.

Ces deux éléments font l'objet de prévisions annuelles basées sur des plans d'investissement et des prévisions de chiffre d'affaires.

$$CPNE = \text{Besoin en investissement net calculé à partir des valeurs d'utilité} + \text{Besoin en fonds de roulement normatif}$$

c) La valeur substantielle brute (VSB)

Elle représente l'outil de travail de l'entreprise indépendamment de son appartenance juridique et de son mode de financement. Ces deux éléments apparaissent au passif du bilan d'une entreprise. Par conséquent, la VSB ne fait aucune référence au passif.

La VSB est donc égale à l'ensemble des biens utilisés pour les besoins exploitation y compris donc les biens prêtés, loués ou faisant l'objet d'un contrat de crédit bail. Ces biens contribuent à la réalisation du bénéfice au même titre que les biens dont l'entreprise est propriétaire.

Par contre, les actifs hors exploitation et l'actif fictif en sont exclus.

Le concours des banques au financement de l'entreprise s'effectue généralement par emprunt, découvert bancaire ou effets à l'escompte. Les effets escomptés non échus n'apparaissent plus au bilan comptable. En effet, l'escompte a eu pour effet de diminuer l'actif du bilan (sortie du compte effet à recevoir). Les effets escomptés non échus doivent donc être rajoutés à la VSB afin de la rendre indépendante de son mode de financement.

La VSB (en valeur d'utilité) est égale à :

actif immobilisé d'exploitation corrigé

+ actif circulant nécessaire à l'exploitation (y compris les effets escomptés non échus)

+ valeur d'usage biens dont l'entreprise dispose sans en être propriétaire (crédit-bail, biens prêtés ou loués)

Exemple :

Soit le bilan suivant :

Immo.nettes	2 200	Capital	2 400
Stock	200	Réserve légale	100
Clients	200	Prov. R et C justifiées	20
Trésorerie	<u>100</u>	Fournisseurs	<u>180</u>
	2 700		2 700

Parmi les immobilisations, on a un appartement hors exploitation pour 200 et un fonds de commerce pour 500 (non retenu dans l'actif investi).

Les immobilisations corporelles utiles à l'exploitation ont une valeur d'utilité estimée à 2 000. La société utilise une machine acquise en crédit bail dont la valeur d'usage est estimée à 250.

Calculons l'ANCC exploitation, la VSB et les CPNE.

1. ANCC exploitation

Capital	2 400	
Réserve légale	100	
- Fonds commerce	(500)	
- Appart hors expl	(200)	
Plus value potentielle	<u>500</u>	2 000 - (2 200 - 200 - 500)
	2 300	

2. VSB

Actif immobilisé exploitation corrigé	2 000
Stock	200
Clients	200
Trésorerie	100
Crédit bail	<u>250</u>
	2 750

3. CPNE

Actif immobilisé d'exploitation corrigé	2 000
+ Crédit bail	250
+ BFRE	<u>220</u>
	2 470

4) La capacité bénéficiaire

L'estimation des bénéfices prévisionnels nécessite de corriger le résultat net afin de déterminer les bénéfices annuels futurs dans les conditions les plus proches possibles de la normale eu égard au capital économique idéal pour la bonne marche de l'entreprise.

Les principales corrections à apporter au résultat sont :

- Élimination de charges et de produits non susceptibles de se reproduire ;
- Élimination des résultats exceptionnels ;
- Correction des dotations aux amortissements ; les durées d'usage (durée fiscale applicable aux PME par mesure de simplification) sont différentes des durées d'utilisation (ou durée économique) ;
- Élimination des dotations aux amortissements concernant les postes d'actif fictif ;
- Réintégration des provisions à caractère de réserve dans le résultat (en particulier les provisions réglementées) ;
- Réintégration de certaines charges dans le résultat, par exemple la part de la rémunération excessive de certains dirigeants ou bien les frais accordés aux dirigeants (voiture, réceptions, déplacements,...).
- Révision de l'évaluation des stocks : la surévaluation d'un stock peut induire un gonflement artificiel du résultat ;
- Élimination des charges et des produits sur exercices antérieurs ;
- Élimination de charges et de produits des biens hors exploitation par exemple les revenus locatifs ;
- Les reports déficitaires modifieront le bénéfice prévisionnel et par conséquent le goodwill.

Tous ces retraitements entraîneront une diminution ou une augmentation de l'impôt dont il faudra tenir compte.

Le retraitement du bénéfice sera mené au cas par cas en vue de déterminer un bénéfice récurrent.

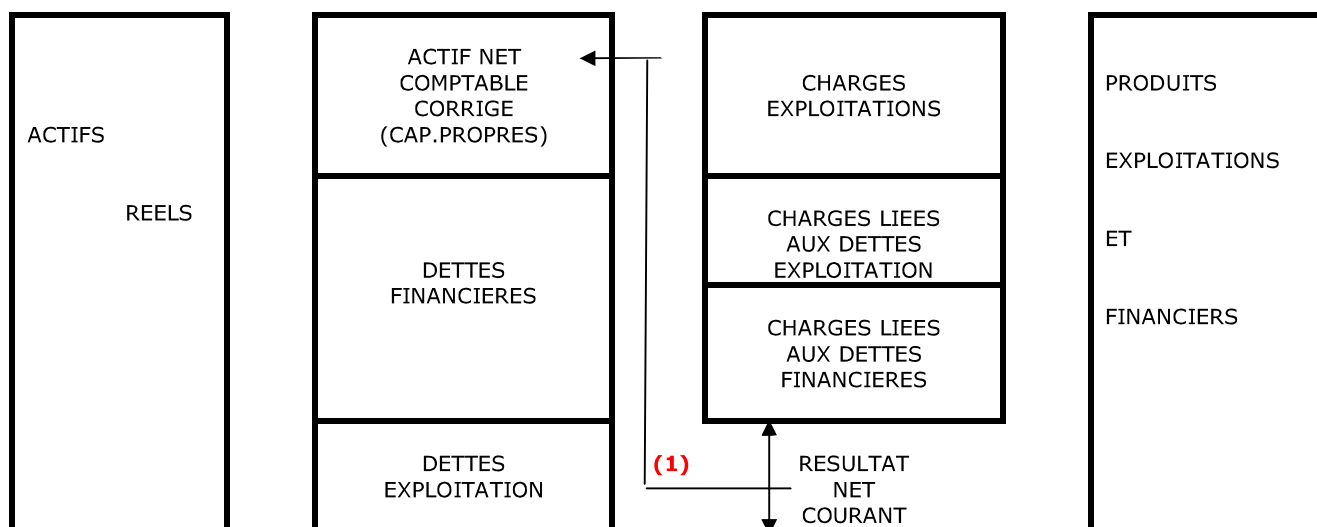
Le bénéfice à retenir peut être :

- soit un résultat net courant retraité moyen pondéré des trois dernières années (en retenant des pondérations de 1 pour N-2, 2 pour N-1 et 3 pour N par exemple) ;
- soit un résultat prévisionnel déterminé à partir d'un business plan.

Afin de déterminer ces résultats prévisionnels, l'entreprise doit disposer quand l'activité est complexe d'un système de gestion prévisionnelle suffisamment élaboré afin de chiffrer avec une approximation acceptable les hypothèses des sociétés. Ces prévisions ne peuvent être considérées comme raisonnables que si elles portent sur une période relativement courte, de l'ordre de trois ans à cinq ans au maximum.

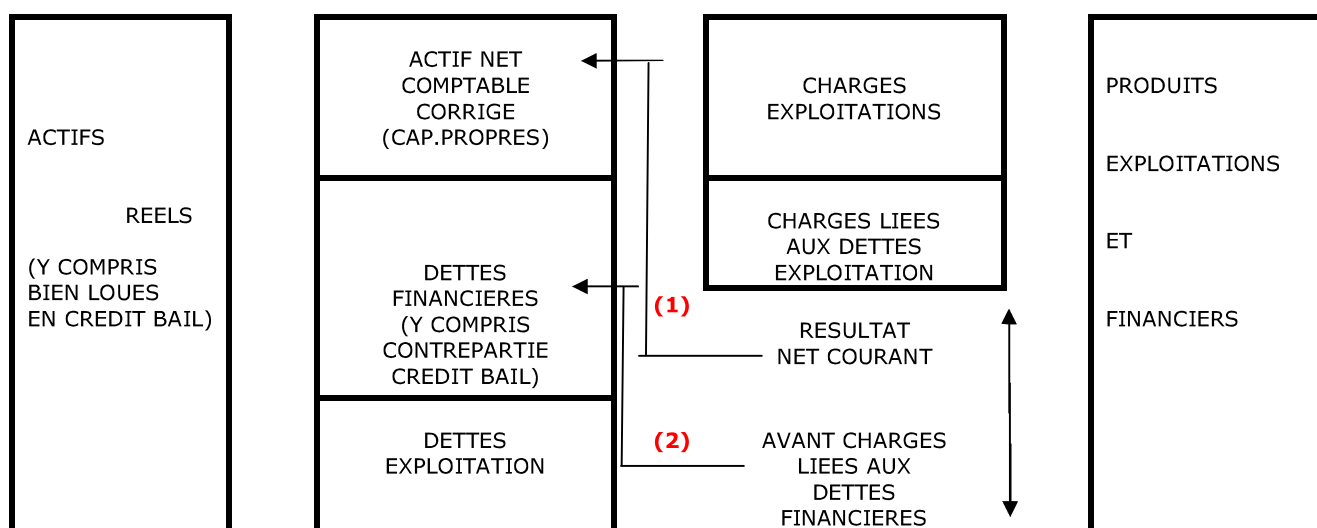
Nous avons vu ci-dessus que les principales méthodes d'évaluation du goodwill adoptent trois variantes de calcul de l'actif nécessaire à l'exploitation. Il est donc nécessaire d'harmoniser la capacité bénéficiaire avec l'actif investi qui a été retenu.

a) Cohérence entre la capacité bénéficiaire et l'actif net comptable corrigé



A l'actif net comptable corrigé correspond le solde intermédiaire de gestion résultat courant qui constitue une bonne approche du bénéfice normal. Comme le montre le schéma ci-dessus ce résultat rémunère les capitaux propres. **(1)**

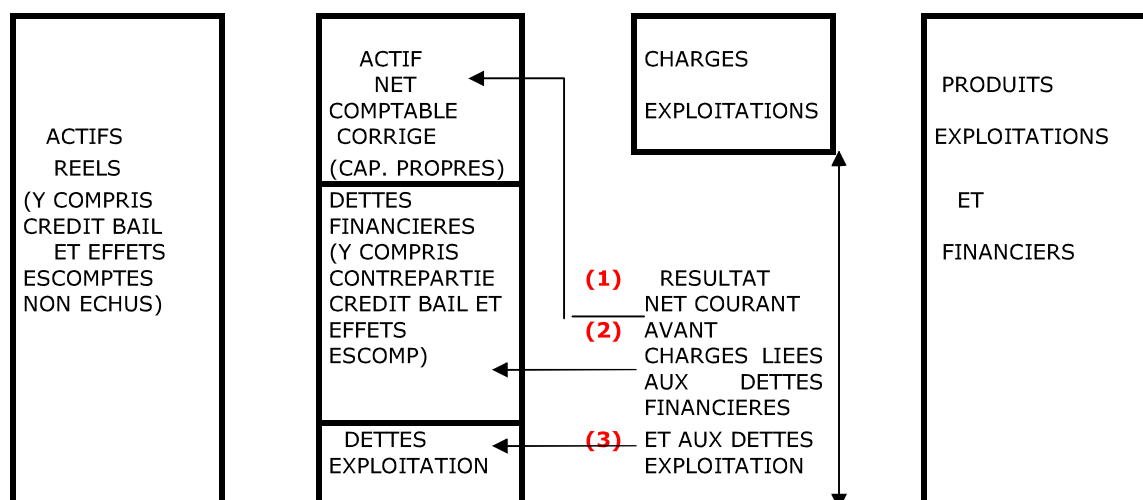
b) Cohérence entre la capacité bénéficiaire et les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)



Aux capitaux permanents nécessaires à l'exploitation correspond un résultat avant charges financières relatives à l'endettement à long et moyen terme. Les CPNE doivent être en principe financés par des capitaux permanents. Ce résultat est composé de deux éléments :

- le premier **(1)** qui rémunère les capitaux propres (solde intermédiaire de gestion résultat net courant) ;
- le second **(2)** qui rémunère les dettes financières (Intérêts des dettes financières).

c) Cohérence entre la capacité bénéficiaire et la valeur substantielle brute (VSB)



A la valeur substantielle brute correspond un résultat avant intérêts des dettes financières et des dettes exploitation. En effet cette VSB représente l'outil économique indépendamment de son mode de financement. Les dettes d'exploitation et financières ne viennent pas en réduction de l'actif nécessaire à l'exploitation et par conséquent ne réduisent pas la capacité bénéficiaire. Ce résultat est composé de trois éléments :

- le premier **(1)** qui rémunère les capitaux propres (solde intermédiaire de gestion résultat net courant) ;
- le deuxième **(2)** qui rémunère les dettes financières (Intérêts des dettes financières) ;
- le troisième **(3)** qui rémunère les dettes exploitation (charges liées aux dettes d'exploitation qui représentent le coût du crédit fournisseur).

Cette troisième composante n'est pas comptabilisée dans le compte de résultat mais peut être estimée. L'estimation de ce coût sort du cadre de cette étude et ne sera pas présentée dans ce module.

Remarque

La méthode basée sur les CPNE pour déterminer le goodwill constitue la méthode la plus pertinente sur le plan économique (capital investi = CPNE ou capital économique). C'est donc celle qui est privilégiée par les praticiens de l'évaluation. La VSB (total de l'actif) n'est pas vraiment représentatif de l'actif économique ou investi. Pour cette raison, cette méthode est désormais peu utilisée en pratique. La méthode basée sur l'ANCC est utilisée dans les cas d'évaluation les plus simples car elle est plus facile à mettre en œuvre.

5) Le taux de rémunération de l'actif nécessaire à l'exploitation

En principe il convient d'harmoniser la capacité bénéficiaire avec l'actif nécessaire à l'exploitation (voir ci-dessus) mais aussi avec le taux de rémunération de cet actif nécessaire à l'exploitation.

CAPACITE BENEFICIAIRE	ACTIF NECESSAIRE A L'EXPLOITATION	TAUX DE REMUNERATION DE L'ACTIF
Résultat courant après impôt	Actif net corrigé	Coût des capitaux propres
Résultat courant retraité après impôt plus intérêts des dettes financières	Capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)	Coût moyen pondéré du capital
Résultat courant après impôt plus intérêts des dettes financières et des charges liées aux dettes exploitation	Valeur substantielle brute (VSB)	Coût moyen pondéré des capitaux investis dans la VSB

Rappelons que la rente de goodwill (ou surprofit) est égale à $(CB - t * A)$.

Si l'actif nécessaire à l'exploitation est représenté par les CPNE, le taux de rémunération de l'actif (t) doit être égal au coût moyen pondéré du capital qui représente un taux moyen mesurant le coût des capitaux propres et des dettes financières (voir développements dans la section 3).

Devant les difficultés rencontrées pour estimer le coût des fonds propres, en particulier pour les sociétés non cotées, les praticiens de l'évaluation retiennent parfois un seul taux de rémunération de l'actif nécessaire à l'exploitation aussi bien pour l'actif net corrigé que pour la VSB et les CPNE. Ce taux correspond à un taux de rendement d'un placement sans risque, par exemple le taux constaté sur le marché obligataire.

Dans ce cas, le goodwill provient du fait que l'investissement dans une entreprise rapporte un profit supérieur à celui d'un placement obligataire. En effet, il est rationnel que l'argent investi dans une entreprise, c'est-à-dire un placement risqué, rapporte durablement plus que ce qu'obtiendrait un investisseur sur le marché obligataire.

Cette hypothèse est toutefois contestable car le rendement exigé sur un investissement en fonds propres doit intégrer le caractère risqué des actions par rapport aux obligations. Investir dans une entreprise est toujours plus risqué qu'investir dans un emprunt d'État quelle que soit la situation financière de la société.

6) Le taux d'actualisation de la rente de goodwill

Ce taux représente le taux de rendement exigé par les investisseurs sur le marché financier pour accepter de détenir des titres présentant un degré de risque équivalent à celui de l'entreprise évaluée.

Le taux d'actualisation de la rente de goodwill, qui reflète son risque, est égal au coût moyen pondéré du capital.

B) Le coût moyen pondéré du capital

Comme toutes les ressources qu'utilise l'entreprise, le capital a un coût.

- Le coût du capital

Il représente le coût moyen pondéré de toutes les sources de financement : actions et dettes financières à leur coût après impôt respectif.

- Le coût de la dette

Il est relativement facile à calculer.

Le banquier se charge d'en fournir une estimation, qu'il faut ajuster toutefois pour l'impôt.

- Le coût des capitaux propres

Le problème se complique dès qu'il est question du coût des capitaux propres.

Il n'existe pas en effet de mesure exacte de ce coût, qui joue pourtant un rôle déterminant dans le processus de création de la valeur ou dans le choix des projets d'investissement.

Il est en effet le taux de rendement minimum qu'un projet d'investissement doit réaliser pour être acceptable du point de vue des actionnaires de l'entreprise.

Cette section est consacrée à une présentation des méthodes d'estimation de ce coût des fonds propres; elle est complétée par un calcul du coût de la dette et d'une présentation du concept de coût moyen pondéré du capital.

1) Calcul du coût des capitaux propres (MEDAF)

Pour évaluer le coût des capitaux propres il faut donc disposer d'une estimation du risque et d'un modèle qui lie ce risque au taux de rendement requis par les actionnaires.

Il faut ensuite disposer de méthodes d'ajustement qui permettent de prendre en compte la situation particulière des entreprises, qu'il s'agisse de l'endettement, du niveau de liquidité des titres ou encore des considérations liées au contrôle.

Il n'existe pas de modèle simple pour estimer sans erreur le coût des fonds propres.

Nous pouvons utiliser un modèle développé par les financiers et connu sous le terme modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF).

Ce modèle établit une relation simple entre le rendement et le risque, propose une mesure de risque et permet une première approximation du coût des fonds-propres.

a) Les fondements du MEDAF

Tout investissement implique une prise de risque pour une rentabilité espérée.

Le couple risque/rentabilité est inhérent à tout investissement.

C'est une projection sur l'avenir.

L'investisseur qui décide d'acheter une action fait le pari que la somme actualisée de son gain (flux des dividendes + plus-value sur le produit de la cession) sera supérieure à ce qu'il aurait gagné en plaçant son argent dans un actif sans risque.

L'actif sans risque pris en référence est la plupart du temps un emprunt d'Etat à 10 ans.

Le risque sur cette nature de placement est quasiment nul, la rentabilité à l'échéance étant connue à l'avance.

L'investisseur qui opte pour un investissement en actions exige que sa prise de risque soit rémunérée.

C'est la prime de risque. Celle-ci est donc le supplément de rentabilité exigé par cet investisseur en actions par rapport à la rentabilité certaine qu'il obtiendrait avec un actif sans risque, comme un emprunt d'Etat.

Le rendement attendu par l'actionnaire (taux risqué K_{cp}) dépend de son risque par le β :

$$\Rightarrow K_{cp} = K_{sr} + (\beta * PR)$$

Avec :

K_{cp} , rendement attendu par l'actionnaire de la société.

K_{sr} , Taux sans risque (OAT 7-10 ans)

PR , prime de risque moyenne du marché boursier

β , propre à la société et fonction de son risque

La prime de risque (PR) est égale à la différence entre le taux espéré du marché et le taux sans risque [$E(R_m) - K_{sr}$] multipliée par le coefficient de sensibilité β .

Avec :

R_m = Le taux de rendement moyen du marché des actions

$E(R_m)$ = Espérance mathématique de R_m

b) Le coefficient Bêta

Le risque est de nature diverse.

Il concerne à la fois l'ensemble du marché, comme les fluctuations des taux d'intérêt ou les révisions de croissance des bénéfices des entreprises, et chaque action prise individuellement.

Sur le marché des actions françaises, la prime de risque historique du marché est évaluée à 5 % ; ce qui signifie, compte tenu du niveau actuel des taux d'intérêt à 10 ans, que tout investissement en actions

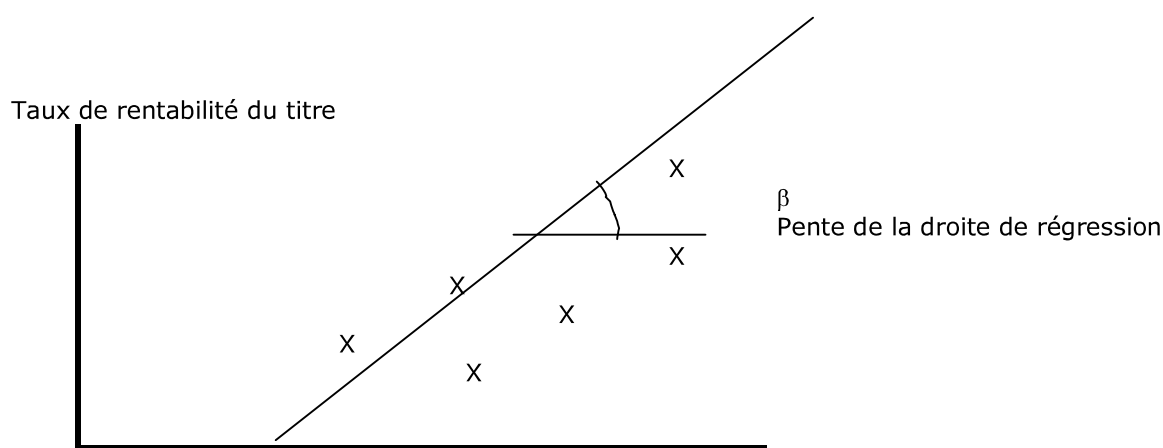
doit rapporter plus de 10 % pour mériter un arbitrage favorable par rapport à un investissement dans un emprunt d'Etat à 10 ans.

Le risque sur une action en particulier est fonction de son coefficient bêta.

Cet indicateur permet de mesurer la sensibilité du cours d'une action à une variation de l'indice de marché.

Ainsi si une action a un Bêta de 1,6 cela signifie que lorsque l'indice de marché varie de 1% la rentabilité de cette action connaît une variation de 1,6 % (coefficient de sensibilité).

Le bêta de chaque action est apprécié à partir de plusieurs critères : bêta sectoriel, risque de prévision, risque financier... Le bêta du marché est par définition égal à 1.



Taux de rentabilité du marché

Le coefficient de sensibilité du titre i peut être déterminé par régression entre la rentabilité du titre et la rentabilité du marché (méthode des moindres carrés) à partir d'observations historiques (ex ante).

c) La décomposition du risque global

Le modèle de marché permet de décomposer le risque global en :

- risque de marché où les facteurs économiques ont une influence sur l'ensemble des valeurs ;
- risque sectoriel lié aux caractéristiques de l'activité: maturité, croissance etc.. ;
- risque spécifique lié au positionnement de la société sur son secteur par rapport à ses concurrents et qui dépend des caractéristiques propres à l'entreprise (effet taille ou illiquidité) ;
- risque financier lié à la structure financière de la société.

Partant de la formule présentée ci-dessus => $K_{cp} = K_{sr} + (\beta * PR)$

Après décomposition la formule devient :

$$\Rightarrow K_{cp} = K_{sr} + (\beta_{\text{sectoriel}} * \beta_{\text{spécifique}} * \beta_{\text{financier}} * PR)$$

Avec :

1 - Le risque exploitation qui dépend de l'activité économique générale, de la situation du secteur et des caractéristiques propres à l'entreprise.

Le β désendetté = $\beta_{\text{sectoriel désendetté}} + \beta_{\text{spécifique}}$

Il convient de corriger le β sectoriel désendetté avec le β risque spécifique (effet taille ou illiquidité)

2- Le risque financier (β financier) dépend de la structure financière de la société

Plus l'endettement est élevé, plus le risque financier est important

$$\Rightarrow \beta = \beta \text{ désendetté} * [1 + (1 - T * IS) * DFN/Vcp]$$

Avec

$T * I.S$ = Taux de l'impôt

DFN = Dette financière nette = Emprunts à long et moyen terme + Emprunts à court terme - trésorerie

Vcp = Valeur de marché des capitaux propres

d) Calcul pratique du taux risqué

Les étapes de calcul de ce taux sont les suivantes :

- 1) Retenir le β désendetté du secteur (référentiel) tel que proposé par la plupart des grandes bases de données financières (voir table ci-dessous) ; c'est le β sectoriel (désendetté).
- 2) Prendre en compte le risque spécifique
- 3) Calculer le β endetté correspondant à la structure financière de la société (ce qui suppose une première estimation de sa valeur)
- 4) En déduire le taux risqué en retenant une prime de marché.

Le calcul du β endetté nécessite de connaître la valeur de marché des capitaux propres.

Le processus de calcul est donc itératif. Il est nécessaire de connaître le résultat de l'évaluation pour déterminer le β endetté dont la détermination doit être effectuée préalablement à la mise en œuvre de l'évaluation.

Exemple de table de coefficient de Béta (β)

Béta sectoriel désendetté	
Alimentation	0,30
Distribution Gaz / Electricité	0,33
Papier et Bois	0,36
Distribution textile	0,41
Distribution eau / Traitement déchets	0,46
Emballage	0,47
Chimie spécialisée	0,47
BTP et Ingénierie	0,53
Distribution spécialisée	0,55
Pharmacie	0,57
Textile	0,58
Transport terrestre	0,66
Santé	0,69
Distribution alimentaire	0,71
Aéronautique et Défense	0,71
Chimie de base	0,72
Automobile	0,72
Hôtels et Loisirs	0,74
Pétrole, Gaz et Electricité	0,90
Distribution professionnelle	0,92
Transport aérien	0,96
Presse et Edition	0,98
Télécoms, Internet	1,11
Electronique et Informatique	1,58
Medias	1,61
SSI, éditeurs logiciels	1,71
Technologie, semi-conducteurs	1,89

Exemple

Les dirigeants de l'entreprise ABC désirent calculer le coût des fonds propres de l'entreprise.

Les actions de cette entreprise ne sont pas négociées en bourse.

Le risque systématique des entreprises de ce secteur est estimé à 1,1 (Béta référentiel à endettement nul voir table ci-dessus).

L'entreprise ABC a un niveau d'endettement (calculé par $\Rightarrow$ Dette financière nette / Valeur des capitaux propres (Vcp) exprimé en valeur de marché) de 0,5.

Le taux d'imposition de toutes les entreprises du secteur est de 33 1/3 %.

Le taux sans risque est de 4 %.

La prime de risque traditionnelle du marché est de 5 %.

L'indice de risque spécifique retenu (prime de taille et d'illiquidité) est de 0,25.

Question.

Déterminons le coût des fonds propres de l'entreprise ABC en identifiant clairement le rendement exigé par les actionnaires ne supportant que le risque d'exploitation et la prime de risque additionnelle exigé pour supporter l'endettement.

Solution

- DONNEES A SAISIR

DONNEES DE MARCHE

Taux sans risque	4 %	Par exemple Taux des emprunts d'Etat (8 à 10 ans)
Prime de risque de marché	5 %	

DONNEES DU SECTEUR

Bêta référentiel à endettement nul **(1)** 1,1 A rechercher dans le référentiel

DONNEES DE LA SOCIETE

Indice de risque spécifique (2)	0,25	Effet taille ou illiquidité
DFN/Vcp	0,5	

- DONNEES CALCULEES

Bêta société à endettement nul 1,35 **(1) + (2)**

Bêta société endetté = $\beta = \beta \text{ désendetté} * [1 + (1 - T * IS) * DFN/Vcp]$

$$\text{Soit } \beta = 1,35 * (1 + 0,6666 * 0,5) = 1,79$$

Coût des capitaux propres = $K_{cp} = K_{sr} + (\beta * PR)$

$$\text{Soit } 4 \% + (1,79 * 5 \%) = 12,95 \%$$

Ce coût des capitaux propres se décompose de la manière suivante :

$$K_{cp} = 4 \% + \underbrace{1,35 * 5 \%}_{\text{Risque exploitation} = 6,75 \%} + \underbrace{1,35 * (0,6666 * 0,5) * 5 \%}_{\text{Risque financier} = 2,24 \%}$$

Le risque exploitation dépend de l'activité économique générale, de la situation du secteur et des caractéristiques propres à l'entreprise.

Le risque financier est lié au ratio d'endettement.

2) Calcul du coût de l'endettement

Le coût de l'endettement n'est pas le coût de l'endettement contracté il y a 10 ans, 1 an ou 3 mois ou encore une moyenne de ces taux, ni encore le rapport des frais financiers à l'endettement moyen de l'année.

Le coût de l'endettement net est le taux auquel l'entreprise pourrait s'endetter aujourd'hui compte tenu de sa situation économique et financière et de son niveau d'endettement.

Il ne saurait être inférieur au taux sans risque.

3) Calcul du coût moyen pondéré du capital (CMPC)

Si l'on se place du point de vue global des bailleurs de fonds, le coût du capital est la moyenne arithmétique pondérée des coûts des différents moyens de financement de l'entreprise, à la fois par capitaux propres et par capitaux empruntés (dettes financières à court terme et à long terme).

$$CMPC = \left(K_{cp} * \frac{V_{cp}}{V_{cp} + DFN} \right) + \left[K_d * (1 - IS) * \frac{DFN}{V_{cp} + DFN} \right]$$

Avec :

K_{cp} = Coût des fonds propres

K_d = Coût de la dette financière nette

DFN (en valeur de marché) = Dette financière nette = Emprunts à long et moyen terme + Emprunts à court terme - Trésorerie

V_{cp} = La valeur de marché des capitaux propres

Les proportions de dette et de fonds propres doivent en principe être estimées suivant la valeur de marché de ces deux éléments.

Le choix de la pondération s'effectue en valeur de marché et non en valeur comptable.

En réalité dans la pratique, la valeur de marché de la dette est trop souvent supposée égale à sa valeur comptable.

Par conséquent, le processus de détermination du CMPC est itératif.

On a besoin du résultat de l'évaluation pour déterminer le CMPC dont la détermination doit être effectuée préalablement à la mise en œuvre de l'évaluation.

Les résultats du calcul peuvent être obtenus sous EXCEL.

Exemple

Recherchons le coût moyen pondéré du capital de l'entreprise INDEC

Données	
K_{sr} (Taux sans risque) =	5 %
K_d après IS (Taux d'intérêt après IS) =	4 %
Prime risque =	5 %
β secteur désendetté =	0,9
Dette Financière Nette en valeur de marché (DFN) =	500
Valeur capitaux propres =	1 214
Taux d'impôt	33 1/3 %

Détermination du coût moyen pondéré du capital

1- Le coût des fonds propres est égal à $\Rightarrow K_{cp} = K_{sr} + (\beta * PR)$

Avec :

$$\beta = \beta_{\text{désendetté}} * [1 + (1 - T * IS) * DFN/V_{cp}]$$

$$\beta = 0,9 * (1 + 0,66666 * 0,41) = 1,145$$

Soit un coût des fonds propres = 5 % + (5 % * 1,145) = 10,7 %

2- Le Coût moyen pondéré du capital est donc égal à :

$$CMPC = (10,7 \% * 1\,214/1\,714) + (4 \% * 500/1\,714) = 8,7 \%$$

C) Les principales méthodes de calcul du goodwill

1) La méthode des praticiens (ou méthode allemande)

Les données utilisées sont les suivantes :

Vcp = valeur des capitaux propres
ANCC = actif net comptable corrigé
CB = capacité bénéficiaire
GW = goodwill
t = taux de capitalisation

La valeur de rendement est égale à

$$Vr = \frac{\text{Capacité bénéficiaire}}{\text{Taux de capitalisation}} = \frac{CB}{t}$$

La valeur des capitaux propres est donnée par la moyenne arithmétique de la valeur de rendement et de l'actif net comptable corrigé. Elle se situe entre la valeur de rendement et la valeur patrimoniale.

$$Vcp = \frac{Vr + ANCC}{2}$$

soit $Vcp = ANCC + (1/2 Vr - 1/2 ANCC)$ ce qui équivaut à la méthode du goodwill.

$$Vcp = ANCC + GW \text{ avec } GW = \frac{Vr - ANCC}{2} \text{ soit } GW = \frac{CB - tANCC}{2t}$$

2) La méthode des anglo-saxons

Dans la méthode des anglo-saxons, la valeur de base est l'actif net comptable corrigé (ANCC).

La rente de goodwill (ou surprofit) est calculé par rapport :

- à la capacité bénéficiaire espérée (CB) ;
- à la rémunération au taux de placement sans risque (t %) ou au coût des capitaux propres de l'actif net comptable corrigé exploitation

La survaleur ou goodwill est obtenue par capitalisation de ce surprofit au taux i exprimant le coût des capitaux propres.

$$GW = \frac{CB - t * ANCC \text{ expl}}{i} \text{ et } Vcp = ANCC + \frac{CB - t * ANCC \text{ expl}}{i}$$

La valeur du goodwill peut être aussi obtenue en capitalisant la différence entre la capacité bénéficiaire et la rémunération au taux de placement sans risque ou au coût moyen pondéré des capitaux (y compris les capitaux à CT) de la VSB.

$$GW = \frac{CB - t * VSB}{i} \text{ et } Vcp = ANCC + \frac{CB - t * VSB}{i}$$

3) La méthode de l'Union européenne des experts comptables, économiques et financiers (UEC)

Le surprofit est calculé par rapport à la rémunération de la valeur globale de l'entreprise Vcp et non de la valeur de base. La survaleur correspond à la valeur actualisée de ce surprofit soit :

$$GW = [CB - t (VSB + GW)] * \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

avec CB capacité bénéficiaire
t taux de placement sans risque
VSB valeur substantielle brute
GW goodwill
i taux d'actualisation

La rente de goodwill n'est plus considérée comme un excédent d'une capacité bénéficiaire durable sur la rémunération de l'ANCC, de la VSB ou des CPNE. L'acheteur aura investi et payé un prix qu'il convient à ce titre de rémunérer.

4) Les méthodes de la rente de goodwill actualisée

Méthode de la rémunération de l'actif net comptable corrigé (ANCC)

$$V_{cp} = ANCC + (CB - t * ANCC_{expl}) \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

avec ANCC = Actif net comptable corrigé
ANCC expl = Actif net comptable corrigé exploitation
CB Capacité bénéficiaire
t Taux de placement sans risque ou coût des capitaux propres
i Taux d'actualisation

Méthode des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)

$$V_{cp} = ANCC + (CB - t * CPNE) \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

avec ANCC Actif net comptable corrigé
CB Capacité bénéficiaire
t Taux de placement sans risque ou coût moyen pondéré du capital
CPNE Capitaux permanents nécessaires à l'exploitation
i Taux d'actualisation

Méthode de la valeur substantielle brute (VSB)

$$V_{cp} = ANCC + (CB - t * VSB) \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

avec ANCC Actif net comptable corrigé
CB Capacité bénéficiaire
t Taux de placement sans risque ou coût moyen pondéré des capitaux (y compris les capitaux à CT)
VSB Valeur substantielle brute
i Taux d'actualisation

Remarques :

La méthode la plus utilisée par les praticiens est la méthode de calcul du goodwill fondée sur les CPNE. En effet, le niveau des actifs investis dans une entreprise est représenté par les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation. Le calcul du goodwill basé sur les CPNE peut être prévisionnel à partir d'un plan d'affaires (voir CAS RAMUELLE) ou historique si l'évaluateur ne dispose pas de prévisions sur l'entreprise.

D) Tableau de synthèse de la capacité bénéficiaire

Retraitement du résultat courant	Capacité bénéficiaire pour le GW basé sur l'ANCC exploitation	Capacité bénéficiaire pour le GW basé sur les CPNE
Résultat courant avant ou après impôt +/- corrections ci-dessous	Résultat courant retraité après impôt	Résultat courant retraité après impôt
Élimination de charges et de produits non susceptibles de se reproduire ; Correction des dotations aux amortissements ; les durées d'usage (durée fiscale applicable aux PME par mesure de simplification) sont différentes des durées d'utilisation (ou durée économique) ; Élimination des dotations aux amortissements concernant les postes d'actif fictif ; Réintégration des provisions à caractère de réserve dans le résultat) ; Réintégration de certaines charges dans le résultat, par exemple la part de la rémunération excessive de certains dirigeants ou bien les frais accordés aux dirigeants (voiture, réceptions, déplacements,...). Révision de l'évaluation des stocks : la surévaluation d'un stock peut induire un gonflement artificiel du résultat ; Élimination des charges et des produits sur exercices antérieurs ; Élimination de charges et de produits des biens hors exploitation par exemple les revenus locatifs ; Les reports déficitaires modifieront le bénéfice prévisionnel et par conséquent le goodwill.		+ Redevance de crédit bail (1) - Dotations amortissement crédit bail (1) + Intérêts des emprunts (1)
- Impact de l'Impôt		
= Résultat courant retraité après impôt	= Capacité bénéficiaire	= Capacité bénéficiaire

(1) après effet d'impôt

Exemple :

Le compte de résultat de la Société Européenne de Bois et Charpentes (SEBC) vous est communiqué ci-dessous en K€ :

ACTIF		PASSIF	
Charges d'exploitation	118 000	Produits d'exploitation	120 000
Charges financières	800		
Charges exceptionnelles	200		
Impôt sur les bénéfices	400		
Bénéfices	600		
TOTAL	120 000	TOTAL	120 000

Renseignements complémentaires en K€.

Immeuble hors exploitation.

- valeur nette comptable : 1 000
- amortissements de l'exercice : 25
- loyer annuel (produit exploitation) : 80
- charges autres que les amortissements : 20

Actif fictif (frais d'établissement)

- amortissements de l'exercice : 40

Crédit bail

- redevance annuelle : 320
- si le bien avait été acheté, l'amortissement de l'exercice aurait été de 225.

Capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE) : 7 020

Taux de l'impôt : 34 % (par simplification).

Calculons le Goodwill en appliquant la méthode de la rente de goodwill actualisée à partir des CPNE.

On retiendra une durée de rente infinie, et un coût moyen pondéré du capital de 10%.

Solution.

Évaluation du bénéfice

Résultat courant avant impôt

Bénéfice	600	
+ impôt	+ 400	
+ charges exceptionnelles	<u>+ 200</u>	
		+ 1 200

Corrections liées à l'immeuble hors exploitation

+ amortissements	+ 25	
+ charges	+ 20	
- loyers	<u>- 80</u>	
		- 35

Corrections sur charges financières (intérêts)

+ 800

Corrections liées au crédit bail (intérêt du crédit bail)

+ redevances	+ 320	
- amortissements	<u>- 225</u>	
		+ 95

Corrections liées à l'actif fictif

+ amortissements	<u>+ 40</u>	
------------------	-------------	--

BENEFICE AVANT IMPOT

2 100

Impôt sur les bénéfices à 34 %	<u>- 714</u>	
--------------------------------	--------------	--

BENEFICE APRES IMPOT

1 386

La redevance de crédit bail de 320 est retraitée en amortissement de 225 et intérêts de 95.

Calcul du Goodwill

$$\begin{aligned} \text{Rente du Goodwill} &= B - 10 \% \text{ CPNE} \\ &= 1\,386 - 10 \% * 7\,020 \\ &= 684 \end{aligned}$$

La durée de la rente étant infinie, l'actualisation se ramène donc à une capitalisation.

$$\text{Soit un Goodwill de} = 684 / 10 \% = 6\,840$$

E) La mise en œuvre de la méthode du goodwill dans le cadre de la société RAMUELLE

On vous communique les annexes complémentaires suivantes :

ANNEXE 3 Résultats courants retraités sur les trois derniers exercices

	N-2	N-1	N
Résultat courant retraité après impôt en K€	12 654	11 740	12 094
Dont intérêts dettes financières	2660	2852	2678

ANNEXE 4 Comptes de résultats prévisionnels en K€

	N+1	N+2	N+3
Produits exploitation			
Production vendue	96 000	99 000	105 000
Production stockée	9 540	10 120	11 000
Production immobilisée	4 000	3 980	4 120
Subventions d'exploitation	3 600	3 800	3 950
Loyers des habitations loués au personnel	145	150	160
Autres produits	76	90	100
TOTAL	113 361	117 140	124 330
Charges d'exploitation			
Achats d'approvisionnement et variation de stocks	24 560	25 900	26 560
Autres achats et charges externes	3 340	2 890	3 089
Impôts et taxes	4 320	4 450	4 789
Charges de personnel	27 000	28 000	29 000
Charges sociales	8 890	9 010	9 300
Dotations aux amortissements	22 000	24 000	29 800
Dotations aux provisions	3 980	2 880	2 780
TOTAL	94 090	97 130	105 318
Résultat d'exploitation	19 271	20 010	19 012
Produits financiers			
Produits des participations	440	460	510
Produits des VMP	90	85	95
Escomptes obtenus	110	112	98
TOTAL	640	657	703
Charges financières			
Intérêts des dettes financières	1 900	1 750	1 810
Escomptes accordés	195	210	230
Dotations financières	280	297	305
TOTAL	2 375	2 257	2 345
Résultat financier	- 1 735	- 1 600	- 1 642
Impôt sur les bénéfices	5 845	6 136	5 790
Résultat courant après impôt	11 691	12 274	11 580

ANNEXE 5 Informations complémentaires

- Une étude du besoin en fonds de roulement normatif selon la méthode des experts comptables a permis de déterminer un besoin de 65 jours de chiffres d'affaires HT pour les cinq années à venir.
- Investissements prévus en N+1 11 000 K€, N+2 16 000 K€, N+3 17 000 K€. Ces investissements devraient permettre une augmentation de la capacité de production et de la productivité.
- Les impôts et taxes comprennent une somme annuelle de 80 K€ se rapportant aux immeubles d'habitation.
- Les charges externes comprennent 320 K€ pour l'entretien et l'assurance des immeubles d'habitation.
- Les dotations aux amortissements calculées sur les valeurs d'utilité des immobilisations d'exploitation s'élèvent respectivement à 19 000 K€ pour N+1, 20 300 K€ pour N+2, 26 600 K€ pour N+3.
- Rappel : Outre les équipements inscrits au bilan, la société RAMUELLE utilise un matériel en crédit bail. Ce matériel est évalué actuellement à 500 K€. Le contrat a été conclu le 2 janvier N-1 pour une durée de six ans. La redevance annuelle payable d'avance s'élève à 105 K€. L'option d'achat sera exercée à la fin du contrat le 2 janvier N+5 moyennant le versement de 76 K€. Ce matériel sera encore utilisé pendant 8 ans (taux d'actualisation 10 %).
- Coût moyen pondéré du capital (Taux d'actualisation de la rente de goodwill) : 9 %
- Taux de rémunération de l'actif économique : 6 %
- Montant des effets escomptés non échus au 31/12/N : 2 177 K€

- Pour le calcul du goodwill, les rentes seront actualisées sur 10 ans.
- Les frais de développement et les licences seront inclus dans l'actif investi. Leur valorisation est donc dissociée de celle du goodwill (fonds de commerce).

1) Calculons le goodwill de la société RAMUELLE

La valeur des capitaux propres de l'entreprise est égale à :

$$V_{cp} = ANCC \text{ (sans le fonds de commerce)} + \text{Goodwill}$$

Cette approche consiste à ajouter à l'actif net corrigé une survalueur censée représenter la valeur de ces éléments incorporels.

a) Calcul du goodwill et de la valeur des capitaux propres de l'entreprise à partir de la rémunération de l'actif net comptable corrigé d'exploitation(ANCC).

a.1) Méthode de la rente de goodwill actualisée

Calculons l'actif net comptable corrigé d'exploitation

Actif net comptable corrigé (question 1°)	120 374
Moins les éléments hors exploitation (Annexes 1 et 2)	
Terrains conservés dans un but spéculatif	- 6 700
Terrains attachés aux constructions du personnel	- 9 800
Bâtiment loué au personnel	- 9 500
Prêt au personnel	- 1 000
ANCC exploitation	93 374

Capacité bénéficiaire liée à l'actif net comptable corrigé d'exploitation.

Pour déterminer ce bénéfice nous prendrons comme période de référence les trois derniers exercices. (Annexe 4)

Exercices	N-2	N-1	N
Résultat courant retraité après impôt	12 654	11 740	12 094

Nous obtenons un résultat courant moyen de $\frac{12\,654 + 11\,740 + 12\,094}{3} = 12\,162 \text{ K€}$

La rente de goodwill est donc égale à :

$$12\,162 \text{ CB (capacité bénéficiaire)} - 6\% * 93\,374 \text{ (rémunération de l'ANCC exploitation)} = 6\,559 \text{ K€}$$

Application de la méthode de la rente de goodwill actualisé au coût moyen pondéré du capital 9%.

Le goodwill est donc égal à :

$$GW = 6\,559 \frac{1 - (1,09)^{-10}}{0,09} = 42\,093 \text{ K€}$$

La valeur des capitaux propres de l'entreprise est égale à :

$$V_{cp} = ANCC + GW = 120\,374 + 42\,093 = 162\,467 \text{ K€}$$

a.2) La méthode des anglo-saxons

Le goodwill est égal à la capitalisation de la différence entre la capacité bénéficiaire et la rémunération de l'actif net comptable corrigé.

$$V_{cp} = ANCC + \frac{CB - t * ANCC \text{ exploitation}}{i}$$

La valeur des capitaux propres de l'entreprise est égale à :

$$V_{cp} = 120\,374 + \frac{12\,162 - 93\,374 * 6\%}{0,09} = 193\,258 \text{ K€}$$

a.3) La méthode des praticiens (dite parfois méthode allemande)

La valeur des capitaux propres de l'entreprise est donnée par la moyenne arithmétique de la valeur de rendement et de l'actif net comptable corrigé. Elle se situe entre la valeur de rendement et la valeur patrimoniale.

$$V_{cp} = \frac{V_r + ANCC}{2}$$

soit $V_{cp} = ANCC + (1/2 V_r - 1/2 ANCC)$ ce qui équivaut à la méthode du goodwill.

$$V_{cp} = ANCC + GW \text{ avec } GW = \frac{(V_r - ANCC)}{2} \text{ soit } GW = \frac{CB - t ANCC}{2t}$$

La valeur de l'entreprise revenant aux actionnaires (ou valeur des capitaux propres) est égale à :

$$V_{cp} = 120\,374 + \frac{12\,162 - 6\% (120\,374)}{2 * 6\%} = 161\,537 \text{ K€}$$

b) Calcul du goodwill et de la valeur des capitaux propres de l'entreprise à partir de la valeur substantielle brute (VSB).

b.1) Méthode de la rente de goodwill actualisée.

Déterminons la valeur substantielle brute c'est à dire la valeur d'utilité des biens utilisés pour les besoins d'exploitation.

Immobilisations 31/12/N (Annexe 2)

Immobilisations incorporelles	
Licence	10 791
Frais de développement	2 480
Immobilisations corporelles d'exploitation	
Terrains d'exploitation	26 000
Bâtiments exploitation	37 000
Matériel industriel	3 654
Matériel informatique et mobilier	2 455
Matériel de transport	3 195
Immobilisations financières	
Autres	3 500
Valeur d'utilité du matériel utilisé en crédit bail	<u>500</u>
	89 575

Actif circulant (Annexe 1)

Stocks	13 939
Avances et acomptes	5 675
Créances	23 890
Autres créances	3 674
VMP	500
Disponibilités	1 280
Charges constatées d'avance	400
Effets escomptés non échus (Annexe 5)	<u>2 177</u>

VSB = 141 110

L'écart de conversion actif constitue une perte latente de change (provisionnée car l'entreprise n'a pas de couverture de change) et ne doit pas être intégré à la VSB.

Déterminons la capacité bénéficiaire liée à la VSB

	N-2	N-1	N
Résultat courant retraité après impôt (Voir annexe 3)	12 654,00	11 740,00	12 094,00
+ charges financières (Voir annexe 3)			
Intérêts des dettes financières	+ 2 660,00	+ 2 852,00	+ 2 678,00
Charges financières crédit bail (1)		+ 42,50	+ 42,50
- moins incidence fiscale sur charges financières	- 887,00	- 965,00	- 907,00
Capacité bénéficiaire (2)	14 427,00	13 669,50	13 907,50

soit une capacité bénéficiaire moyenne de $\frac{14\,427 + 13\,669,50 + 13\,907,50}{3} = 14\,001,33$

(1) Le retraitement du crédit bail consiste à éliminer des charges externes la redevance de crédit bail et la remplacer par une dotation fictive d'amortissement et des charges d'intérêt générées par l'emprunt fictif.

Redevance de crédit bail 105 K€ remplacée par dotation aux amortissements $500 / 8 = 62,5$ et intérêts $105 - 62,5 = 42,5$ (Voir annexe 5).

(2) Le coût du crédit fournisseur ne sera pas pris en compte dans cette capacité bénéficiaire par mesure de simplification.

Déterminons la rémunération de la VSB à 6%.

$$141\,110 * 6\% = 8\,466 \text{ K€}$$

$$\text{Rente de goodwill } 14\,001 - 8\,466 = 5\,535$$

$$\text{Actualisons cette rente de goodwill } 5\,535 * \frac{1 - (1,09)^{-10}}{0,09} = 35\,518 \text{ K€}$$

La valeur des capitaux propres de l'entreprise est égale à :

$$\text{ANCC} + \text{Goodwill} = 120\,374 + 35\,518 = 155\,892 \text{ K€}$$

b.2) La méthode des anglo-saxons

$$\text{La valeur des capitaux propres de l'entreprise est égale à } V_{cp} = \text{ANCC} + \frac{\text{CB} - t * \text{VSB}}{i}$$

Pour la société RAMUELLE, nous obtenons les résultats suivants :

$$V_{cp} = 120\,374 + \frac{14\,001 - 6\% * 141\,110}{0,09} = 181\,867 \text{ K€}$$

b.3) La méthode de l'Union européenne des experts comptables, économiques et financiers (UEC)

Le surprofit est calculé par rapport à la rémunération de la valeur globale de l'entreprise V_e et non de la valeur de base. La survaleur correspond à la valeur actualisée de ce surprofit soit :

$$GW = [\text{CB} - t (\text{VSB} + \text{GW})] * \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \text{ avec } \begin{array}{l} \text{CB capacité bénéficiaire} \\ t \text{ taux de placement sans risque} \\ \text{VSB valeur substantielle brute (sans les éléments} \\ \text{incorporels du GW)} \\ \text{GW goodwill} \\ i \text{ taux d'actualisation} \end{array}$$

$$GW = [14\,001 - 6\% (141\,110 + \text{GW})] * \frac{1 - (1,09)^{-10}}{0,09} \text{ soit } GW = 25\,644 \text{ K€}$$

La rente de goodwill est considérée ici comme l'excédent de profit sur la rémunération du prix que l'investisseur aura à payer. On considère que l'actif à rémunérer au taux $t\%$ comprend, non seulement la VSB composée essentiellement d'éléments corporels, mais aussi le goodwill censé représenter la valeur des éléments incorporels.

La méthode de l'UEC considère donc que les actifs corporels et incorporels contribuent ainsi à la réalisation de la capacité bénéficiaire de l'entreprise.

La valeur des capitaux propres de l'entreprise est égale à :

$$V_{cp} = \text{ANCC} + \text{GW} = 120\,374 + 25\,644 = 146\,018 \text{ K€}$$

c) Calcul du goodwill et de la valeur des capitaux propres de l'entreprise à partir des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE).

Déterminons la valeur des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation pour chacun des trois exercices à venir (Annexes 4 et 5).

Exercices	N+1	N+2	N+3
Chiffre d'affaires	96 000,00	99 000,00	105 000,00
BFRE normatif CA*65/360 (1)	17 333,00	17 875,00	18 958,00
Immobilisations en début d'exercice (a)	89 575,00	81 512,50	77 150,00
+ Investissements de l'exercice	11 000,00	16 000,00	17 000,00
- Annuités d'amortissement	19 000,00	20 300,00	26 600,00
- Annuités d'amort crédit bail (b)	62,50	62,50	62,50
Immobilisations fin d'exercice(2)	81 512,50	77 150,00	67 487,50
CPNE (1) + (2)	98 845,50	95 025,00	86 445,50

(a) Immobilisations début d'exercice N+1 (Voir annexe 1 et 2)

Immobilisations incorporelles	
Licence	10 791
Frais de développement	2 480
Immobilisations corporelles d'exploitation	
Terrains d'exploitation	26 000
Bâtiments exploitation	37 000
Matériel industriel	3 654
Matériel informatique et mobilier	2 455
Matériel de transport	3 195
Immobilisations financières	
Autres	3 500
Valeur d'utilité du matériel utilisé en crédit bail	<u>500</u>
	89 575

(b) Le retraitement du crédit bail consiste à éliminer des charges externes la redevance de crédit bail pour la remplacer par une dotation fictive d'amortissement et des charges d'intérêt générées par l'emprunt fictif.

Redevance de crédit bail 105 K€ remplacée par une dotation aux amortissements calculée sur la valeur d'utilité au 1/01/N+1 $500 / 8 = 62,5$ et une charge d'intérêts égale à $105 - 62,5 = 42,5$.

Déterminons la capacité bénéficiaire prévisionnelle pour les trois années à venir (Voir annexes 4 et 5).

Exercices	N+1	N+2	N+3
Résultat courant après impôt (a)	11 691	12 274	11 580
Retraitements			
• Impôts et taxes sur immeubles d'habitation	+ 80	+ 80	+ 80
• Charges d'entretien immeubles d'habitation	+ 320	+ 320	+ 320
• Loyers des habitations louées au personnel	- 145	- 150	- 160
• Dotations aux amortissements Comptabilisées	+ 22 000	+ 24 000	+ 29 800
• Dotations aux amortissements sur les valeurs d'utilité des immobilisations exploitation	- 19 000	- 20 300	- 26 600
• Redevance de crédit bail (1)	+ 105	+ 105	+ 105
• Dotations amort. Crédit bail	- 62,5	- 62,5	- 62,5
• Intérêts des dettes financières	+ 1 900	+ 1 750	+ 1 810
Retraitements avant impôt (b)	5 197,5	5 742,5	5 292,5
Impôt sur retraits (c)	- 1 732,5	- 1 914,5	- 1 764
Capacité bénéficiaire liée aux CPNE (a) + (b) - (c)	15 156	16 102	15 108,5

(1) Le retraitement du crédit bail consiste à éliminer des charges externes la redevance de crédit bail pour la remplacer par une dotation fictive d'amortissement et des charges d'intérêt générées par l'emprunt fictif.

Redevance de crédit bail 105 K€ remplacée par une dotation aux amortissements calculée sur la valeur d'utilité au 1/01/N+1 $500 / 8 = 62,5$ et une charge d'intérêts égale à $105 - 62,5 = 42,5$.

Déterminons la rente de goodwill.

Exercices	N+1	N+2	N+3
CPNE	98 845,50	95 025,00	86 445,50
Rémunération des CPNE à 6% (2)	5 930,00	5 701,00	5 186,00
Capacité bénéficiaire (1)	15 156,00	16 102,00	15 108,50
Rente de goodwill (1) - (2)	9 226,00	10 401,00	9 922,50

Au-delà des trois ans, nous considérerons que la rente de l'année N+3 est constante.

Le goodwill est égal à (actualisation des rentes sur 10 ans) :

$$GW = 9\,226 (1,09)^{-1} + 10\,401 (1,09)^{-2} + 9\,922,5 (1,09)^{-3} + 9\,922,5 * [[1 - (1,09)^{-7}]/0,09] * (1,09)^{-3}$$

$$= 63\,435$$

La valeur des capitaux propres (Vcp) de l'entreprise est égale à :

$$ANCC + Goodwill = 120\,374 + 66\,435 = 186\,809 \text{ K€}$$

Chapitre 3 - L'évaluation fondée sur les flux de profits futurs

Dans une économie de marché, l'objectif de l'entreprise est de réaliser du bénéfice. La méthode qui consiste à déterminer la valeur d'une entreprise à partir des flux de profits futurs semble la plus logique.

L'acquéreur s'intéresse davantage aux bénéfices futurs générés par l'exploitation de l'entreprise et la valeur qu'il acceptera de payer dépend de ses propres capacités à améliorer les performances de cette entreprise.

Une entreprise neuve en parfait état de fonctionnement ne pourra être valorisée qu'à une valeur de liquidation dans l'hypothèse la plus défavorable si elle est dans l'incapacité de dégager des bénéfices.

Section 1 - Les modèles d'actualisation des dividendes

A) La valeur financière avec stabilité des dividendes

Elle correspond à la capitalisation du dividende versé à un titre donné. Nous formons l'hypothèse que le dividende actuel restera constant et se répétera à l'infini soit :

Valeur financière = Dividende / taux d'actualisation

Le dividende retenu est en général calculé sur les dernières années. Il est préférable de prendre la moyenne des derniers dividendes et de les pondérer pour donner plus de poids aux années proches.

Le taux d'actualisation retenu est généralement le taux de rendement des emprunts d'Etat qui exprime un taux de rendement sans risque. Une prime forfaitaire peut être ajoutée à ce taux pour prendre en compte le risque. Cette augmentation du taux a pour conséquence de réduire la valeur financière.

Exemple :

Si une action rapporte les dividendes suivants :

Année	1	2	3
Dividende	10 €	12 €	15 €
Coefficient Correcteur	2	1	3

Si la moyenne pondérée s'appuie sur les coefficients indiqués, on obtient :

Dividende moyen = $(10 \times 2 + 12 \times 1 + 15 \times 3) / 6 = 12,83 \text{ €}$

Si le taux de capitalisation retenu est de 10 %.

La valeur financière sera de : $12,83 \text{ €} / 10 \% = 128,30 \text{ €}$

B) Le MEDAF

Le MEDAF (modèle d'évaluation des actifs financiers) propose une approche plus rationnelle de détermination du taux d'actualisation (coût des fonds propres).

1) Les fondements du MEDAF

Tout investissement implique une prise de risque pour une rentabilité espérée. Le couple risque/rentabilité est inhérent à tout investissement. C'est une projection sur l'avenir. L'investisseur qui décide d'acheter une action fait le pari que la somme actualisée de son gain (flux des dividendes + plus-value sur le produit de la cession) sera supérieure à ce qu'il aurait gagné en plaçant son argent dans un actif sans risque.

L'actif sans risque pris en référence est la plupart du temps un emprunt d'Etat à 10 ans. Le risque sur cette nature de placement est quasiment nul, la rentabilité à l'échéance étant connue à l'avance. L'investisseur qui opte pour un investissement en actions exige que sa prise de risque soit rémunérée. C'est la prime de risque. Celle-ci est donc le supplément de rentabilité exigé par cet investisseur en actions par rapport à la rentabilité certaine qu'il obtiendrait avec un actif sans risque, comme un emprunt d'Etat.

Le rendement attendu par l'actionnaire (taux risqué Kcp) dépend de son risque par le β
 $K_{cp} = K_{sr} + \beta * PR$ avec

- K_{cp} , rendement attendu par l'actionnaire de la société.
- K_{sr} , Taux sans risque (OAT 7-10 ans)
- PR , prime de risque moyenne du marché
- β , propre à la société et fonction de son risque

La prime de risque (PR) est égale à la différence entre le taux espéré du marché et le taux sans risque ($E(R_m) - K_{sr}$) multipliée par le coefficient de sensibilité β .

- Avec
- R_m le taux de rendement moyen du marché
 - $E(R_m)$ Espérance mathématique de R_m

2) Le coefficient Bêta (β)

Le risque est de nature diverse. Il concerne à la fois l'ensemble du marché, comme les fluctuations des taux d'intérêt ou les révisions de croissance des bénéfices des entreprises, et chaque action prise individuellement.

Sur le marché des actions françaises, la prime de risque historique du marché est évaluée à 5% ; ce qui signifie, compte tenu du niveau actuel des taux d'intérêt à 10 ans, que tout investissement en actions doit rapporter plus de 10 % pour mériter un arbitrage favorable par rapport à un investissement dans un emprunt d'Etat à 10 ans.

Le risque sur une action en particulier est fonction de son coefficient bêta. Cet indicateur permet de mesurer la sensibilité du cours d'une action à une variation de l'indice de marché. Ainsi si une action a un Bêta de 1,6 cela signifie que lorsque l'indice de marché varie de 1% la rentabilité de cette action connaît une variation de 1,6%.(coefficient de sensibilité).

Le bêta de chaque action est apprécié à partir de plusieurs critères : bêta sectoriel, risque de prévision, risque financier... Le bêta du marché est par définition égal à 1.

Exemple :

Le coefficient de sensibilité β déterminé pour la société VERT est de 0,6666. Le taux de rendement des emprunts d'Etat est de 7 % avec un taux de rendement moyen espéré de 10% sur le marché des actions.
D'après la relation du MEDAF le taux d'actualisation de la société VERT est égal à :
 $7 \% + (10 \% - 7 \%) 0,6666 = 9 \%$

La société VERT a distribué au cours des exercices N-2, N-1 et N les dividendes suivants : 28 €, 31 € et 33 €. La pondération appliquée aux dividendes est la suivante : 2, 3 et 3.

Le dividende moyen est égal à $(28 * 2) + (31 * 3) + (33 * 3) / (2 + 3 + 3) = 31$

La valeur financière de l'action est : $31 / (9 \%) = 344,44 \text{ €}$

3) Le modèle de GORDON ET SHAPIRO (dividendes futurs espérés)

Ce modèle est basé sur l'hypothèse d'un taux de croissance du dividende constant.

Si D_t est le dividende par action de la période t , nous avons :

$D_1, D_2 = D_1 (1+g)$, $D_3 = D_1 (1+g) (1+g) = D_1 (1+g)^2$, ...

La valeur du titre est la limite de la somme de ces dividendes actualisés quand le nombre de termes tend vers l'infini.

$V_0 = D_1/(1+i) + D_2/(1+i)^2 + D_3/(1+i)^3 + \dots$

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+i)} + \frac{D_1 (1+g)}{(1+i)^2} + \frac{D_1 (1+g)^2}{(1+i)^3} + \dots$$

La quantité multipliée par D_1 est une progression géométrique de premier terme $1/(1+i)$ et de raison $(1+g)/(1+i)$.

En utilisant la somme des termes d'une progression géométrique

$$S = a * \frac{q^n - 1}{(q - 1)}$$

nous obtenons après simplification la valeur de rentabilité donnée par la relation : $V_0 = D_1 / i - g$

Remarque :

Le taux d'actualisation retenu est supérieur au taux de croissance prévisionnel g sinon la valeur actuelle serait infinie. Par conséquent, ce modèle ne peut être appliqué aux entreprises de forte croissance.

Exemple :

La société VERT prévoit pour les dividendes un taux de croissance annuel de 4%. Déterminons la valeur de rentabilité au taux de rendement de 9% exigé par l'investisseur.

Le dividende de l'année N est de 33 €. Le dividende de l'année $N+1$ sera

égal à : $D_{N+1} = 33 * 1,04 = 34,32$

Calculons la valeur de rentabilité de l'action soit : $V_0 = 34,32 / (0,09 - 0,04) = 686,40$ €

Remarque :

Ces méthodes **simplistes** s'adressent plutôt à l'acquéreur minoritaire qui s'intéresse en priorité aux dividendes alors que le majoritaire préférera les modèles d'actualisation des bénéfices. (voir ci-après)

Section 2 - Les modèles d'actualisation des bénéfices : valeur de rendement

La valeur de rendement correspond à la capitalisation du résultat courant par titre supposé constant et répété à l'infini. La capitalisation des bénéfices futurs espérés s'appuie sur les résultats obtenus au cours des derniers exercices. La mise en évidence de la capacité bénéficiaire nécessite de retraiter le résultat net comptable de manière à s'approcher du véritable profit de l'entreprise.

Les principales corrections à apporter au résultat sont :

- Élimination de charges et de produits non susceptibles de se reproduire ;
- Élimination des résultats exceptionnels ;
- Correction des dotations aux amortissements ; les durées d'usage (durée fiscale applicable aux PME par mesure de simplification) sont différentes des durées d'utilisation (ou durée économique) ;
- Élimination des dotations aux amortissements concernant les postes d'actif fictif ;
- Réintégration des provisions à caractère de réserve dans le résultat (en particulier les provisions réglementées) ;
- Réintégration de certaines charges dans le résultat, par exemple la part de la rémunération excessive de certains dirigeants ou bien les frais accordés aux dirigeants (voiture, réceptions, déplacements,...) ;
- Révision de l'évaluation des stocks : la surévaluation d'un stock peut induire un gonflement artificiel du résultat ;
- Élimination des charges et des produits sur exercices antérieurs ;
- Élimination de charges et de produits des biens hors exploitation par exemple les revenus locatifs ;
- Les reports déficitaires modifieront le bénéfice prévisionnel et par conséquent le goodwill.

Tous ces retraitements entraîneront une diminution ou une augmentation de l'impôt.

Le taux d'actualisation retenu peut être le taux de rendement des emprunts d'Etat majoré d'une prime selon l'importance du risque économique encouru par l'entreprise.

La valeur de rendement est donc égale à :

$Vo = B / i$ avec Vo Valeur de rendement année 0.
 B Résultat courant retraité par titre
 i Taux d'actualisation

Exemple :

Les résultats retraités des trois derniers exercices de la société VERT s'élèvent respectivement à 1 895 000 €, 2 050 000 €, 2 125 000 €. Le capital est composé de 50 000 actions. Le taux d'actualisation est évalué à 9 %.

Résultat courant moyen par action = $\frac{1\,895\,000 + 2\,050\,000 + 2\,125\,000}{3 * 50\,000} = 40,46 \text{ €}$

Calculons la valeur de rendement $Vo = 40,46 / 9 \% = 449,55 \text{ €}$

Section 3 - Le modèle d'actualisation des flux de liquidités disponibles ou Discounted Cash Flow (DCF)

Les modèles de flux de liquidités disponibles (ou Free Cash Flows) pour les apporteurs de fonds constituent les méthodes modernes les plus employées de détermination normative de la valeur actionnariale. Elles relèvent de la famille des modèles qui déterminent directement la valeur de marché des entreprises, et en déduisent la création de valeur par le solde avec la valeur de remplacement des actifs (actif net corrigé).

Le vrai critère est celui du cash flow qui mesure le flux de liquidités généré par l'entreprise. Cette méthode, en adoptant une approche dynamique (et non statique) de la valeur de l'entreprise, vient pallier ainsi les limites des méthodes traditionnelles

Cette projection dans le futur serait plutôt destinée aux investisseurs qui cherchent à connaître les possibilités de rentabilité éventuelle d'une entreprise.

L'intérêt de cette méthode est de mettre en évidence l'ensemble des hypothèses sous-jacentes à une valorisation (investissements, croissance, rentabilité) sur une longue période.

A) Fondements de la méthode

Ce modèle repose sur la méthode classique de la valeur actuelle nette utilisée dans le cadre des décisions d'investissement. La valeur d'un actif est égale à la somme actualisée des flux de liquidités disponibles qu'il sera capable de générer au cours de sa vie. Ces flux sont pris en compte après financement des investissements et du besoin en fonds de roulement nécessaires pour poursuivre la croissance de l'activité de l'entreprise.

Selon cette approche, la valeur de l'entreprise correspond à la somme des flux de trésorerie disponible prévisionnels actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC) :

$$VE = \sum_{i=1}^n \frac{FTDE}{(1 + CMPC)^i} + \frac{VT}{(1 + CMPC)^n}$$

$$V_{cp} = VE - V_d$$

avec :

VE : Valeur de l'entreprise

V_{cp} : Valeur des capitaux propres

FTDE : flux de trésorerie disponible entreprise (avant intérêt et remboursement de dette)

CMPC : coût moyen pondéré du capital

VT : valeur terminale

V_d : valeur de l'endettement

Ces flux ne comportent donc pas les charges afférentes à la dette, ni d'ailleurs l'économie d'impôt qu'elles permettent.

Cette méthode évalue l'entreprise sur deux périodes. La valeur de l'entreprise s'obtient en additionnant la valeur actuelle des flux de liquidités disponibles pendant une période prévisionnelle à une valeur terminale de l'entreprise à la fin de cette même période.

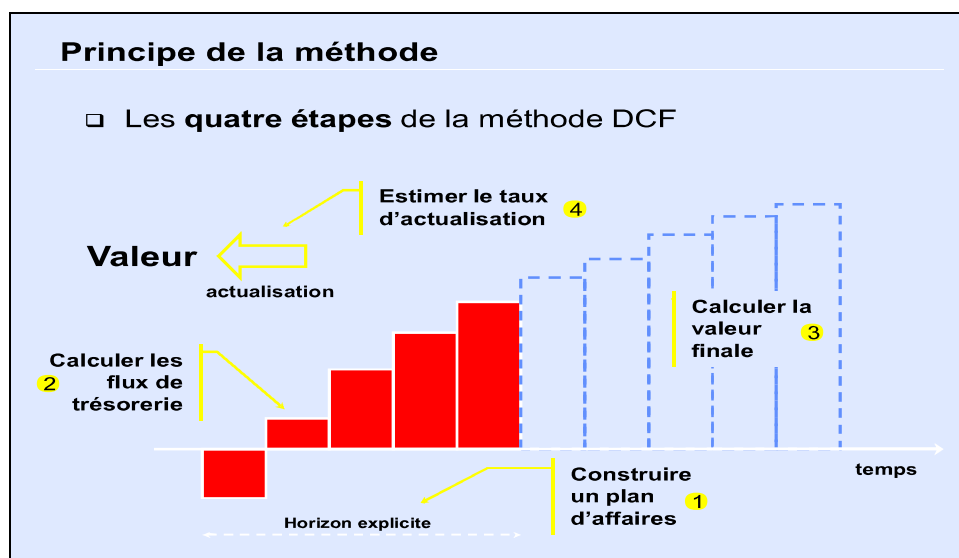
L'actif économique étant financé par fonds propres et endettement financier, on a :

Valeur de l'actif économique = Valeur des fonds propres + Valeur de l'endettement net

Afin de déterminer la valeur des fonds propres, il convient de retrancher à la valeur de l'entreprise celle de l'endettement au moment de l'évaluation. Il s'agit de l'endettement net (après déduction de la trésorerie).

B) Mise en œuvre de la méthode

Les quatre étapes de la méthode DCF sont résumées dans le schéma ci-dessous.



1) Le plan d'affaires

Les données prospectives sont essentielles. En effet, la valeur d'une entreprise dépend avant tout de sa profitabilité future. L'évaluateur doit donc se procurer un business plan de l'entreprise à évaluer. Bien souvent, l'entreprise n'a pas établi de projections ou celles-ci sont trop anciennes pour être exploitées sérieusement. Dans ces conditions, l'évaluation fournit une occasion unique pour le manager de s'interroger sur le devenir stratégique et financier de l'entreprise.

L'évaluateur pourra être amené à établir ou à assister les dirigeants dans l'établissement de ces prévisions.

L'objectif recherché dans cette étape est de disposer d'un modèle reflétant des hypothèses d'activité réalistes et pertinentes. Il conviendra d'examiner ces prévisions, de les critiquer et vérifier la cohérence entre, d'une part, les prévisions d'activité et de flux de trésorerie et, d'autre part, la performance passée et la situation concurrentielle de la société.

2) La détermination des flux de liquidités disponibles pour les apporteurs de fonds

Ces flux ne comportent pas les charges afférentes à la dette, ni l'économie d'impôt qu'elles permettent. Ils sont destinés à rémunérer les actionnaires et les créanciers, ce sont donc des flux économiques avant répartition entre actionnaires et créanciers. Ils sont calculés de la manière suivante :

Résultat d'exploitation

- Impôt sur le résultat d'exploitation

+ Dotations aux amortissements

= Flux de liquidités bruts

- Investissements

- Variation du besoin en fonds de roulement

= Flux de liquidités nets disponibles pour les apporteurs de fonds

Il s'agit donc de flux de liquidités générés par l'exploitation après que les investissements nécessaires au maintien ou au développement de l'entreprise aient été réglés.

3) Le taux d'actualisation

Il est essentiel qu'il existe une cohérence entre les flux de liquidités disponibles pour les apporteurs de fonds (FTDE) et le taux d'actualisation retenue. Ce taux, pour tenir compte de l'exigence de rentabilité des différents apporteurs de fonds (propriétaires et prêteurs), doit être le coût moyen pondéré du capital (CMPC).

Le coût moyen pondéré du capital est la moyenne arithmétique pondérée des coûts des différentes sources de financement de l'entreprise, à la fois par capitaux propres et par capitaux empruntés.

4) La valeur terminale

La valeur terminale représente souvent une part importante de la valeur de l'entreprise car le développement de l'entreprise a permis d'accumuler un patrimoine ou fait apparaître une capacité à générer des bénéfices au-delà de la période de prévision. Plus l'horizon retenu sera court, plus la valeur terminale pèsera lourd dans l'évaluation de l'entreprise.

Son poids peut représenter parfois plus des 2/3 de la valeur après 5 ans car les plans d'affaires sont souvent agressifs et les taux d'actualisation bas. Les hypothèses de valeur terminale sont donc un enjeu d'évaluation majeur.

Parmi les nombreuses formules deux approches peuvent être utilisées.

1- L'approche basée sur la rentabilité attendue consiste à capitaliser le résultat attendu au-delà de la période de prévision. L'évaluateur calcule ainsi la valeur finale sur la base d'un multiple de soldes de gestion.

La valeur terminale est égale au résultat d'exploitation après IS actualisé au coût moyen pondéré du capital à l'infini pour la méthode des flux disponibles pour les apporteurs de fonds soit :

$$VT = \frac{RE \text{ après IS}}{CMPC}$$

2- Si on utilise une approche de valeur terminale basée sur l'actualisation de flux de liquidités (cash flows), on détermine un flux de trésorerie normatif projeté à l'infini et actualisé au CMPC dans la méthode flux disponibles pour les apporteurs de fonds et au coût des fonds propres dans la méthode flux disponibles pour les actionnaires.

Choisir comme flux normatif le dernier flux issu du plan d'affaires revient à pérenniser un niveau de rente avec ou sans croissance. La croissance à l'infini, g , est nécessairement inférieure au taux de croissance à long terme de l'économie de référence.

$$\text{Valeur terminale} = \frac{\text{Cash-flows } N}{CMPC - g}$$

CMPC : Coût moyen pondéré du capital (méthode flux disponibles pour les apporteurs de fonds)

Le CMPC est remplacé par le coût des fonds propres (K_{cp}) dans la méthode flux disponibles pour les actionnaires.

g : taux de croissance à l'infini du cash flow disponible

Exemple :

La société ALBAN, SA au capital de 500 000 actions de nominal 10 €, est un distributeur de produits surgelés par commandes téléphoniques et livraison à domicile.

Les propriétaires actuels de cette société envisagent d'introduire leur société en Bourse par la mise en vente de 50 000 actions (10 % du capital). Les perspectives de la société ALBAN laissent présager un potentiel de croissance important tant au niveau de l'activité que des résultats.

ANNEXE 3

Prévisions en milliers d'euros

	N	N+1	N+2	N+3	N+4
EBE	1 300	1 500	1 600	1 600	1 600
Dotations aux amortissements (exploitation)	150	150	150	120	120
Investissement de croissance et de remplacement	180	180	150	150	100
Variation du BFRE	50	35	15	0	0

• Au terme de la 5e année, la valeur de l'entreprise sera obtenue en actualisant sur un nombre de périodes infini le flux de trésorerie de N+4 avec un taux de croissance de 1%.

- Au moment de l'évaluation, l'entreprise ALBAN a une dette de 2 000 k€ (taux d'intérêt nominal : 8 %), remboursable dans 2 ans. Le taux des dettes de même nature est de 6 %.
- Le coût du capital de cette société peut être évalué à 10 %, compte tenu du risque inhérent à l'activité.
- Le taux de l'IS est de 33,1/3%.

Calculons la valeur de l'entreprise selon la méthode des flux de liquidités disponibles pour les apporteurs de fonds.

1^{ère} étape: estimation des flux nets de trésorerie sur la durée des prévisions

	N	N+1	N+2	N+3	N+4
EBE	1 300,00	1 500,00	1 600,00	1 600,00	1 600,00
- Dotations amortissements	150,00	150,00	150,00	120,00	120,00
= Résultat exploitation	1 150,00	1 350,00	1 450,00	1 480,00	1 480,00
- IS sur résultat d'exploitation	384	450	484	494	494
= RÉSULTAT NET	766	900	966	986	986
+ Dotations amortissements	150,00	150,00	150,00	120,00	120,00
= Flux de liquidités bruts	916	1 050	1 116	1 106	1 106
- Investissements de croissance	180,00	180,00	150,00	150,00	100,00
- Variation BFR	50,00	35,00	15,00	0,00	0,00
Flux de liquidités nets	686	835	951	956	1006

2^e étape: détermination de la valeur terminale

Le flux de trésorerie de N+4 d'un montant de 1 006 sera actualisé au coût moyen pondéré du capital avec un taux de croissance de 1%.

La valeur terminale calculée en actualisant au coût moyen pondéré du capital (CMPC) est donc égale à :

$$\frac{1006 \times 1,01}{10\% - 1\%} \times (1,1)^{-5} = 6\,995 \text{ K€}$$

Bien comprendre pourquoi on multiplie $\frac{1006 \times 1,01}{10\% - 1\%}$ par $1,1^{-5}$

On actualise en fait ainsi la valeur terminale au début de la période N+5

=> Puisque l'on doit actualiser tous les flux en début N => Il faut bien encore ramener la valeur terminale de "début de la période N+5" en début N.

3^e étape: actualisation de l'ensemble des flux et calcul de la valeur de l'entreprise (ou actif économique)

$$VE = 686 * (1,1)^{-1} + 835 * (1,1)^{-2} + 951 * (1,1)^{-3} + 956 * (1,1)^{-4} + 1\,006 * (1,1)^{-5} = 3\,305 \text{ K€}$$

$$VE = 3\,305 + 6\,995 = 10\,300 \text{ K€}.$$

4^e étape: évaluation des fonds propres

Valeur de l'entreprise (VE) = Valeur de marché des fonds propres (Vcp) (+) Valeur de la dette financière nette (DFN)

Valeur de marché de la dette financière nette : DFN

Cette valeur est déterminée en actualisant les flux de trésorerie (coupons annuels et remboursement in fine)

$$\text{Soit un coupon annuel de : } 2\,000 * 0,08 = 160$$

$$DFN = 160 * 1,06^{-1} + 160 * 1,06^{-2} + 2\,000 * 1,06^{-2} = 2\,073,3$$

La valeur des capitaux propres (Vcp) est obtenue en retranchant à la valeur de l'entreprise (VE) la valeur de l'endettement net (après déduction de la trésorerie).

$$Vcp = VE - DFN = 10\,300 - 2\,073,3 = 8\,226,70 \text{ k€}$$

Chapitre 4 - L'approche comparative (ou analogique)

Section 1 - Principes

Cette méthode consiste à évaluer une entreprise en se référant à des firmes comparables (taille, secteur, taux de croissance, risque) dont on connaît le prix.

Ce prix comparatif peut être celui d'une ou plusieurs transactions dont les caractéristiques ont été publiquement dévoilées, ou les cours de bourse.

La démarche consiste donc à déduire la valeur d'une entreprise à partir d'un échantillon représentatif comme si elle était cédée ou cotée.

Les rapports observés entre la valeur des entreprises de l'échantillon (boursière ou de transaction si elles ont été récemment vendues) et des paramètres de l'entreprise à évaluer (résultat d'exploitation, résultat net, capitaux propres) permettent de déterminer des multiples moyens ou médians qui sont ensuite appliqués aux paramètres financiers de l'entreprise à évaluer.

Sur les sociétés de l'échantillon, on calcule le multiple qui est égal à Valeur/Résultat puis pour la société à valoriser la valeur est obtenue ainsi :

Valeur = Multiple (retenu) x Résultat

Section 2 - Le choix des indicateurs (ou multiples)

Cette approche analogique repose sur la détermination de multiples qui peuvent être classés en deux catégories :

- les multiples économiques sont des multiples d'agrégats ou de résultats comme par exemple, l'EBIT (résultat avant intérêts et impôts) proche du résultat d'exploitation, l'EBITDA (résultat avant intérêts, impôts, amortissements et provisions) qui peut être comparé à notre EBE.
- Les multiples de capitaux propres (ou multiples comptables) sont déterminés après prise en compte des frais financiers. Il s'agit principalement de multiples de PER (voir section 1), de résultat net courant, de dividendes (pour les sociétés qui distribuent une partie importante de leurs bénéfices), de la marge brute d'autofinancement, de la situation nette.....

Section 3 - La mise en œuvre de la méthode

A) Le retraitement des données financières « comptes de résultat » des trois dernières années

Avant de commencer les calculs, il convient de choisir le Solde de Gestion qui lui semble le plus à même de rendre compte de la valeur économique de l'entreprise à évaluer en se référant à une base de données typique de son activité (barème, etc...).

Il convient de procéder à un ensemble de retraitements pour ramener les données financières à un niveau normalisé afin d'obtenir une rentabilité normative récurrente. Certains événements extraordinaires ou des postes particuliers à influence unique sur le compte de résultat doivent être éliminés.

Ces corrections sont typiquement :

- les éléments exceptionnels du passé (positifs ou négatifs), les provisions manifestement "de confort" (c'est à dire ne correspondant à aucun risque réel de charge dans le futur ou de dépréciation du présent),
- la rémunération du travail du cédant et des membres de sa famille, y compris les éléments en nature, à ne retenir que pour leur valeur "de marché",
- le montant des loyers s'ils sont trop faibles ou au contraire exagérés,
- le montant récurrent d'engagement de retraite...

Ces corrections imposent éventuellement de recalculer en conséquence l'impôt sur les sociétés (si le Solde de Gestion en tient compte) afin d'avoir un solde corrigé net d'impôt.

B) L'application des multiples

La valeur de marché est obtenue en appliquant les multiples d'entreprises comparables au solde de gestion moyen de l'entreprise à évaluer.

La valeur obtenue par utilisation de multiples observés sur des sociétés comparables doit être éventuellement ajustée pour tenir compte des différences entre les sociétés de référence et la société valorisée (taille, croissance) avec la prise en compte d'un coefficient de risque spécifique.

- Exemples de Risques Spécifiques
 - Pas d'atout par rapport à la concurrence
 - Rôle essentiel des dirigeants
 - Déséquilibre de la structure financière

Multiple Retenu = Multiple Sectoriel de Référence * Coefficient de risque spécifique (société)

C) Les multiples économiques EBE et RE (EBITDA et EBIT)

Ces soldes ne tiennent pas compte des frais financiers générés par la dette éventuelle de l'entreprise. Ils sont donc indépendants de la situation financière de l'entreprise. De plus, la valeur obtenue est basée sur les performances économiques de l'entreprise et correspond bien à une logique de repreneur.

La valeur de l'entreprise (VE pour l'actif économique) est égale à :

Valeur entreprise (VE) = Multiple * EBE ou RE (EBITDA ou EBIT)

Avec Multiple = Multiple de référence * Coefficient de risque spécifique (société)

La valeur obtenue est celle de l'actif économique, somme de la capitalisation boursière et de la valeur de l'endettement net à la date de l'évaluation. Il reste donc un peu de travail pour déterminer la part revenant à l'actionnaire.

Valeur Capitaux Propres (Vcp) = VE – DFN (1) - Provisions risques et charges non récurrentes (2) + Immobilisations Financières (3) + Actifs Hors Exploitation (4)

(1) Dette Financière Nette = emprunts à long et moyen terme + emprunts à court terme (y compris les concours bancaires) – trésorerie (disponible et Valeurs mobilières de placement)

(2) Il s'agit donc de charges **non récurrentes** en nombre très limité, de montant particulièrement significatif non comptabilisées en résultat d'exploitation (Coûts de restructuration qui seraient de nature à perturber la lisibilité du résultat exploitation par leur caractère inhabituel et leur importance, Provision relative à un litige d'une matérialité très significative.....).

(3) Les immobilisations financières peuvent être réévaluées si elles sont liquides ou reprises en valeurs nettes comptables dans le cas contraire.

(4) Les actifs hors exploitation qui n'ont pas été retenus dans le calcul de la valeur de l'actif économique viendront en augmentation. On retiendra alors la valeur vénale de ces biens tout en tenant compte de la fiscalité sur les plus et moins values.

Exemple :

Soit une entreprise dénommée GELIN. En examinant un échantillon d'entreprises comparables de la même branche, les multiples d'EBE s'établissent en moyenne aux niveaux suivants :

Ratio : Capitalisation boursière + Dette financière nette/EBE

Année N-2	Ratio = 5,25
Année N-1	Ratio = 5
Année N	Ratio = 5,75

Au 31/12/N :

- le montant de la dette financière nette (DFN) s'élève à 700 K€ ;
- la valeur nette (après IS) des immobilisations hors exploitation est estimée à 800 K€ ;
- la valeur des immobilisations financières s'élève à 200 K€.

Valeur de l'actif économique de GELIN (en K€)				
	EBE de GELIN	Multiple d'EBE	Coefficient de risque (lié à la taille)	Valeur de GELIN
Année N-2	600	5,25	0,8	2 520
Année N-1	650	5	0,8	2 600
Année N	700	5,75	0,8	3 220

En appliquant une pondération de 1 pour l'année N-2, 2 pour l'année N-1 et 3 pour l'année N pour tenir compte de la dynamique, on aboutit à une valeur de l'actif économique (VE) de :

$$\frac{2\,520 + 2\,600 * 2 + 3\,220 * 3}{6} = 2\,896$$

Pour obtenir la valeur des capitaux propres, il convient de retrancher la dette financière nette et d'ajouter les valeurs d'immobilisations financières et hors exploitation.

Valeur de l'actif économique (VE)	2 896 K€
- Dette financière nette	- 700 K€
+ Immobilisations hors exploitation	+ 800 K€
+ Immobilisations financières	+ 200 K€
Valeur des capitaux propres (Vcp)	3 196 K€

D) Les multiples de capitaux propres : Price earning ratio (PER)

Le PER est conceptuellement proche du multiple du résultat d'exploitation après impôt car il résulte de la division de la valeur des capitaux propres par le bénéfice net alors que le multiple du résultat d'exploitation après impôt résulte de la division de la valeur de l'actif économique (VE) par le montant du résultat d'exploitation après impôt.

Pour toutes sociétés cotées, le PER peut être calculé, et pour n'importe quelle société, on peut calculer un bénéfice par action. Pour évaluer une société donnée, il conviendra de constituer un échantillon d'entreprises comparables en termes d'activité, de croissance, et de risque. En appliquant le PER de l'échantillon de référence au bénéfice de la société à évaluer, on obtient la valeur de son titre.

Valeur capitaux propres (Vcp) = PER Retenu * Résultat Net Courant

Le Résultat net courant est calculé après retraitement des éléments non récurrents, Résultat Exceptionnel, Report déficitaire...

Exemple :

Soit une entreprise dénommée BALAN. En examinant un échantillon d'entreprises comparables de la même branche, les PER de ces entreprises s'établissent en moyenne aux niveaux suivants :

Année N	PER = 14
Année N+1	PER = 12
Année N+2	PER = 11

Ces PER ont été obtenus sur la base d'un bénéfice net courant (avant opérations exceptionnelles) et calculés sur moyenne pondérée par les capitalisations.

Dans la pratique, on calcule parfois l'année N le PER N+1 qui rapporte à la valeur d'aujourd'hui de l'action le bénéfice par action de l'année N+1 tel qu'il est aujourd'hui estimé. Pour les entreprises en forte croissance on calcule parfois le PER N+2 ou N+3 en affichant un chiffre moins élevé que le PER N+1 par prudence.

Valeur de BALAN (en K€)

	Bénéfice net courant de BALAN	PER	Valeur de BALAN
Année N	1 000	14	14 000
Année N+1	1 050	12	12 600
Année N+2	1 100	11	12 100

Selon ce critère du PER comparé, on aboutit à une valeur des capitaux propres de l'entreprise (Vcp) de la société BALAN comprise entre 12 100 et 14 000.