

Décembre 2013

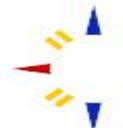


Evaluation des entreprises



Cahier des travaux dirigés

Exercices & corrigés





Evaluation d'entreprises selon les approches patrimoniales

Exercice n° 1 :

Dans le cadre d'une stratégie de diversification, la société "S.P" compte acquérir une participation majoritaire de 75% du capital d'une société opérant exclusivement sur le marché local, spécialisée dans la pâtisserie industrielle dénommée Royal Brands "R.B".

La due-diligence menée par l'expert-comptable chargé, dans ce contexte, de l'évaluation des actions de la société "R.B" sur la base de sa situation patrimoniale arrêtée au 31 décembre N, a permis de recueillir les informations suivantes :

1. Bilan de la société "R.B" au 31/12/N, établi conformément au SCE : (Montants exprimés en DT)

ACTIFS		CAPITAUX PROPRES	
<u>Actifs non courants</u>		Capital	400 000
Immobilisations incorporelles (1)	100 000	Réserves	125 000
Amortissements	(20 000)	Résultats reportés	20 000
Immobilisations corporelles (2)	1 032 000	Résultat net de l'exercice	135 000
Amortissements	(342 000)	PASSIFS	
Immobilisations financières (3)	12 000	<u>Passifs non courants</u>	
Autres actifs non courants (4)	8 000	Emprunts (8)	150 000
<u>Actifs courants</u>		Provisions (9)	30 000
Stocks (5)	130 000	<u>Passifs courants</u>	
Provisions	(18 200)	Fournisseurs	41 000
Clients (6)	120 000	Autres passifs courants	76 600
Provisions	(43 000)	Concours bancaires courants (10)	60 000
Liquidités & équivalents de liquidités (7)	58 800		
Total Général	1 037 600	Total Général	1 037 600

2. Informations complémentaires sur la situation patrimoniale de la société « R.B » au 31/12/N :

(1) Immobilisations incorporelles :

- Droit au bail acquis depuis deux années et amortissable sur 4 ans : **VNC = 20.000 DT.**
- Coûts capitalisés en fin d'exercice, au titre du développement par la société d'un nouveau procédé de fabrication pour une nouvelle gamme de produits à lancer en N+1 : **VNC = 60.000 DT.**

(2) Immobilisations corporelles :

- Terrains (**VC = 200.000 DT**) : L'expertise directe menée par un expert immobilier recèle une plus-value estimée à 100.000 DT. Les coûts liés à une éventuelle cession sont estimés à environ 20.000 DT.

(*) P2 : Deuxième année du cycle préparatoire d'études supérieures de révision comptable.

(**) M1 : Première année du mastère professionnel en comptabilité.

- Constructions (**VNC = 117.000 DT**) : Il s'agit d'une construction bâtie sur un terrain loué pour une période de 20 ans, depuis le 1^{er} janvier N-10. Le loyer annuel est de 15.000 DT. Le coût de la construction a atteint 260.000 DT. Sa valeur actuelle est estimée à 320.000 DT ; celle du terrain est estimée à 200.018 DT.

La location d'un ensemble immobilier fonctionnellement comparable (terrain et construction) sur la durée résiduelle du bail susvisé, pourrait atteindre actuellement, 43.875 DT.

- Equipements et outillages industriels (**VNC = 373.000 DT**) : Ces immobilisations seront retenues pour leur valeur comptable.

(3) Immobilisations financières :

Il s'agit de dépôts et cautionnements versés par la société.

(4) Autres actifs non courants :

Il s'agit de frais préliminaires constatés en début d'exercice et résorbés sur 3 ans.

(5) Stocks :

Les stocks seront retenus pour leur valeur nette comptable ; les provisions s'y rapportant ont été totalement déduites fiscalement.

(6) Clients :

Les clients seront retenus pour leur valeur nette comptable ; les provisions s'y rapportant ont été totalement déduites fiscalement.

(7) Liquidités et équivalents de liquidités :

Les équivalents de liquidités correspondent exclusivement à 500 actions émises par une SICAV obligataire acquises, en mars N, à 102 DT l'unité et figurent au bilan pour leur valeur liquidative arrêtée au 31 décembre à 105 DT.

(8) Emprunts :

- Crédit bancaire contracté au début de l'exercice N pour 100.000 DT remboursable sur 7 ans, dont deux années de franchise et portant intérêts au TMM majoré de 3 points.
- Emprunt contracté auprès de la société mère à la fin de l'exercice N pour 50.000 DT remboursables par amortissement constant du principal sur 5 ans et portant intérêts au taux annuel de 5%. Un emprunt similaire aurait été négocié sur le marché à un taux d'intérêt de 7%.

(9) Provisions :

Les provisions ont été constituées au titre d'un contentieux fiscal non encore dénoué au 31 décembre N.

Par ailleurs, la circularisation des avocats a révélé l'existence de litiges opposant la société à certains salariés licenciés et pour lesquels des jugements, en prud'homme, l'ont condamnée au paiement de la somme de 50.000 DT.

(10) Concours bancaires courants :

Il s'agit d'un crédit de mobilisation de créances commerciales contracté sous forme d'escompte d'effets tirés sur les clients et arrivant à échéance le 5 janvier N+1.

3. Autres éléments de base permettant la mise en œuvre de l'approche patrimoniale :

- La charge d'impôt exigible décomptée au taux de 30% sur la base du bénéfice imposable de l'exercice N s'élève à 57.900 DT.
- La construction sur sol d'autrui sera transférée de plein droit au propriétaire du terrain à la fin du bail sans indemnisation.
- Les terrains et les actions SICAV, recensés parmi les actifs de la société "R.B", seront, immédiatement après l'achat du bloc de contrôle, réalisés par la société "S.P" en vue de financer l'acquisition d'une deuxième ligne de production.
- Le résultat de l'exercice sera affecté totalement en réserves.
- Les charges financières s'élèvent en N à 11.300 DT.
- Les rémunérations et avantages servis annuellement au PDG de la société "R.B" sont jugés excessifs à hauteur de 18.300 DT, charges sociales et patronales comprises.
- L'examen des comptes de résultat de l'exercice N n'a pas révélé l'existence d'éléments de nature exceptionnelle ou extraordinaire.
- La capacité bénéficiaire récurrente sera déterminée par référence au résultat de l'exercice N.
- Les avantages liés au droit au bail inscrit parmi les actifs incorporels, seront appréhendés dans le cadre de la détermination du goodwill.

Travail à faire :

Il vous est demandé de déterminer la valeur des capitaux propres (V_{CP}) de la société "R.B" en adoptant une approche patrimoniale (soit la valeur de son patrimoine et de son goodwill), suivant le cheminement suivant :

1. Détermination de l'actif net comptable corrigé.

2. Détermination de la valeur du goodwill en utilisant la méthode de la rente abrégée, sachant que :

- ***La rente du goodwill sera calculée en retenant un investissement à rémunérer (actif de référence) équivalent à la valeur substantielle brute (VSB).***
- ***L'actualisation de la rente du goodwill se fera sur une période de 5 ans au taux de 11%. Le taux sans risque s'élève à 8%.***

Exercice n° 2 :

Les conserveries modernes "CM" est une société anonyme au capital de 1.500.000 DT qui a pour objet la fabrication des conserves alimentaires sous toutes leurs formes (confitures, légumes, tomates en concentré etc...). Elle détient une participation de 15% au capital de la société les Emballages Modernes "EM". Ce taux ne lui permet pas d'orienter les décisions de gestion ni d'exercer un pouvoir de contrôle sur "EM". Elle envisage de proposer aux actionnaires de "EM" une fusion absorption, avec date d'effet au 31 décembre N.

Vous trouverez ci-après :

- Le bilan de la société "CM" au 31 décembre N, avec des renvois à certaines notes explicatives.
- Des informations complémentaires.

Il vous est aussi indiqué que le capital de la société "EM" s'élève à 960.000 DT (valeur nominale de l'action 100 DT). Une évaluation récente de cette société a permis d'arrêter la valeur globale de cette entreprise à 1.300 mDT. Il a été convenu de retenir cette valeur pour les besoins de la fusion, et de limiter la mise en œuvre des méthodes d'évaluation et le choix d'une valeur pouvant en découler, aux seuls titres de la société "CM".

1. Bilan de la société "CM" au 31/12/N, établi conformément au SCE : (Montants exprimés en mDT)

ACTIFS		CAPITAUX PROPRES	
<u>Actifs non courants</u>		Capital social (15.000 actions)	1.500
Immobilisations incorporelles (1)	496	Réserves	2.356
Immobilisations corporelles (2)	4.240	Résultat net de l'exercice (7)	660
Immobilisations financières (3)	112	PASSIFS	
Autres actifs non courants (4)	140	<u>Passifs non courants</u>	
<u>Actifs courants</u>		Emprunts auprès d'établissements de crédit	1.688
Stocks et encours (5)	1.584	<u>Passifs courants</u>	
Clients & comptes rattachés (6)	3.695	Fournisseurs & comptes rattachés	3.776
Autres actifs courants	232	Autres passifs courants	724
Liquidités & équivalents de liquidités	205		
Total Général	10.704	Total Général	10.704

(1) Les immobilisations incorporelles correspondent à un fonds commercial.

(2) Les immobilisations corporelles se détaillent comme suit :

Eléments	Valeur comptable	Valeur réelle
Terrain ^(a)	480	800
Constructions	1.920	2.240
Installations Techniques, matériel et outillage industriel	1.040	1.040
Autres immobilisations ^(b)	800	880

(a) Le terrain abrite les bâtiments de l'usine et des dépôts.

(b) Les autres immobilisations ne sont pas nécessaires à l'exploitation et leur cession est imminente.

(3) Il s'agit de titres détenus dans le capital de la société "EM".

(4) Il s'agit des charges reportées (les 2/3 non encore résorbés).

(5) Les stocks incluent des articles endommagés et non provisionnés, la perte est estimée à 140 mDT.

(6) Ce poste inclut des créances irrécouvrables et non provisionnées pour un montant de 220 mDT.

(7) Le résultat de l'exercice sera affecté en réserves pour la moitié de son montant.

2. Autres informations complémentaires :

- Un contrôle fiscal couvrant les exercices N-2 à N n'a pas révélé d'irrégularités au niveau de l'IS. Toutefois, en matière de TVA, il a été réclamé un complément de taxes suite au rejet de certaines déductions pour des vices de forme. Le montant en principal et les pénalités y afférentes s'élèvent respectivement à 80 mDT et 54 mDT.
- La société "CM" est soumise à l'IS au taux de 30%, elle ne bénéficie d'aucun abattement ni dégrèvement au titre des avantages fiscaux. Pour la prise en compte des effets de la fiscalité différée et latente, il y a lieu de supposer que les conditions de déductibilité fiscales sont ou seraient effectivement satisfaites.

Travail à faire :

Déterminer la valeur de l'action "CM" selon l'approche patrimoniale (ANCC).

Exercice n° 3 :

On vous communique les éléments suivants de la société "2C" au titre de l'exercice de référence clos le 31 décembre N.

Bilan (en mDT)		Etat de résultat (en mDT)	
Actif immobilisé (a)	1.150	Chiffre d'affaires	9.950
Autres actifs non courants (b)	50	Autres produits d'exploitation (d)	50
Actifs courants	2.000	Charges d'exploitation	(9.300)
Total bilan	3.200	Charges financières (e)	(100)
Capitaux propres	800	Charges exceptionnelles	(300)
Dettes financières à + d'un an	700	Impôt sur les bénéfices (f)	(90)
Passifs courants (c)	1.700	Résultat net comptable (g)	210

- (a)** Dont immobilisations hors exploitation 150 mDT pouvant être cédées à 200 mDT (coûts de cession négligeables). La juste valeur des actifs immobilisés d'exploitation s'élève à 1.500 mDT pour une valeur nette comptable de 1.000 mDT et une dotation aux amortissements de 180 mDT (durée de vie résiduelle estimée à 6 ans).
- (b)** Il s'agit des frais préliminaires engagés depuis 2 ans et font l'objet d'une résorption sur 3 ans.
- (c)** Dont 200 mDT de concours bancaires courants.
- (d)** Dont 20 mDT se rapportent aux immobilisations hors exploitation.
- (e)** Dont 20 mDT relatives aux concours bancaires courants.
- (f)** Taux d'impôt sur les sociétés (IS) : 30%
- (g)** Il est attendu que la société ne distribuera pas de dividendes.
- (h)** Les effets escomptés et non échus, non-inscrits au bilan, s'élèvent à 80 mDT. Le besoin en fonds de roulement normatif est estimé à 425 mDT.

Travail à faire :

A partir d'un taux sans risque (r) de 6% et d'un taux d'actualisation (t) de 10%, déterminez la valeur des capitaux propres (V_{CP}) de la société "2C" selon l'approche patrimoniale (Patrimoine + Goodwill) en appliquant la méthode des anglo-saxons et en retenant un actif de référence équivalent aux capitaux permanents nécessaires à l'exploitation de l'exercice clos le 31 décembre N (CPNE).

Exercice n° 4 :

Soit la situation suivante de la société industrielle "Bêta S.A" au 31 décembre N exprimée en milliers de dinars (mDT) :

ACTIFS		CAPITAUX PROPRES	
<u>Actifs non courants</u>		Capital (100.000 actions)	1 000
Immobilisations incorporelles	300	Réserves	4 000
Amortissements	(100)	Résultats reportés	200
Immobilisations corporelles	10 400		
Amortissements	(3 200)	Résultat net de l'exercice	800
Immobilisations financières	100	PASSIFS	
Autres actifs non courants	10	<u>Passifs non courants</u>	
<u>Actifs courants</u>		Emprunts	4 000
Stocks	2 400	Provisions	200
Provisions	-	<u>Passifs courants</u>	
Clients & comptes rattachés	3 200	Fournisseurs & comptes rattachés	2 000
Provisions	-	Autres passifs courants	1 800
Liquidités & équivalents de liquidités	890		
Total Général	14 000	Total Général	14 000

Les investigations menées sur les comptes de la société "Bêta S.A" vous permettent de constater :

- Les articles non mouvementés représentent 10% de la valeur comptable des stocks. Ils peuvent être considérés comme rossignols alors qu'ils n'ont pas fait l'objet de provisions.
- Le poste "clients" fait apparaître des créances irrécouvrables pour 180.000 DT, non encore provisionnées.
- Le terrain inscrit à l'actif du bilan a été acquis depuis N-25, il a fait l'objet d'une expertise récente qui l'estime à 800.000 DT soit une plus-value de 750.000 DT.
- Les immobilisations incorporelles correspondent exclusivement à des logiciels à retenir pour leur valeur comptable.
- Les autres actifs non courants sont composés exclusivement de frais préliminaires.
- Les immobilisations financières ont fait l'objet d'une analyse qui a dégagé les éléments suivants exprimés en DT :

Désignation des titres	Valeur comptable	Valeur boursière	Valeur mathématique
A	20.000	25.000	-
B	15.000	17.500	-
C	5.000	-	5.500
Autres	60.000	-	72.000

- La société loue un local situé dans une avenue passante principale pour la somme de 10.000 DT l'an. Un local similaire ayant la même superficie est loué à raison de 6.000 DT par mois. La durée restante du bail est de 3 ans.
- La société vient d'être contrôlée par l'administration fiscale qui lui a notifié une taxation d'office de 100.000 DT. Aucune provision pour risque n'a été constatée en comptabilité.
- Le résultat de l'exercice ne sera pas distribué.
- La société est soumise à l'I.S au taux de 30%.

Travail à faire :

Dans le cadre de l'évaluation patrimoniale des actions de la société "Bêta S.A" on vous demande de déterminer la valeur de l'actif net comptable corrigé au 31 décembre N.

Un taux de 10% sera retenu pour tout besoin d'actualisation.

Evaluation d'entreprises selon les approches patrimoniales...



1. Corrigé de l'exercice n°1

- Détermination de l'ANCC

	Valeur au bilan	Valeur ANCC	Base IS actif	Base IS passif	Commentaires
<i>Droit au bail</i>	20 000	0			Pas d'IS actif (amortissement non déductible)
<i>Investissements de développement</i>	60 000	60 000			Ils correspondent au nouveau process
Terrains (HE)	200 000	280 000		80 000	IS passif sur plus-value HORS EXPLOITATION
<i>Constructions sur sol d'autrui</i>	117 000	159 882			Pas d'IS sur plus-value EXPLOITATION
<i>Equipements industriels en pleine propriété</i>	373 000	373 000			Evalués à la valeur comptable
<i>Dépôts et cautionnements versés</i>	12 000	12 000			Evalués à la valeur comptable
<i>Frais préliminaires</i>	8 000	0	8 000		IS actif sur résorption des frais préliminaires
<i>Stocks</i>	111 800	111 800			Evalués à la valeur comptable
<i>Clients</i>	77 000	77 000			Evalués à la valeur comptable
<i>Liquidités</i>	6 300	6 300			Evalués à la valeur comptable
Equivalents de liquidités (HE)	52 500	52 500		1 500	IS passif sur plus-value HORS EXPLOITATION
Total actif corrigé	1 037 600	1 132 482			
<i>Emprunt bancaire</i>	(100 000)	(100 000)			Evalué à la valeur comptable
<i>Compte courant associé</i>	(50 000)	(47 429)			Actualisation des échéances au taux de 7%
<i>Provisions pour risques et charges</i>	(30 000)	(80 000)	50 000		Prise en compte des litiges en cours
<i>Fournisseurs</i>	(41 000)	(41 000)			Evalués à la valeur comptable
<i>Autres passifs courants</i>	(76 600)	(76 600)			Evalués à la valeur comptable
<i>Concours bancaires courants</i>	(60 000)	(60 000)			Evalués à la valeur comptable
Total passif corrigé		(405 029)			
+ IS actif (58.000 x 30%)		17 400	58 000	81 500	Total Base imposable Actif/Passif
- IS passif (81.500 x30%)		(24 450)			
	ANCC	720 403			



1. Corrigé de l'exercice n°1

- Détermination de la VSB

Calcul de la VSB par décomposition de l'actif		Calcul de la VSB à partir du total actif		Calcul de la VSB à partir de l'ANCC	
Droit au bail	0	Total actif	1 037 600	ANCC	720 403
Investissements de développement	60 000	- Frais préliminaires	(8 000)	- Terrains HE réévalués	(280 000)
Constructions sur sol d'autrui	159 882	- Droit au bail	(20 000)	- Equ. Liqu. HE réévalués	(52 500)
Equipements industriels	373 000	- Terrains HE	(200 000)	+ Emprunt bancaire	100 000
Dépôts et cautionnements versés	12 000	- Equivalents de liquidités (HE)	(52 500)	+ Compte courant associé	47 429
Frais préliminaires	0	+ Plus-value sur const.	42 882	+ Provisions pour risques et charges	80 000
Stocks	111 800	+ Terrain loué (Compl. Subst.)	200 018	+ Fournisseurs	41 000
Clients	77 000			+ Autres dettes	136 600
Liquidités	6 300			- IS actif	(17 400)
Terrain loué (Compl. Subst.)	200 018			+ IS passif	24 450
				+ Terrain loué (Compl. Subst.)	200 018
VSB	1 000 000	VSB	1 000 000	VSB	1 000 000



1. Corrigé de l'exercice n°1

- Détermination de la capacité bénéficiaire associée à la VSB

= Résultat net de l'exercice	135 000
+ Impôt exigible sur les bénéfices	57 900
+ Résorption des frais préliminaires	4 000
+ Amortissement du droit au bail	10 000
+ Amortissement comptable des constructions/sol autrui	13 000
- Amortissement économique des constructions/sol autrui	(17 765)
+ Rémunérations excessives	18 300
- Plus-value sur actions SICAV	(1 500)
+ Loyer du terrain	15 000
+ Charges financières	11 300
= Bénéfice brut corrigé VSB (1)	245 235
- Impôt théorique = (1) x 30%	(73 571)
= CB_{VSB}	171 665



1. Corrigé de l'exercice n°1

- Détermination de la valeur des capitaux propres

		GW_{VSB}
Actif de référence (A)	(1)	1 000 000
Capacité Bénéficiaire (CB _A)	(2)	171 665
Taux de rémunération de l'actif de référence (r)	(3)	8,00%
		R _f
Taux d'actualisation de la rente (i)		11,00%
Durée de la rente (n)		5
Rente du Goodwill = [(2)-(1)x(3)]	(4)	91 665
Goodwill =	(5)	338 783
ANCC hors FC et éléments assimilés	(6)	720 403
VCP = (6)+(5)		1 059 186



2. Corrigé de l'exercice n°2

- Détermination de l'ANCC

	Valeur au bilan	Valeur ANCC	Base IS actif	Base IS passif	Commentaires
Fonds commercial	496	496			Approche patrimoniale statique
Terrains	480	800			Pas d'IS sur plus-value EXPLOITATION
Constructions	1 920	2 240			Pas d'IS sur plus-value EXPLOITATION
Matériel & outillage	1 040	1 040			Pas d'IS sur plus-value EXPLOITATION
Autres immobilisations HE	800	880		80	IS passif sur plus-value HORS EXPLOITATION
Titres "EM"	112	195			= 1.300x15%
Charges reportées	140	0	140		IS actif sur résorption des charges reportées
Stocks et encours	1 584	1 444	140		IS actif sur dépréciation des stocks
Clients	3 695	3 475	220		IS actif sur dépréciation des créances
AAC	232	232			Evalués à la valeur comptable
LEL	205	205			Evalués à la valeur comptable
Total actif corrigé	10 704	11 007			
Emprunts	(1 688)	(1 688)			Evalués à la valeur comptable
Dividendes à payer	0	(330)			50% du résultat net de l'exercice
Provisions pour risques et charges	0	(134)			Prise en compte du risque fiscal
Fournisseurs	(3 776)	(3 776)			Evalués à la valeur comptable
Autres passifs courants	(724)	(724)			Evalués à la valeur comptable
Total passif corrigé		(6 652)			
+ IS actif (500 x 30%)		150	500	80	Total Base imposable Actif/Passif
- IS passif (80 x30%)		(24)			
	ANCC	4 481			



3. Corrigé de l'exercice n°3

- Détermination de l'ANCC

	Valeur ANCC	Base IS actif	Base IS passif	Commentaires
Capitaux propres	800			
- Frais préliminaires	(50)	50		IS actif sur résorption des frais préliminaires
+ Plus-values sur immobilisations HE	50		50	IS passif sur plus-value HORS EXPLOITATION
+ Plus-value sur immobilisations d'expl.	500			Pas d'IS sur plus-value EXPLOITATION
ANCC hors fiscalité latente et/ou différée	1 300			
+ IS actif (50 x 30%)	15	50	50	Total Base imposable Actif/Passif
- IS passif (50 x 30%)	(15)			
ANCC	1 300			



3. Corrigé de l'exercice n°3

- Détermination des CPNE, des CPS et des DCT stables

<i>Emplois</i>		<i>Ressources</i>	
<i>Investissements d'exploitation</i>	1 500	<i>CPS</i>	1 895
		<i>ANCC</i>	1 300
		<i>-Immobilisations HE réévaluées</i>	(200)
		<i>+ IS plus-value H.E</i>	15
<i>BFR normatif</i>	425	<i>+ Dettes financières LMT</i>	700
		<i>+ EENE</i>	80
		<i>DCT stables</i>	30
CPNE	1 925	CPNE	1 925



3. Corrigé de l'exercice n°3

- Détermination de la capacité bénéficiaire associée aux CPNE

= Résultat net de l'exercice	210
+ Impôt exigible sur les bénéfices	90
+ Résorption des frais préliminaires	50
- Revenus des biens hors exploitation	(20)
+ Charges exceptionnelles	300
+ Amortissement comptable des immobilisations d'exploitation	180
- Amortissement économique des immobilisations d'exploitation [1.500/6]	(250)
+ Charges financières sur Dettes financières à LMT	80
+ Charges financières sur DCT stables [20 x 30/280 [*]]	2
= Bénéfice brut corrigé CPNE (1)	642
- Impôt théorique = (1) x 30%	(193)
= CB_{CPNE}	450

* Concours bancaires courants (200) + EENE (80)



3. Corrigé de l'exercice n°3

- Détermination de la valeur des capitaux propres

		GW_{CPNE}
Actif de référence (A)	(1)	1 925
Capacité Bénéficiaire (CB _A)	(2)	450
Taux de rémunération de l'actif de référence (r)	(3)	6,00%
		R _f
Taux d'actualisation de la rente (i)		10,00%
Durée de la rente (n) (méthode des anglo-saxons)		infinie
Rente du Goodwill = [(2)-(1)x(3)]	(4)	334
Goodwill =	(5)	3 340
ANCC hors FC et éléments assimilés	(6)	1 300
VCP = (6)+(5)		4 640



4. Corrigé de l'exercice n°4

- Détermination de l'ANCC

	Valeur au bilan	Valeur ANCC	Base IS actif	Base IS passif	Commentaires
Logiciels	200	200			Evalués à la valeur comptable
Droit au bail	0	9 947			Valeur actualisée du différentiel de loyer sur 3 ans
Terrain	50	800			Pas d'IS sur plus-value EXPLOITATION
Autres immobilisations corporelles	7 150	7 150			Evalués à la valeur comptable
Immobilisations financières (titres cotés)	35	42,5			Evalués à la valeur de marché
Immobilisations financières (titres non cotés)	65	77,5			Evalués à la valeur probable de négociation
Frais préliminaires	10	0	10		Non valeurs
Stocks	2 400	2 160	240		Actif fiscal latent sur dépréciation non comptabilisée
Clients	3 200	3 020	180		Actif fiscal latent sur dépréciation non comptabilisée
Liquidités & équivalents de liquidités	890	890			Evalués à la valeur comptable
Total actif corrigé	14 000	24 287			
Emprunts	(4 000)	(4 000)			Evalué à la valeur comptable
Provisions pour risques et charges	(200)	(300)			Pas d'IS sur provision pour risque fiscal
Fournisseurs	(2 000)	(2 000)			Evalués à la valeur comptable
Autres passifs courants	(1 800)	(1 800)			Evalués à la valeur comptable
Total passif corrigé		(8 100)			
+ IS actif (430 x 30%)		129	430		0 Total Base imposable Actif/Passif
- IS passif (0 x30%)		0			
	ANCC	16 316			





Evaluation d'entreprises selon les approches par les flux

Exercice n° 1 :

L'entreprise "DELTA" ayant une activité commerciale dont la participation majoritaire dans son capital est proposée à la vente.

Les sources de valeur et les données prévisionnelles se présentent comme suit :

Bilan au 31/12/N

ACTIF	31/12/N
Actifs non courants nets d'amortissements	111 057
Clients et comptes rattachés	341 630
Stocks	351 817
Liquidités et équivalents de liquidités	3 086
Total général	807 590
CAPITAUX PROPRES ET PASSIFS	31/12/N
Capitaux propres avant résultat de l'exercice	(18 663)
Résultat net de l'exercice	(6 105)
Emprunts bancaires non courants	506 250
Emprunts bancaires courants	35 000
Fournisseurs et comptes rattachés	291 108
Total général	807 590

Etats des résultats prévisionnels

Année	N+1	N+2	N+3	N+4
Revenus	2 305 000	3 585 000	4 000 000	4 480 000
Achats	(1 568 476)	(2 688 750)	(3 000 000)	(3 360 000)
Marge brute	736 524	896 250	1 000 000	1 120 000
Autres charges d'exploitation	(356 168)	(405 132)	(444 765)	(490 017)
Charges de personnel	(392 722)	(325 473)	(338 492)	(352 032)
Excédent brut d'exploitation	(12 366)	165 645	216 743	277 951
Dotations aux amortissements	(17 820)	(17 820)	(17 820)	(17 820)
Charges financières	(52 751)	(43 835)	(49 249)	(45 169)
Résultat courant avant impôt	(82 937)	103 990	149 674	214 962
Autres charges ordinaires	(4 419)	(3 050)	(1 662)	(342)
Autres gains ordinaires	75 187			
Résultat avant impôt	(12 169)	100 940	148 012	214 620
Impôt sur les bénéfices	(5 520)	(35 329)	(51 804)	(75 117)
Résultat net de l'exercice	(17 689)	65 611	96 208	139 503

(*) P2 : Deuxième année du cycle préparatoire d'études supérieures de révision comptable.

(**) M1 : Première année du mastère professionnel en comptabilité.

Autres informations

- 1- Le besoin en fonds de roulement est estimé à 13 jours de chiffre d'affaires. Il est prévu de réaliser les flux suivants :

Année	N+1	N+2	N+3	N+4
Acquisition d'immobilisations	(6 552)	(10 000)	(10 000)	(10 000)
Cession d'immobilisations corporelles	17 429			
Remboursement d'emprunts	35 000	35 000	35 000	30 000

- 2- Le flux net de trésorerie relatif à l'année (N+4) sera réputé normatif et sera censé croître au rythme du taux de croissance à l'infini retenu, soit 2,5% par an, au-delà de la période du Business Plan.

- 3- Le taux d'actualisation approprié sera déterminé en considérant les données suivantes :

Coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (K_{actif})	9%
Coût de la dette (K_D)	7%
Taux (T_{IS})	30%
Ratio ciblé [$D / (D+CP)$]	40%

Travail à faire :

Il vous est demandé de déterminer la valeur des capitaux propres (V_{CP}) de l'entreprise "DELTA" en adoptant :

1. La méthode d'actualisation des cash-flows disponibles pour l'entreprise.
2. La méthode d'actualisation des cash-flows disponibles pour l'actionnaire.

Exercice n° 2 :

En vue d'une prise de participation dans l'entreprise "T", la direction demande d'évaluer ladite entreprise compte tenu des informations collectées sur les sources de valeur, les bilans fonctionnels et le taux d'actualisation (Tableaux 1, 2 et 3) :

Tableau 1 : Sources de valeur (Montants exprimés en mDT)

Année	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
Chiffre d'affaires (CA)	1 000
Taux de croissance du C.A	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Coûts/CA	80%	80%	80%	80%	80%	80%
DAP/CA	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Coûts financiers	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Dividendes/Bénéfice net	18%	0%	0%	0%	0%	0%
Taux d'I.S	30%	30%	30%	30%	30%	30%

Tableau 2 : Bilans fonctionnels (Montants exprimés en mDT)

Année	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
Immobilisations	500	500	515	530	546	563	580
BFR	100	100	103	106	109	112	116
Capital investi	600	600	618	636	655	675	696
Fonds propres	300	340	392	445	500	558	618
Dettes	300	300	300	300	300	300	300
Liquidités	0	(40)	(74)	(109)	(145)	(183)	(222)
Financement	600	600	618	636	655	675	696

Tableau 3 : Eléments de détermination du taux d'actualisation

Coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (K_{actif})	10%
Coût de la dette (K_D)	8%
Taux (T_{IS})	30%
Ratio ciblé [$D / (D+CP)$]	37%

Travail à faire :*Il vous est demandé de :*

- Déterminez la valeur de l'entreprise "T" par la méthode d'actualisation des free cash-flows.**
- Déterminer la valeur unitaire d'une action de l'entreprise "T", sachant que la valeur de marché de l'endettement est égale à la valeur comptable. A la date d'évaluation, 150.000 actions sont en circulation.**

Exercice n° 3 :

Des investisseurs, constitués de cadres de la société "RNJ" et d'un fonds d'investissement étranger, souhaitent faire l'acquisition de ladite société en finançant leur reprise par un endettement. Dans cette acquisition par LBO, l'endettement initial est de 15 millions de dinars avec un objectif d'amortissement de 1,5 million de dinars par an dans les cinq premières années. À l'issue de cette cinquième année, les investisseurs ont planifié de réduire les remboursements et s'attendent à ce que l'endettement et les charges financières évoluent en relation avec la croissance du chiffre d'affaires.

Le taux d'intérêt négocié par les investisseurs est de 7,5 % et le taux d'imposition retenu est 35%.

Le tableau suivant présente une estimation des cash-flows disponibles pour l'entreprise (FCF) sur les cinq prochaines années compte tenu des hypothèses de croissance sur le chiffre d'affaires :

Année	1	2	3	4	5	6
Croissance prévisionnelle du CA	11%	9%	7%	5%	3%	3%
FCF (en mDT)	1 700	2 100	3 000	2 800	2 600	

Le taux d'actualisation approprié sera déterminé à partir des données suivantes :

Rendement des BTA 10 ans	5,25%
Rentabilité de l'indice de marché	12%
Bêta sectoriel	1,14
Ration [D/CP]	40%

Travail à faire :

Sachant que la valeur résiduelle (valeur terminale) est estimée en fin d'année 5, déterminer la valeur de l'entreprise par la valeur actuelle nette ajustée (VANA).

Exercice n° 4 :

Dans le cadre d'une prise de participation dans l'entreprise "K", on vous communique les informations financières prévisionnelles suivantes (Tableaux 1, 2 et 3) :

Tableau 1 : Actifs économiques prévisionnels (Montants exprimés en mDT)

Année	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
Immobilisations	460	460	500	530	550	610	630
BFR	100	100	103	108	111	118	121
Capital investi	560	560	603	638	661	728	751

Tableau 2 : Résultats prévisionnels (Montants exprimés en mDT)

Année	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
EBE	180	202	215	222	228	243
Résultat d'exploitation	80	99	109	113	115	127
Résultat courant avant impôts	56	75	85	89	91	103
Résultat net (bénéfice)	43,5	62	71,5	75	76	87,5

Tableau 3 : Eléments de détermination du taux d'actualisation en N

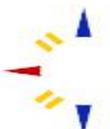
Coût des capitaux propres (K_{CP})	8%
Coût de la dette (K_D)	6%
Taux (T_{IS})	30%
Ratio ciblé [$D / (D+CP)$]	40%

Travail à faire :

Il vous est demandé de :

- 1. Déterminez la rentabilité des capitaux investis (ROIC) après impôts et le coût moyen pondéré du capital (CMPC) en N+1.***
- 2. Etablissez les prévisions d'EVA en supposant que le niveau du CMPC calculé en N sera constant sur toute la période de prévision.***
- 3. Estimez l'EVA résiduelle sous l'hypothèse d'une rente perpétuelle sans croissance.***
- 4. Déterminez la valeur de l'entreprise "K" par la méthode d'actualisation des EVA.***

Evaluation d'entreprises selon les approches par les flux...

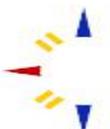


1. Corrigé de l'exercice n°1

- Détermination du K_{CP} et du CMPC

Structure financière	
Coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (K_{actif})	9%
Coût des capitaux propres (K_{CP})	10,33% $K_{CP} = K_{actif} + (K_{actif} - K_D) \times (D/CP)$
Coût de la dette (K_D)	7%
Taux (T_{IS})	30%
Ratio ciblé D/(D+CP)	40% (a)
Ratio ciblé CP/(D+CP)	60% (b) = 100% - [D/(C+P)]
Ratio ciblé D/CP	66,67% = (a)/(b)

$$K = 8,16\% = k_{CP} \times \frac{CP}{CP+D} + k_D \times (1-T_{IS}) \times \frac{D}{CP+D}$$



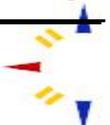
1. Corrigé de l'exercice n°1

- Détermination des FCF et des ECF

<i>En dinars</i>	N+1	N+2	N+3	N+4
+ Résultat d'exploitation [EBE -DAP]	(30 186)	147 825	198 923	260 131
- Impôt normatif (30%)	9 056	(44 348)	(59 677)	(78 039)
+ Dotations aux amortissements	17 820	17 820	17 820	17 820
- Variation du BFR (*)	319 103	(46 222)	(14 986)	(17 333)
- Investissement net	10 877	(10 000)	(10 000)	(10 000)
= Free Cash-Flow (FCF)	326 670	65 075	132 080	172 578
- Charges financières nettes de produits financiers et d'impôts	(36 926)	(30 685)	(34 474)	(31 618)
- Remboursements d'emprunts	(35 000)	(35 000)	(35 000)	(35 000)
= Equity Cash-Flow (ECF)	254 744	(609)	62 606	105 960

(*) Le BFR de l'année N a été déterminé à partir du bilan au 31/12/N: Stocks + Clients-Fournisseurs: $351.817 + 341.630 - 291.108 = 402.339$ DT. Pour les autres années, le BFR = $[Revenus \times 13/360]$

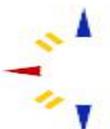
<i>En dinars</i>	N	N+1	N+2	N+3	N+4
BFR	402 339	83 236	129 458	144 444	161 778



1. Corrigé de l'exercice n°1

- Détermination de la VCP par actualisation des FCF

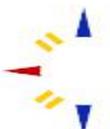
<i>En dinars</i>	N	N+1	N+2	N+3	N+4	Valeur Terminale
CMPC	8,16%					
Taux de croissance à Long Terme	2,5%					
Free Cash Flow (FCF)		326 670	65 075	132 080	172 578	3 125 315
Période		1	2	3	4	4
Facteur d'actualisation		0,92	0,85	0,79	0,73	0,73
Valeur actualisée FCF		302 024	55 627	104 385	126 101	2 283 637
Somme des VA FCF	2 871 774					
Endettement net @ 31 Décembre	538 164					
Valeur des capitaux propres (VCP)	2 333 610					



1. Corrigé de l'exercice n°1

- Détermination de la VCP par actualisation des ECF

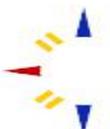
<i>En dinars</i>	N	N+1	N+2	N+3	N+4	Valeur Terminale
Coût des capitaux propres (KCP)	10,33%					
Taux de croissance à Long Terme	2,5%					
Equity Cash Flow (ECF)		254 744	(609)	62 606	105 960	1 386 499
Période		1	2	3	4	4
Facteur d'actualisation		0,91	0,82	0,74	0,67	0,67
Valeur actualisée ECF		230 886	(500)	46 612	71 502	935 605
Valeur des capitaux propres (VCP)	1 284 103					



2. Corrigé de l'exercice n°2

- *Etats de résultats prévisionnels*

<i>En mDT</i>	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
Ventes		1 000	1 030	1 061	1 093	1 126	1 159
Coûts		(800)	(824)	(849)	(874)	(900)	(927)
EBITDA		200	206	212	219	225	232
DAP		(100)	(103)	(106)	(109)	(113)	(116)
EBIT		100	103	106	109	113	116
Coûts financiers		(24)	(24)	(24)	(24)	(24)	(24)
EBT		76	79	82	85	89	92
Impôts		(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(28)
Bénéfice net		53	55	57	60	62	64
Dividendes		(10)	-	-	-	-	-
Bénéfice retenu		44	55	57	60	62	64



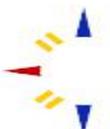
2. Corrigé de l'exercice n°2

- Détermination des flux d'investissement annuels

<i>En mDT</i>	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
Immobilisations en début d'année		500	500	515	530	546	563
Amortissements		(100)	(103)	(106)	(109)	(113)	(116)
Investissements		100	118	121	125	130	133
Immobilisations en fin d'année		500	515	530	546	563	580

- Détermination des FCF

<i>En mDT</i>	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
+ Résultat d'exploitation (EBIT)		100	103	106	109	113	116
- Impôt (30%)		(30)	(31)	(32)	(33)	(34)	(35)
NOPAT		70	72	74	76	79	81
+ DAP		100	103	106	109	113	116
Gross Cash Flow		170	175	180	186	191	197
- Variation du BFR		-	(3)	(3)	(3)	(3)	(4)
- Investissement		(100)	(118)	(121)	(125)	(130)	(133)
FCF		70	54	56	57	59	60

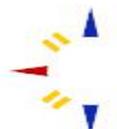


2. Corrigé de l'exercice n°2

- Détermination du K_{CP} et du CMPC

Structure financière		
Coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (K_{actif})	10%	
Coût des capitaux propres (K_{CP})	11,17%	$K_{CP} = K_{actif} + (K_{actif} - K_D) \times (D/CP)$
Coût de la dette (K_D)	8%	
Taux (T_{IS})	30%	
Ratio ciblé D/(D+CP)	37%	(a)
Ratio ciblé CP/(D+CP)	63%	(b) = 100% - [D/(C+P)]
Ratio ciblé D/CP	58,73%	= (a)/(b)

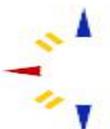
$$K = 9,11\% = k_{CP} \times \frac{CP}{CP+D} + k_D \times (1-T_{IS}) \times \frac{D}{CP+D}$$



2. Corrigé de l'exercice n°2

- Détermination de la valeur de l'action

<i>En mDT</i>	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	Valeur Terminale
CMPC	9,11%							
Taux de croissance à Long Terme	3,0%							
Free Cash Flow (FCF)		70	54	56	57	59	60	1 014
Période		1	2	3	4	5	6	6
Facteur d'actualisation		0,92	0,84	0,77	0,71	0,65	0,59	0,59
Valeur actualisée FCF		64	45	43	41	38	36	601
Somme des VA FCF	868							
Endettement net @ 31 Décembre	300							
Valeur des fonds propres	568							
Nombre d'actions	150 000							
Valeur par action	3,787							



3. Corrigé de l'exercice n°3

- Détermination des flux d'économies d'impôt

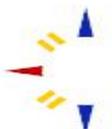
En Millions de Dinars (MDT)	0	1	2	3	4	5	6
Endettement début année (a)		15,000	13,500	12,000	10,500	9,000	7,500
Remboursements (b)		(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	0,225
Endettement fin année (c)=(a)+(b)		13,500	12,000	10,500	9,000	7,500	7,725
Charges financières (d)= [(a)x7,5%]		1,125	1,013	0,900	0,788	0,675	0,563
Économies d'impôt [(d)x35%]		0,394	0,354	0,315	0,276	0,236	0,197

- Détermination du K_{actif}

R_f	5,25%
R_m	12,00%
β_{CP}	1,14
D/CP	40,00%
β_{actif}	0,90
K_{actif}	11,36%

$$S_{Actif} = \frac{S_{CP}}{\left[1 + (1 - T_{IS}) \frac{D}{CP} \right]}$$

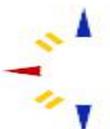
$$K_{Actif} = R_f + \beta_{Actif} \times PRM$$



3. Corrigé de l'exercice n°3

- Détermination de la valeur de l'entreprise

<i>En mDT</i>	0	1	2	3	4	5	Valeur Terminale
K_{actif}	11,36%						
K_D	7,50%						
Taux de croissance à Long Terme	3,0%						
Free Cash Flow (FCF)		1 700	2 100	3 000	2 800	2 600	32 033
Economies d'impôt (EI)		394	354	315	276	236	4 375
Période		1	2	3	4	5	5
Facteur d'actualisation (FCF)		0,90	0,81	0,72	0,65	0,58	0,58
Facteur d'actualisation (EI)		0,93	0,87	0,80	0,75	0,70	0,70
Valeur actualisée FCF		1 527	1 693	2 172	1 821	1 518	18 705
Somme des VA FCF (1)	27 436						
Valeur actualisée EI		366	307	254	206	165	3 047
Somme des VA EI (2)	4 345						
Valeur de l'entreprise (VANA) (1) +(2) en mDT	31 781						



4. Corrigé de l'exercice n°4

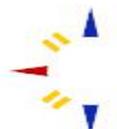
- Détermination du ROIC, CMPC & EVA

$$ROIC = ROA = \frac{RE_t(1 - T_{IS})}{CI_{t-1}}$$

$$K = 6,48\% = k_{CP} \times \frac{CP}{CP+D} + k_D \times (1 - T_{IS}) \times \frac{D}{CP+D}$$

Structure financière	
Coût des capitaux propres (K_{CP})	8,00%
Coût de la dette (K_D)	6%
Taux (T_{IS})	30%
Ratio ciblé D/(D+CP)	40% (a) = 100% - [C/(C+P)]
Ratio ciblé CP/(D+CP)	60% (b)
Ratio ciblé D/CP	66,67% = (a)/(b)

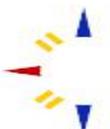
En mDT	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
ROIC		10,00%	12,38%	12,65%	12,40%	12,18%	12,21%
CMPC		6,48%	6,48%	6,48%	6,48%	6,48%	6,48%
Capitaux Investis (CI)		560	603	638	661	728	751
Economic Value Added (EVA)		19,7	35,5	39,4	39,1	41,5	43,0



4. Corrigé de l'exercice n°4

- Détermination de la valeur de l'entreprise

<i>En mDT</i>	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	Valeur Terminale
CMPC	6,48%							
Taux de croissance à Long Terme	0,0%							
Economic Value Added (EVA)		20	36	39	39	41	43	664
Période		1	2	3	4	5	6	6
Facteur d'actualisation		0,94	0,88	0,83	0,78	0,73	0,69	0,69
Valeur actualisée EVA		19	31	33	30	30	30	456
Somme des VA EVA (1)	629							
Capitaux Investis (CI0) (2)	560							
Valeur de l'entreprise (1) +(2) en mDT	1 189							





Evaluation d'entreprises selon les approches par les comparables

La société "Alpha", opérant dans le secteur de l'industrie agro-alimentaire, fait l'objet d'une évaluation par des comparaisons boursières d'après un échantillon de 6 entités semblables, les entreprises "A", "B", "C", "D", "E" et "F". Les politiques d'investissement et de traitement comptable des amortissements étant jugées trop différentes d'une société à l'autre de l'échantillon, la marge brute d'exploitation (EBITDA) est préférée au résultat d'exploitation (EBIT).

Par ailleurs, il est proposé de procéder à une évaluation tirée d'une régression linéaire du ratio [Valeur de l'Entreprise (VE)/Chiffres d'affaires (CA)].

Le tableau 1 rassemble les données de base de la société "Alpha". Quant aux données comptables relatives à l'échantillon de référence, elles figurent au tableau 2.

Tableau 1 : Donnée de base de la société "Alpha" pour l'exercice en cours

Chiffres d'affaires (en milliers de dinars)	36.000
Dettes financières brutes (en milliers de dinars)	16.000
Trésorerie d'actif (en milliers de dinars)	2.100
Taux de marge brute d'exploitation (EBITDA/CA)	11%
Nombre d'actions composant le capital	1 million

Tableau 2 : Données de l'échantillon de référence pour l'évaluation de la société "Alpha"

Société	Ratio 1	Ratio 2	Ratio 3
A	6,8	0,77	9,50%
B	7,2	0,85	10,70%
C	8,1	0,99	11,80%
D	6,9	0,80	9,80%
E	7,5	0,87	11,10%
F	7,8	0,82	11,40%

- Ratio 1 : VE/RBE
- Ratio 2 : VE/CA
- Ratio 3 : EBITDA/CA

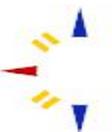
Travail à faire :

Déterminer la valeur des capitaux propres (V_{CP}) de la société "Alpha" selon deux multiples moyens (RBE, CA) et d'après les résultats de la régression linéaire.

(*) P2 : Deuxième année du cycle préparatoire d'études supérieures de révision comptable.

(**) M1 : Première année du mastère professionnel en comptabilité.

Evaluation d'entreprises selon les approches par les comparables...

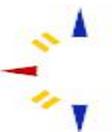


Corrigé de l'exercice

- Selon les multiples moyens, tirés du tableau n° 2, la valeur de l'entreprise (VE) représenterait **7,38 fois** le résultat brut d'exploitation (EBITDA) et **0,85 fois** le chiffre d'affaires.
- Sachant que la valeur des fonds propres (VFP) est résiduelle et obtenue en déduisant l'endettement net de VE :

$$\begin{aligned} V_{FP} \text{ (multiple de l'EBITDA)} &= 7,38 \times (36.000 \times 11\%) - (16.000 - 2.100) \\ &= 15.324,8 \text{ mDT} \end{aligned}$$

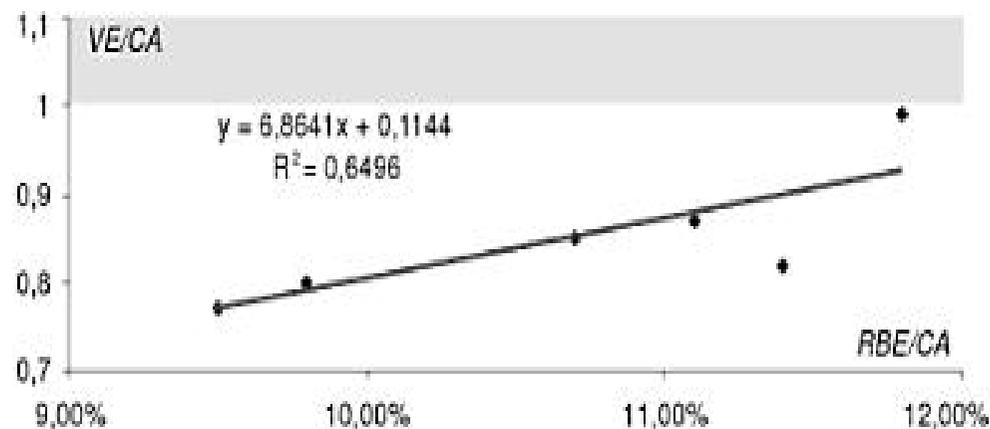
$$\begin{aligned} V_{FP} \text{ (multiple du CA)} &= 0,85 \times (36.000) - (16.000 - 2.100) \\ &= 16.700 \text{ mDT} \end{aligned}$$



Corrigé de l'exercice

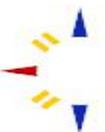
- Valeur des capitaux propres selon les résultats de la régression linéaire : Avec le ratio VE/CA en tant que variable à expliquer et RBE/CA comme variable explicative (deux dernières colonnes du tableau 2), l'ajustement linéaire propose une équation qui s'écrit :
- $VE/CA = 6,8641 (RBE/CA) + 0,1144$
- La pente de la droite ($a = 6,8641$) et l'ordonnée à l'origine ($b = 0,1144$) sont obtenues directement avec les formules du modèle statistique, comme suit:

La relation entre la valeur d'entreprise et le RBE (EBITDA) d'après le référentiel



$$a = \frac{\text{COV}(x_i, y_i)}{\text{VAR}(x_i)}$$

$$b = \bar{Y} - a\bar{X}$$



Corrigé de l'exercice

- L'application des coefficients estimés par le modèle donne :
- VE/CA (Société Alpha) = $6,8641 \times (11\%) + 0,1144 = 0,8695$
- $VFP = 0,8695 \times (36.000) - (16.000 - 2.100) = 17.402$ mDT.

