

EVALUATION DES ENTREPRISES

*Eléments de cours préparés par
Hechmi ABDELWAHED
Enseignant ISCAE
2010-2011*

La valeur est un concept d'appréciation des caractéristiques qualitatives et quantitatives d'un objet. Elle mesure son importance par rapport à d'autres objets. Cette mesure peut être exprimée par une appréciation personnelle (valeur relative, valeur d'utilité) ou encore par une appréciation collective (valeur d'échange, valeur de marché).

La valeur d'un objet peut coïncider avec le prix de celui-ci mais ne peut lui être confondue. Le prix exprime un rapport d'échange, généralement entre un bien et la monnaie, alors que la valeur peut exister même s'il n'y a pas d'échange.

La valeur et l'évaluation ont fait l'objet, toutes les deux, de plusieurs théories au cours de l'histoire économique (en théories fondamentales pour l'une et en théories appliquées pour l'autre).

Le présent cours s'intéresse à la théorie de l'évaluation et cherche à faire prévaloir les théories admises par le plus grand nombre d'opérateurs.

L'objectif d'un Expert Evalueur est de choisir et d'appliquer une méthodologie appropriée dont la finalité est d'arriver à des résultats pouvant bénéficier d'un large consensus.

Il convient donc de veiller à éviter l'arbitraire dans le processus de détermination de la valeur, en respectant une démarche logique.

L'évaluation d'une entreprise est nécessairement liée aux circonstances dans lesquelles elle est menée. Elle dépend, certes, de l'entreprise à évaluer, mais aussi du contexte de la mission d'évaluation elle-même.

L'évaluation des entreprises est traitée en deux parties:

Première partie : LA PHASE PRELIMINAIRE A L'EVALUATION

Deuxième partie: LA DETERMINATION DE LA VALEUR DE L'ENTREPRISE

1. LA PHASE PRELIMINAIRE A L'EVALUATION

1.1. LA DETERMINATION DES MOTIFS DE L'EVALUATION ET LEUR CORRELATION AVEC L'APPROCHE DE VALORISATION

L'évaluation d'une entreprise peut être menée à différentes occasions, dont principalement :

- cession totale d'une entreprise,
- acquisition du contrôle d'une entreprise,
- introduction en bourse ou acquisition d'actions sur ce marché ;
- augmentation de capital, fusions et autres,
- liquidation.
- recherche de nouveaux financements
- rapprochement ou de partenariat avec d'autres entreprises.

L'approche ne peut être la même pour chacune de ces circonstances. La valeur à l'occasion d'une liquidation repose sur la détermination de la valeur de liquidation des éléments patrimoniaux de l'entreprise, alors que la valeur à l'occasion d'une cession globale de l'entreprise nécessite l'appréciation de la capacité de l'entreprise à continuer son exploitation. La valorisation lors d'une cession globale de l'entreprise est différente du cas de valorisation pour la cession d'une part seulement de son capital. L'approche diffère même suivant la proportion du capital à céder ou à acquérir: l'acquisition d'un bloc de contrôle d'une entreprise est différente d'un placement financier par achat de titres en bourse de cette même entreprise.

Quant il s'agit de valoriser une entreprise dans une perspective de liquidation, on n'a pas réellement besoin d'un expert en évaluation d'entreprises, mais plutôt de différents experts en immobilier, en équipements et autres.

L'évaluation d'entreprises prend son sens pour une entité qui continue son exploitation et qui justifie, donc, une valeur différente de celle qu'elle aurait eue si elle était destinée à la liquidation.

Si la continuité d'exploitation d'une entreprise est vérifiée, alors sa valeur sera nécessairement supérieure à la valeur des éléments patrimoniaux qui la constituent, on parlerait de survaleur de l'entreprise et où donc, la valeur de l'entreprise sera exprimée comme suit :

$$VE = \text{Patrimoine} + \text{survaleur}$$

La survaleur représente la valeur de la capacité de l'entreprise à se maintenir en activité et est ainsi, fonction de sa rentabilité future.

Cette valorisation se défend pour une cession globale d'une entreprise. Il n'en est pas de même, lorsqu'il s'agit de l'acquisition d'une proportion du capital. Si cette acquisition est minoritaire, l'opération d'évaluation concerne un simple placement, et donc c'est la valeur de rentabilité qui serait cherchée. Pour sa part, si l'acquisition est majoritaire, la valeur de l'entreprise pourrait contenir une survaleur spécifique qui découle de l'intérêt qu'a l'acquéreur dans la concrétisation de cette opération.

Il est également à signaler que, même pour le cas d'une cession globale d'une entreprise, l'approche pourrait différer selon les attentes spécifiques de l'acquéreur ou encore selon qu'il s'agisse d'une entité industrielle, commerciale ou de services. L'approche Patrimoine + survalueur n'est pas toujours évidente pour les deux derniers cas. Une approche basée seulement sur le revenu futur pourrait se justifier davantage.

L'approche basée sur le revenu pourrait se justifier pour tout autre cas aussi, dès lors qu'elle incarne la notion de la valeur même: la valeur d'un objet à un instant donné correspond à la valeur des avantages que cette objet pourrait procurer à son détenteur.

On comprend par là, qu'il n'existe pas une seule approche, mais qu'il y en a plusieurs. L'important est de choisir l'approche qui se justifie le mieux, compte tenu de l'entreprise à évaluer et du contexte de l'évaluation.

L'évaluation d'une entreprise consiste à arrêter une valeur (ou une fourchette de valeurs) compte tenu du contexte et de l'objectif de la mission.

Le processus d'évaluation passe d'abord par la collecte d'un ensemble d'informations et par l'atteinte de certaines assurances liées à des aspects financiers quantitatifs, mais aussi qualitatifs.

L'évaluateur a besoin de collecter des informations sur les valeurs comptables, la rentabilité, la croissance et la performance. Il doit être à même d'apprécier les prévisions financières de l'entreprise à évaluer. Il a besoin, pour ce faire, d'analyser de nombreux paramètres économiques (la notoriété, la position sur le marché, les moyens humains, l'environnement, etc.)

L'évaluateur doit alors accomplir un certain nombre de tâches avec soins et attentions, en vue de recueillir les informations nécessaires à la valorisation de l'entreprise. On qualifie cette étape de la mission de Due Diligence.

La Due diligence doit couvrir les domaines financiers, stratégiques, opérationnels, organisationnels, juridiques et fiscaux et de l'entreprise à évaluer.

1.2. LA DUE DILIGENCE DE L'EVALUATEUR (OU LE DIAGNOSTIC DE L'ENTREPRISE A EVALUER)

L'évaluateur devra :

- Traiter un ensemble d'informations variées et parfois complexes, collectées à l'intérieur ou à l'extérieur de l'entreprise afin de mieux la comprendre sous ses aspects comptables, financiers et autres, et de la situer dans son environnement juridique, économique et social.
- Exploiter les informations collectées et traitées pour la mise en œuvre des méthodes d'évaluation.

1.2.1. Méthodologie de diagnostic de l'entreprise

Il découle de ce qui précède, la nécessité de réaliser un diagnostic global, dénommé aussi diagnostic pluridisciplinaire qui associe aux compétences financières requises pour

l'évaluation, des compétences stratégiques, industrielles, commerciales, juridiques voire sociales.

Ce diagnostic va porter sur les aspects actuels de la situation patrimoniale et sur les aspects actuels et futurs du marché, des produits, de la production, des ressources humaines et de l'organisation générale.

Le diagnostic débute par une prise de connaissance préliminaire de l'entreprise pour permettre à l'expert évaluateur de définir et de planifier une approche de la mission et de préparer les travaux du diagnostic général.

Le diagnostic général de l'entreprise se subdivise en deux catégories: le diagnostic comptable et financier et le diagnostic stratégique.

1.2.1.1. Diagnostic comptable et financier

- Diagnostic comptable

Ce diagnostic sert à fiabiliser l'information sur le présent et le passé de l'entreprise. Les modèles d'évaluation étant fondées sur des données financières, il convient de s'assurer que les comptes de l'entreprise sont fiables et reflètent sa situation réelle.

La certification des comptes par le commissaire aux comptes de la société examinée permet généralement d'avoir cette assurance.

Le diagnostic comptable vise à :

- assurer aux données comptables retenues comme bases de discussion entre l'acheteur et le vendeur, les conditions de fiabilité et de régularité requises;
- réaliser certains redressements techniques rendus nécessaires soit par les règles comptables, soit par les règles fiscales;
- assurer la qualité des résultats de référence qui seront utilisés;
- vérifier, autant que possible, l'exhaustivité du passif enregistré.

A l'issue du diagnostic comptable, l'évaluateur est ainsi en mesure de proposer, par rapport aux états financiers établis par l'entreprise, les ajustements sur les éléments patrimoniaux et sur les données d'exploitation.

Des états financiers retraités seront alors établis par l'expert évaluateur et serviront de base à la mise en œuvre des différentes méthodes d'évaluation.

- Diagnostic financier

Il est mené pour s'assurer de l'équilibre financier de l'entreprise, à long, moyen et court terme. De même, il doit permettre de s'assurer que le coût des ressources reste supportable.

Des outils comme le tableau de financement et le tableau de trésorerie prévisionnelle, aident dans la réalisation de ce diagnostic. L'évaluateur doit chercher à évaluer l'impact de chaque élément de ces tableaux sur l'exploitation future de l'entreprise.

1.2.1.2. Diagnostic stratégique

Il s'agit de l'examen des données d'exploitation en vue de s'assurer de la continuation de l'activité de l'entreprise dans les conditions actuelles et d'identifier les éléments susceptibles de modifier dans l'avenir les courbes d'évolution obtenues dans le passé.

Ce diagnostic sera mené sur quatre aspects : commercial, technique, organisationnel et juridique.

- Diagnostic commercial

Ce diagnostic vise à s'assurer de :

- . la Viabilité du produit (étude de la position du produit par rapport à sa courbe de vie)
- . la Viabilité du marché
- . la Relation avec les partenaires (clients et fournisseurs). Le diagnostic vise à s'assurer de la continuité des conditions de cette relation et à évaluer, éventuellement, l'impact du changement du propriétaire de l'entreprise sur cette relation.

- Diagnostic technique

Le diagnostic technique permet l'analyse du processus de fabrication et l'appréciation de l'état de l'outil de production. Il a pour objectif d'évaluer dans quelle mesure l'outil de production répond aux besoins actuels ou futurs de l'activité de l'entreprise.

Ce diagnostic porte notamment sur :

- l'analyse du processus de fabrication, de l'approvisionnement à la production et au stockage;
- l'évaluation de l'effort consacré par l'entreprise à la recherche et au développement;
- l'examen de l'état des moyens de production.

- Diagnostic organisationnel

Le souci de l'évaluateur est de s'assurer de l'adéquation de la structure et des moyens.

Il s'agit de vérifier si la structure actuelle satisfait aux besoins d'une exploitation saine pouvant se perpétuer, ou au contraire, il faudrait évaluer l'impact d'une restructuration de l'entreprise à évaluer (licenciement de personnel, recrutement, formation et autres).

- Diagnostic juridique

L'évaluateur cherche à s'assurer de la viabilité sans contrainte juridique particulière.

Ce diagnostic consiste à vérifier et à évaluer tout impact de la législation pouvant avoir un effet sur la continuité d'exploitation ou même seulement, sur la rentabilité future de l'entreprise à évaluer.

1.2.2. Synthèse du diagnostic

A l'achèvement du diagnostic général, l'évaluateur doit être en mesure :

- d'apprécier les éléments qui conditionnent la continuité d'exploitation de l'entreprise, dans le cas de sa cession,

- de tirer les enseignements nécessaires pour valider les données prévisionnelles de l'entreprise.

Il devra en conséquence exploiter les informations collectées et les travaux effectués pour en faire une synthèse lui permettant de valider les prévisions d'exploitation de l'entreprise à évaluer. Ces prévisions seront consignées dans un plan d'affaires : Business Plan qui servira d'outil de base pour la valorisation à déterminer.

1.2.3. Le Business Plan

Le business plan constitue un outil de synthèse de l'avenir de l'entreprise sur un certain nombre d'années. L'évaluateur se doit d'apprécier le caractère vraisemblable du Business Plan avant de l'utiliser dans ses calculs de valeur.

Pour pouvoir évaluer la qualité des données prévisionnelles, il est nécessaire de comprendre les hypothèses de planification.

En puisant dans ses travaux de diagnostic préalable et en comptant sur sa connaissance de l'environnement de l'entreprise, l'évaluateur doit réunir des éléments probants suffisants et adéquats lui permettant d'apprécier :

- (a) le caractère plausible des hypothèses retenues, sur lesquelles se basent les informations financières prévisionnelles,
- (b) les informations financières prévisionnelles sur la base des hypothèses retenues ;

Le Business Plan est normalement l'œuvre de la direction de l'entreprise à évaluer, mais l'évaluateur se doit d'apporter les ajustements et les corrections qu'il juge nécessaires, pour fonder sa valorisation.

2. DETERMINATION DE LA VALEUR DE L'ENTREPRISE

La recherche d'une valeur raisonnable et crédible de l'entreprise, pouvant se justifier selon le cas à évaluer, a conduit les experts à élaborer de nombreuses méthodes d'évaluation.

Ces méthodes se basent sur le concept même de l'entreprise. Celle-ci étant définie comme un processus de mise en commun de biens et de travail dans l'objectif de réalisation de profits, les méthodes d'évaluation vont privilégier selon le cas, l'aspect des biens (le patrimoine) ou l'aspect du travail (la rentabilité et le revenu) ou les deux à la fois.

On assiste généralement à deux principales approches en matière d'évaluation :

- Les approches basées sur le capital : Elles reposent sur l'idée que l'entreprise est formée d'un ensemble d'actifs dont le prix de marché ou la valeur de remplacement fournissent la base de la valeur globale de l'entreprise après déduction de l'endettement; il s'agit de la valeur patrimoniale. Ces approches admettent aussi le principe de majorer la valeur patrimoniale, de la valeur des éléments incorporels pouvant exister au sein de l'entreprise à évaluer et appelés suivant le cas, un fonds commercial, une survaleur ou un Goodwill.
- Les approches basées sur les revenus futurs dites aussi les approches prospectives: Elles reposent sur l'idée que l'acquisition d'une entreprise n'est autre qu'un investissement financier dont la valeur actuelle est fonction des revenus futurs, qu'ils soient des résultats, des cash-flows, ou la valeur de revente future ou tout autre revenu.

D'autres approches dites comparatives ou boursières peuvent également être retenues.

2.1. LES APPROCHES BASEES SUR LE CAPITAL

Ces approches retiennent le concept suivant de la valeur de l'entreprise :

$$VE = \text{patrimoine} + \text{survaleur}$$

La valeur de l'entreprise n'est supérieure à la valeur de son patrimoine que lorsque la continuité d'exploitation est assurée, dans les conditions de l'acquéreur.

La survaleur correspond donc à la valeur de la continuité d'exploitation de l'entreprise, elle est généralement désignée par le terme : Goodwill (GW)

$$VE = \text{patrimoine} + GW$$

2.1.1. Valorisation du patrimoine

2.1.1.1. Actif net comptable (AN)

L'actif net comptable de l'entreprise (AN) représente ce qui est généralement appelé valeur des capitaux propres comptables ou situation nette de l'entreprise et est censé représenter, à un moment donné, le patrimoine des propriétaires.

Il est obtenu de la manière suivante : $AN = A - E$
(A représentant le montant de l'actif et E l'endettement total de l'entreprise).

Simple de détermination, l'actif net comptable ne peut pas, toutefois, permettre la valorisation du patrimoine l'entreprise dans la plus part des cas, et ce, compte tenu de l'application de la convention du coût historique dans les traitements comptables.

2.1.1.2. Actif net comptable indexé (AN indexé)

Cette méthode améliore légèrement la méthode reposant sur l'actif net comptable, dans la mesure où elle tente de corriger les effets de la convention comptable du coût historique en appliquant aux valeurs comptables de l'actif, des indices de correction qui tiennent compte de l'évolution des prix, au niveau général ou sectoriel.

$$AN \text{ indexé} = A \text{ indexé} - E$$

(A indexé représentant le montant de l'actif indexé et E l'endettement total de l'entreprise)

L'utilisation d'indices de prix améliore les données comptables, mais ne peut permettre une mesure convenable de la valeur du patrimoine, compte tenu du fait que les indices utilisés ne sont pas spécifiques à chaque élément du patrimoine à évaluer.

2.1.1.3. Actif net comptable corrigé (ANC)

L'actif net corrigé, appelé aussi valeur intrinsèque, correspond au montant du capital qu'il serait actuellement nécessaire d'investir pour reconstituer le patrimoine utilisé de l'entreprise, dans l'état et le lieu où il se trouve.

Sa détermination consiste à reconstituer l'actif réel et le passif exigible réel, qui seront substitués à l'actif et à l'endettement comptables.

L'approche de détermination de l'actif net corrigé serait la suivante:

- a) Recensement quantitatif et qualitatif des éléments (biens et droits) appartenant à l'entreprise.
- b) Identification des éléments non nécessaires à l'exploitation, et qui pourraient être cédés. Ceci doit permettre de quantifier toute incidence fiscale sur une éventuelle cession de ces biens, d'une part, et de délimiter le montant de l'investissement en patrimoine fixe, que l'acquéreur est obligé de laisser durablement dans l'entreprise, d'autre part.
- c) Eliminer les éléments incorporels non susceptibles d'une évaluation fragmentaire c'est à dire, ceux dont la valeur dépend de l'existence de l'entreprise. Ils seront en effet, des éléments du Goodwill.
- d) Apprécier la valeur du patrimoine retenu, élément par élément, en cherchant à obtenir la valeur actuelle de chaque élément.

L'appréciation de la valeur du patrimoine retenu, peut se faire selon diverses approches relevant soit de l'expertise directe (évaluation en termes de marché, recherche de l'utilité subjective du bien, coût de remplacement du bien ramené à son état actuel à l'époque de

l'évaluation, etc.) soit du calcul économique (évaluation par actualisation des revenus futurs, évaluation par comparaison avec un bien assurant un flux de prestations identiques, etc.).

L'expertise directe met en oeuvre différents concepts. Lorsqu'il s'agit par exemple de moyens de production d'une grande mobilité et ayant un large marché d'occasion, l'évaluation peut se faire en termes de marché. Dans les autres cas, on fait recours, fréquemment et surtout en matière d'immobilisations, à la notion de "valeur de reproduction" ou de "valeur de remplacement". L'évaluation se fonde alors sur un coût de remplacement conditionné par les circonstances régnant sur le marché à l'époque de l'évaluation. Ce coût est ensuite ramené à l'état actuel du bien par déduction des dépréciations qu'ont entraîné l'âge, l'usage et l'obsolescence.

Le calcul économique, généralement utilisé pour les évaluations d'ensemble, peut également recevoir application au niveau des évaluations fragmentaires. Il procédera, soit par actualisation de revenus escomptés, soit par comparaison.

L'utilisation de l'actualisation des revenus futurs repose sur le principe que "sur un marché parfait, la valeur économique d'un bien est la valeur actuelle de ses profits futurs". Elle exige que l'on puisse rattacher au bien considéré, ses recettes et ses dépenses propres, ce qui est rarement le cas pour un bien isolé, mais peut être réalisable pour un ensemble d'éléments liés dans une chaîne de production.

Pour ce qui est de la valeur par comparaison, il faut disposer d'une référence, c'est à dire d'un bien assurant un flux de prestations identiques au bien à évaluer, dont on connaisse le prix, la durée d'utilisation probable, les dépenses annuelles d'entretien et de réparation et la valeur de revente à l'expiration de ce temps. La référence peut en pratique être obtenue aisément par consultation des constructeurs, qui donneront le premier élément : le coût. Le reste doit faire l'objet de prévisions. Il faut également prévoir l'espérance de vie du bien à évaluer et sa valeur de revente et connaître ses dépenses moyennes d'entretiens et de réparations. L'évaluation est obtenue en actualisant l'économie moyenne annuelle que procure l'emploi du bien existant, par rapport à l'emploi du bien de référence. Les avantages de cette méthode sont, d'une part, sa simplicité et d'autre part, son appui sur des prix de marché.

En principe, les méthodes d'évaluation indiquées ci-dessus ne doivent pas s'appliquer concurremment, mais à des niveaux différents. Au niveau d'un bien élémentaire, l'évaluation relève principalement de l'expertise directe. Dès qu'un regroupement d'éléments correspondant à une fonction partielle est opéré, il est souhaitable de rechercher une valeur économique comparative. Quant à l'actualisation des revenus escomptés, elle sera plus rarement utilisée; exceptionnellement, lorsqu'un flux de trésorerie pourra être rattaché sans équivoque au bien à évaluer.

La valorisation par actualisation peut trouver application, également, pour les éléments financiers du patrimoine de l'entreprise à évaluer. Les créances et les prêts seront valorisés à leurs valeurs actuelles au moment de l'évaluation.

Quant à l'endettement, il convient de retenir, outre le passif inscrit, tout passif non inscrit, en se basant sur une appréciation des risques et des engagements. Ce passif nécessite lui même, une correction.

Certaines dettes sont exprimées à un montant qui inclut des charges financières. C'est notamment le cas des emprunts obligataires inscrits au prix de remboursement, c'est à dire primes comprises. Ces primes constituent une charge financière comptabilisée d'avance à l'actif du bilan. Ces primes ne doivent pas être retenues dans l'actif et sont à éliminer de l'endettement.

D'un autre côté, le bilan retient nécessairement les dettes en valeur nominale. Or, la dette n'aura cette valeur qu'au jour de son échéance. La valeur corrigée à retenir sera la valeur actuelle.

Enfin, et dans le cas où il n'en est pas tenu compte dans la valorisation des résultats futurs servant à l'appréciation du Goodwill, la correction de la valeur patrimoniale de l'entreprise devrait inclure tout actif ou passif fiscal éventuel résultant de la divergence entre les règles comptables et les règles fiscales.

2.1.2. Détermination du Goodwill

Le Goodwill correspond à la différence entre la valeur de l'entreprise et la valeur de son patrimoine. Il correspond à la valeur des investissements immatériels (dépenses de recherche et développement, formation professionnelle, marketing, etc.), de l'organisation et de la synergie qui résultent de l'agencement de différents facteurs économiques productifs (clients, marchés, expérience, etc.) dont l'appréciation ne peut être faite qu'à travers une évaluation globale de l'entreprise, qui repose entre autres éléments, sur sa rentabilité future.

Le Goodwill peut être exprimé d'une manière simple, comme étant le surplus que rapporterait l'investissement dans l'entreprise. Ce surplus est généralement déterminé par comparaison entre la rentabilité attendue de l'entreprise à évaluer et le rendement financier de l'équivalent des fonds investis dans cette entreprise. Cette différence est appelée le super profit ou la rente du Goodwill.

$$\begin{aligned}\text{GW} &= \text{somme actualisée (capacité bénéficiaire annuelle de l'entreprise –} \\ &\quad \text{rentabilité annuelle du placement des mêmes fonds investis)} \\ &= \text{somme actualisée (CB - I x i)}\end{aligned}$$

i étant le taux de placement financier.

2.1.2.1. Détermination de la capacité bénéficiaire(CB)

La capacité bénéficiaire correspond au bénéfice courant attendu d'une exploitation et susceptible de se perpétuer dans des conditions normales d'investissement et d'activité.

Il s'agit de la rentabilité courante hors événements exceptionnels, que l'entreprise est capable de générer dans des conditions normales d'exploitation à partir de ses moyens actuels.

2.1.2.2. Détermination de l'investissement à rémunérer (I)

Le choix de l'investissement à rémunérer a fait l'objet de plusieurs études que nous pouvons classer en écoles.

L'Actif Net Corrigé (ANC)

Les premières approches ont privilégié la valeur du patrimoine de l'entreprise à évaluer (actif net corrigé).

Le rente du Goodwill correspondrait alors, à la différence entre la capacité bénéficiaire (donnée comptable) de l'entreprise et le rendement pouvant être attendu du placement d'un montant équivalent à la valeur de l'actif net comptable corrigé.

Cette approche se base sur l'idée que la rentabilité de l'entreprise est en corrélation étroite avec la valeur des capitaux propres qui y sont investis. Cette idée ne se trouve pas toujours justifiée. Certaines entreprises peuvent être largement rentables, non pour le montant des capitaux propres qui leur a été affecté, mais pour la valeur de l'ensemble des moyens dont elle ont pu disposer. Ceci a amené certains auteurs à proposer des méthodes qui se basent sur le capital économique utilisé par l'entreprise.

Il reste entendu que le capital économique ne sert pas directement à la détermination de la valeur de l'entreprise. Il est utilisé pour le calcul du superprofit dont la capitalisation permettra de donner le Goodwill de l'entreprise.

Deux notions de capital économique ont été développées: la valeur substantielle et les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation.

La Valeur Substantielle (VS)

La valeur substantielle correspond à l'outil d'exploitation que constitue l'entreprise, c'est à dire à l'ensemble des biens de toute nature engagés et organisés pour réaliser son objet. Elle dépasse ainsi, la notion de l'actif net corrigé dans le sens où elle ne distingue plus la propriété, ni l'origine du financement.

La valeur substantielle est déterminée, en ce qui concerne l'actif, selon la même base que celle servant au calcul de l'actif net comptable corrigé (uniquement celui nécessaire à l'exploitation) augmentée de la valeur de tous les éléments nécessaires au fonctionnement de l'entreprise et dont elle dispose, sans en être propriétaire (éléments obtenus sous contrat de crédit-bail mobilier ou immobilier, éléments loués ou empruntés, et tout élément mis à la disposition de l'entreprise). L'actif est évidemment diminuée de la valeur des éléments incorporels enregistrés dont l'évaluation sera faite avec les éléments du Goodwill.

La valeur substantielle tient compte, aussi, des coûts à prévoir pour assurer le fonctionnement normal de l'ensemble, notamment ceux de réparation et de remise en état justifiés par la notion de service durable.

Il s'agit là de la valeur substantielle brute.

Certains auteurs soutiennent, par ailleurs, l'idée de restreindre la valeur substantielle aux éléments de l'actif immobilisé, au motif que l'actif circulant subit des fluctuations fréquentes. Cela aboutit à ce qu'ils appellent valeur substantielle réduite. Cette position reste, toutefois, discutable. Comme les actifs circulants constituent un investissement indispensable au fonctionnement de l'entreprise, son exclusion de la valeur substantielle ne semble pas fondée.

D'autres auteurs se posent la question de savoir si la valeur substantielle doit être ou non diminuée de l'endettement. Cela aboutirait à ce qu'ils qualifient de valeur substantielle nette. Cette position est également, contestable, car si l'on recherche le montant de l'outil d'exploitation utilisé par l'entreprise, il ne peut s'agir que d'une valeur brute, c'est à dire endettement non déduit.

La valeur substantielle étant ainsi définie, il y a lieu de déterminer la capacité bénéficiaire qui lui rattachée.

La capacité bénéficiaire rattachée à la valeur substantielle peut être déterminée à partir de la capacité bénéficiaire comptable (rattachée à l'actif net comptable) en procédant aux réintégrations et déductions rendus nécessaires, du fait qu'on considère comme si la totalité de l'outil d'exploitation était financé par des capitaux propres. Ainsi, les réintégrations vont concerner, à titre indicatif :

- les loyers des biens que l'entreprise exploite en tant que locataire,
- les charges financières de toute nature.

Les déductions devraient correspondre, quant à elles, aux amortissements des biens loués.

Les Capitaux Permanents Nécessaires à l'Exploitation (CPNE)

Ce concept de capital économique, réduit la notion de valeur substantielle à sa partie permanente. Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation correspondent à la valeur des moyens affectés à l'entreprise, d'une manière permanente. Ils intègrent, outre les immobilisations d'exploitation, le besoin en fonds de roulement opérationnel de l'entreprise.

Le mode de calcul de ce concept repose sur des éléments d'actifs formant le capital économique que constitue l'entreprise. Ces éléments d'actifs, déterminés suivant la méthode de la valeur substantielle, sont majorés de l'investissement financier que l'entreprise doit nécessairement réaliser pour faire face aux déphasages entre les flux réels de son exploitation et leur contrepartie monétaire (fonds de roulement).

Il ne s'agit pas d'une approche statique qui consiste à apprécier, sur la base du bilan, le besoin en fonds de roulement correspondant à l'équilibre financier jugé nécessaire, mais d'une approche normative tenant compte des déphasages entre les flux réels et leur contrepartie monétaire, engendrés par des délais de paiement, d'encaissement et de stockage.

Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation sont obtenus à partir de la formule suivante :

CPNE = Actif immobilisé (selon méthode de calcul de la valeur substantielle) + Besoin en fonds de Roulement Normatif.

La capacité bénéficiaire rattachée aux CPNE, peut être déterminée selon la même approche utilisée pour la capacité bénéficiaire de la valeur substantielle à condition de veiller à ne réintégrer dans la capacité bénéficiaire comptable, que la proportion des charges financières relative à la partie de l'endettement utilisé dans le financement des CPNE, indépendamment du fait que cet endettement ait été contracté à court ou à long terme.

2.1.2.3. Les méthodes de détermination du Goodwill

Les principales méthodes développées dans ce cadre sont la méthode des praticiens, la méthode de rente abrégée et la méthode de l'Union des experts comptables européens.

Méthode des Praticiens (dite méthode indirecte)

Cette méthode considère la valeur de l'entreprise comme la moyenne arithmétique de la valeur de l'actif net comptable corrigé (ANC) et de la valeur de rentabilité ou de rendement (VR). Cette valeur de rentabilité étant obtenue par capitalisation de la capacité bénéficiaire au taux de placement financier.

La valeur globale de l'entreprise résulte, en fait, de la moyenne entre la valeur la moins élevée (ANC: méthode patrimoniale) et la valeur la plus élevée (Valeur de rendement). La valeur de l'entreprise s'exprime ainsi:

$$VE = \frac{1}{2} (ANC + VR) \quad \text{avec } VR = CB/i$$

Où CB représente la capacité bénéficiaire et i le taux de capitalisation retenu à l'infini et correspondant dans ce cas au taux de placement financier.

Sachant que $VE = ANC + GW$, le Goodwill est calculé indirectement (d'où le nom de méthode indirecte) et peut être exprimé comme suit :

$$GW = (CB - i \times ANC) / 2i$$

Cette moyenne arithmétique semble traduire un arbitrage équitable entre valeur patrimoniale et valeur de rendement. Elle présente cependant les doubles inconvénients liés au fait de considérer la rente du Goodwill perpétuelle et d'utiliser un taux de capitalisation identique pour toutes les entreprises, indépendamment du risque spécifique de chacune d'elles.

Méthode de la rente abrégée du Goodwill

Cette méthode améliore la précédente, dans le sens où elle :

- retient une période plus courte de rente de goodwill, et qu'elle
- utilise un taux d'actualisation spécifique au risque de l'entreprise qu'on évalue.

Le goodwill est ainsi exprimé :

$$GW = \sum_{k=1}^n (CB_k - (i \times ANC)) \times (1 + t)^{-k}$$

Avec

i = le taux de placement sans risque ou taux normal de rémunération d'un placement financier,

t = le taux d'actualisation (avec risque entreprise)

n = la période d'actualisation de la rente.

Méthodes basées sur la rémunération du capital économique

Cette méthode utilise les mêmes variables que la précédente sauf que l'investissement à rémunérer correspond, soit à la valeur substantielle, soit aux capitaux permanents nécessaires à l'exploitation

Le Goodwill peut être ainsi, exprimé de l'une ou de l'autre des deux manières suivantes:

$$GW = \sum_{k=1}^n (CB_{k\text{ VS}} - (i \times VS)) \times (1 + t)^{-k}$$

ou,

$$GW = \sum_{k=1}^n (CB_{k\text{ CPNE}} - (i \times CPNE)) \times (1 + t)^{-k}$$

Il reste entendu que $VE = ANC + GW$

Méthode de l'Union des Experts Comptables Européens

Le Goodwill est déterminé par actualisation d'un super profit correspondant à l'excédent de la capacité bénéficiaire (CB) de l'entreprise sur le placement non risqué au taux i , de capitaux égaux à la valeur totale de l'entreprise (VE).

Le goodwill résultant de cette méthode est obtenu comme suit :

$$GW = \sum_{k=1}^n (CB_k - (i \times VE)) \times (1 + t)^{-k}$$

Si la CB est constante :

$$GW = \frac{1 - (1+t)^{-n}}{t} \times (CB_{ANC} - i \times VE)$$

VE restant égale à : $VE = ANC + GW$, ainsi le GW peut être exprimé ainsi :

$$GW = \left[\frac{1 - (1+t)^{-n}}{t} \times (CB_{ANC} - i \times ANC) \right] / \left[1 + i \times \frac{1 - (1+t)^{-n}}{t} \right]$$

Avec

i = le taux de placement sans risque ou taux normal de rémunération d'un placement financier,

t = le taux d'actualisation (avec risque entreprise)

n = la période d'actualisation de la rente. Cette période varie entre trois et huit ans en fonction de la situation concurrentielle ou quasi-monopolistique de l'entreprise à évaluer.

2.2. L'EVALUATION PAR LES REVENUS

Il existe un très large consensus, sur le plan théorique, autour de l'idée que la valeur d'un bien correspond à la valeur actuelle des revenus futurs qu'il génère. L'entreprise peut être considérée comme un bien, et son évaluation peut ainsi, reposer sur ce postulat.

De ce fait, l'actualisation du flux de revenus futurs par le taux de rendement exigé selon le cas, fournit la valeur de l'entreprise.

Les revenus qui peuvent être actualisés ou capitalisés dans le cadre de cette approche sont multiples et peuvent concerner le résultat net comptable, l'excédent brut d'exploitation, le résultat courant avant impôt, le résultat courant avant impôts et charges financières, ou encore, la marge brute d'autofinancement. Le choix est effectué en fonction de l'objectif de l'évaluation et du cas à évaluer.

Il est présenté dans ce qui suit, différentes méthodes d'évaluation par les revenus.

2.2.1. Méthodes basées sur la capitalisation des résultats

Cette méthode détermine la valeur de rendement de l'entreprise.

L'évaluateur détermine le taux de rendement "t" exigé par l'actionnaire pour rémunérer le capital qu'il va consacrer à l'achat des titres (actions ou parts) avec la récupération à terme du capital investi.

2.2.1.1. Fixation du taux d'actualisation

La fixation du taux d'actualisation (ou taux de rémunération du capital) s'effectue généralement en deux étapes. La première consiste à sélectionner un taux de base, la seconde à introduire un différentiel par rapport à ce taux, traduisant le niveau de risques estimé de l'entreprise.

- Le taux de base : est défini comme le taux de rendement attendu par l'investisseur par rapprochement avec d'autres placements financiers. Dans la pratique, ce taux pourra être choisi parmi les taux suivants:
 - Le taux d'émission des obligations: par comparaison aux rendements des placements financiers sans risque proposés sur le marché boursier. On retiendra principalement le taux moyen des émissions d'obligations ou titres assimilés du secteur public.
 - Le taux d'intérêt des placements financiers. Il s'agit principalement du taux des prêts directs à long terme.
- Le niveau de risques: sa prise en compte traduit une exigence de rendement supplémentaire en raison:
 - des aléas inhérents à toute activité industrielle et commerciale par comparaison à un placement financier sans risque, et
 - des incertitudes liées aux forces et faiblesses de l'entreprise et de son secteur d'activité.

L'évaluateur devra donc déterminer le taux de capitalisation par addition au taux de base, des taux relatifs au risque d'exploitation et au risque lié au marché.

Compte tenu de la difficulté qu'on pourrait rencontrer dans la détermination du taux d'actualisation, certains praticiens se basent sur le modèle suivant, pour fixer le taux de rémunération des capitaux propres:

$$t = i + \beta (t_m - i)$$

avec

t = taux d'actualisation

i = taux sans risque (Emprunt d'Etat)

β = coefficient de risque de la société tenant compte de sa structure financière

$(t_m - i)$ = prime de risque moyenne du marché financier

Le β (Beta) est le coefficient de sensibilité qui mesure le risque spécifique de l'entreprise en question. Il est utilisé dans la mesure de sensibilité d'un titre au risque du marché. Mathématiquement, pour un titre j, il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché, en le calculant ainsi :

$$\text{BETA (j)} = \text{Covariance (Rj, Rm)} / \text{Variance (Rm)}$$

Rj correspond à la rentabilité périodique d'un titre, issue d'une droite de régression qui mesure les fluctuations de la valeur.

Rm est égal à la rentabilité exigée par le marché

Dans un marché structuré des betas moyens sont estimés. Ils sont calculés en dehors de toute influence de l'endettement, et puis, pour chaque situation, il y a lieu de recalculer un beta avec dettes, en utilisant la formule suivante :

$$\text{Béta avec dettes} = \text{Béta sans dettes} + \text{Béta sans dettes} \times (1 - T) \times (\text{Dettes nettes} / \text{Total des fonds propres})$$

T est le taux d'impôt de l'entreprise.

2.2.1.2. Détermination de la valeur actuelle

Si l'actionnaire se trouve être majoritaire et décideur quant aux distributions futures des résultats R, la valeur de rendement de son entreprise s'exprime comme suit, pour n années de détention (et donc de revenus):

$$VE = \frac{1 - (1+t)^{-n}}{t} \times R + \frac{\text{valeur de revente des actions}}{(1+t)^n}$$

Si la détention est perpétuelle, la valeur de l'entreprise correspondrait à une capitalisation des résultats futurs :

$$VE = \frac{R}{t}$$

Valeur actuelle par les dividendes uniquement

Certaines écoles privilégient le principe que la valeur d'une entreprise est égale à la valeur actuelle des flux qu'elle générera dans l'avenir en direction de ses actionnaires. C'est la méthode de FISCHER.

Le revenu de l'entreprise est ainsi représenté par les dividendes " D_k " pendant les " n " années de détention et de la valeur de revente " V_n " à la fin de la période de détention.

$$VE = \sum_{k=1}^n [D_k / (1 + t)^k] + [V_n / (1 + t)^n]$$

Cette méthode dite de FISCHER a été suivie d'une modélisation connue sous la méthode GORDON-SHAPIRO, qui se base sur trois hypothèses:

- le dividende a une croissance constante à l'infini: g
- la valeur terminale de la méthode de FISCHER est estimée pour une détention à l'infini,
- le taux d'actualisation est très sensiblement supérieur au taux de croissance du dividende.

$$VE = \frac{D}{t-g}$$

Il reste certes, difficile d'accepter une croissance à l'infini du dividende, compte tenu de l'environnement économique cyclique que nous connaissons. Pour cette raison, le taux de croissance qui est choisi doit être très faible. Il ne peut être, généralement, plus élevé que la croissance du PIB

Une autre modélisation de la méthode de FISCHER, connue sous le nom de méthode de BATES, se base sur les hypothèses suivantes:

- le taux de croissance du dividende et du résultat net sont constant: g
- le taux de distribution est constant
- le revenu de l'entreprise est ainsi représenté par les dividendes " D_k " pendant les " n " années de détention et de la valeur de revente " V_n " à la fin de la période de détention, calculée à partir du bénéfice actualisé du dernier exercice " B_n " de détention multiplié par un " PER_n " de sortie. (pour le PER voir plus loin)

La formule de BATES ne donne pas une valeur absolue de valeur ou du PER, mais des valeurs liées. Elle repose sur le concept suivant:

$$M = mA - 10dB$$

Où:

M: PER de revente au terme de n années de détention

m: PER d'achat

d: taux de distribution constant

A et B sont des coefficients donnés par une table dite de BATES, en fonction de:

- la durée de détention: n
- le taux de croissance constant du dividende et du résultat: g
- et du taux d'actualisation: t

2.2.2. Méthodes basées sur la capitalisation des Cash Flows

Les résultats de cette méthode diffèrent selon la définition qu'on donne au terme cash-flow : capacité d'autofinancement ou flux de liquidité disponibles (Free Cash Flows). D'autres méthodes utilisent aussi d'autres définitions de cash flow.

2.2.2.1. Evaluation par capitalisation de la capacité d'autofinancement

La capacité d'autofinancement, appelée aussi marge brute d'autofinancement, est déterminée en corrigeant le résultat net des charges non décaissables et produits non encaissables ainsi que des éléments exceptionnels.

Le modèle de base de cette méthode est fondé sur la théorie du choix d'investissement et repose sur le principe que l'investisseur accepte de dépenser le montant à investir « I » si la rente d'autofinancement générée « CF » permet sur la période « n » et au taux de rendement exigé « t », de récupérer l'investissement.

Cette méthode est fondée sur l'équation classique :

$$I - \sum_{k=1}^n CF_k \times (1+t)^{-k} = 0$$

La méthode d'évaluation découle de cette équation et suppose la connaissance du cash-flow pour pouvoir déterminer la valeur de l'entreprise (VE) qui n'est autre que le montant de l'investissement projeté (I). Le calcul de cette valeur se présente comme suit :

$$VE = I = \sum_{k=1}^n CF_k \times (1+t)^{-k}$$

L'évaluateur intègre souvent dans cette méthode, l'hypothèse d'une valeur résiduelle (Vn), l'équation devient alors :

$$VE = I = \sum_{k=1}^n CF_k \times (1+t)^{-k} + Vn \times (1+t)^{-n}$$

La valeur de revente ou résiduelle est généralement calculée à partir :

- soit d'une Capitalisation du bénéfice corrigé moyen ou du flux financier moyen des derniers exercices.
- soit d'une application au bénéfice moyen, d'un multiplicateur égal à : Cours boursier/Bénéfice, appelé PER (Price Earnings Ratio).

2.2.2.2. Evaluation par la méthode des Discounted Cash Flows DCF

La méthode d'évaluation de l'entreprise par les Discounted Cash-Flow est probablement la plus utilisée et la plus universellement reconnue. Elle combine capitalisation et actualisation des flux attendus de trésorerie. Ainsi, on obtient :

$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+\text{wacc})^t} + \frac{VT_{en\ n}}{(1+\text{wacc})^n}$$

avec $FCF = \text{Résultat d'exploitation net d'impôt} + \text{Dotations aux amortissements et aux provisions} - \Delta \text{BFRE} - \text{Investissements}$

$wacc = \text{Weighted Average cost of Capital}$, ou cmpe Coût Moyen Pondéré du Capital utilisé en tant que taux d'actualisation. Il est défini de façon normative

$n = \text{Horizon du business plan}$

$VT = \text{Valeur Terminale}$ tel que $VT_n = (FCF_n) / wacc = \text{capitalisation du Free Cash-Flow de la dernière période de l'horizon du projet d'investissement à un taux égal à celui du coût du capital.}$

Une autre variante de cette formule préconise la prise en compte de la valeur terminale à l'horizon $(n+1)$ et se présente comme suit :

$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+wacc)^t} + \frac{VT_{en\ n+1}}{(1+wacc)^{n+1}}$$

$n+1 = \text{Horizon du business plan plus une année}$

$VT = \text{Valeur Terminale}$ tel que $VT_{n+1} = (FCF_{n+1}) / wacc = \text{capitalisation du Free Cash-Flow de la période suivant l'horizon du projet d'investissement à un taux égal à celui du coût du capital.}$

Mais il est à préciser qu'il existe différentes variantes dans l'application de la méthode des DCF. Deux variantes sont généralement utilisées :

- le modèle des DCF rapportés à l'entreprise
- le modèle des DCF rapportés aux capitaux propres

LE MODELE DES DCF RAPPORTES A L'ENTREPRISE

Ce modèle permet d'évaluer les fonds propres d'une entreprise comme suit :

$Val\ CP = \text{valeur de l'outil de production (la « valeur d'entreprise » disponible pour tous les investisseurs), moins la valeur de la dette et des droits des investisseurs qui l'emportent sur ceux des actionnaires ordinaires (notamment les titres à dividende prioritaire).}$

La valeur de l'outil de production et celle de la dette correspondent à leurs cash-flows respectifs actualisés à un taux qui tient compte du risque afférent à ces cash-flows, avec un WACC tenant compte d'une structure de financement normalisée.

Ce modèle offre l'avantage de déterminer une valeur de l'entreprise dans des conditions normales de financement et indépendamment de sa structure actuelle de financement.

LE MODELE DES DCF RAPPORTES AUX CAPITAUX PROPRES

La valeur des fonds propres est déterminée à partir de l'actualisation des cash-flows disponibles pour les actionnaires au coût des fonds propres (WACC des capitaux propres).

2.2.2.3. Evaluation par les méthodes EVA / MVA

La méthode d'évaluation par l'EVA, c'est à dire Economic Value Added, est une déclinaison de la méthode des Discounted Cash-Flow. Les principes restent les mêmes, on actualise un flux financier sur une période définie comme dans la méthode DCF et on y ajoute une valeur terminale capitalisée puis actualisée. La formule devient :

$$V_e = I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+wacc)^t} + \frac{VT_n}{(1+wacc)^n}$$

avec

I_0 = Investissement initial

EVA_α = Résultat d'exploitation net de la période α – CCI

où CCI est le Coût des Capitaux Investis tel que $CCI = wacc \times (\text{Capitaux investis})$

$VT_n = EVA_n / wacc$

Capitaux investis (actifs économiques) = Immobilisations nettes+BFR

Le concept d'EVA repose sur l'idée que le résultat d'exploitation doit non seulement couvrir les frais financiers liés au financement de la dette, mais aussi un coût d'opportunité sur la quote-part des capitaux propres immobilisés. Annuellement, l'EVA mesure la valeur ajoutée par l'actif économique (retraité), une fois soustrait le coût de tous ses financements. Une EVA positive et croissante est donc synonyme de création de valeur.

La méthode EVA a permis de diffuser la prise en compte de la rémunération des fonds propres auprès des managers. Cette technique d'évaluation permet aussi, pour certains auteurs, d'approcher la valeur de l'entreprise telle qu'elle pourrait être mesurée par la technique boursière de la MVA (Market Value Added)].

La MVA (Market Value Added), (ou valeur boursière théorique) va ainsi correspondre à une actualisation des flux d'EVA à l'infini, auxquels on ajoutera l'actif économique de début de période.

$MVA = \text{Somme des EVA futurs actualisés par le wacc} + \text{Capitaux investis actuels}$

La Capitalisation boursière théorique sera ensuite obtenue en déduisant de la MVA l'endettement financier net.

2.3. L'EVALUATION PAR COMPARAISON

Elle regroupe les approches basées sur la seule connaissance externe de l'entreprise. Evidemment, ces approches s'appliquent pour des évaluations boursières. La valeur de l'entreprise sera ainsi, déterminée par comparaison avec d'autres entreprises.

Pour cela l'évaluateur tentera d'abord de constituer l'échantillon de référence, puis de choisir les critères de comparaison avant de procéder à la mise en œuvre de ces critères au cas de l'entreprise à évaluer.

L'évaluateur tente de sélectionner un certain nombre d'entreprises de même nature d'activité et de même dimension, ayant plusieurs éléments de ressemblance avec l'entreprise à évaluer, et dont les actions font l'objet d'échanges constants en bourse.

Toutefois, la même nature d'activité et la même taille sont insuffisantes pour établir le caractère comparable des entreprises, l'évaluateur doit vérifier l'existence d'autres facteurs dont notamment une tendance semblable de croissance et de rentabilité et surtout le respect de méthodes comptables identiques.

Une fois l'échantillon sélectionné et la documentation réunie sur les entreprises de même nature, de même taille, ayant eu une évolution comparable et observant des méthodes comptables identiques, l'évaluateur procède à la détermination des critères servant aux comparaisons, appelés facteurs d'évaluation, qui seront appliqués aux données de l'entreprise non cotées à évaluer.

Le critère de comparaison qui se distingue le mieux est le PER (Price Earnings Ratio ou ratio de capitalisation boursière qui correspond au rapport : cours boursier / Bénéfice).

D'autres critères peuvent également, être utilisés comme :

- . le ratio : capitalisation boursière / chiffre d'affaires , appelé encore PSR (Price Sales ratio)
- . le ratio : capitalisation boursière / actif net comptable , appelé encore PBR (Price Book ratio)
- . le délai de recouvrement (DR) : il correspond au nombre d'années pour lequel la somme des bénéfices prévisionnels par action, actualisés au taux de rendement sans risque est égale au cours d'une action.
- . le Return on Market Value (RMV) qui s'obtient en divisant le dividende par la capitalisation boursière.

CONCLUSION

Les concepts théoriques exposés ci-dessus représentent des références de travail pour l'évaluateur. Ils ne peuvent être appliqués cumulativement, mais ce dernier se doit de les analyser avant de choisir le concept qui s'adapte le mieux au contexte de l'entreprise à évaluer.

L'évaluateur doit chercher à aboutir à des résultats crédibles et convaincants en retenant des méthodes d'évaluation communément acceptées et en essayant de pallier par des choix appropriés aux limites propres à chacune de ces méthodes.

La connaissance du contexte de l'évaluation et des motivations de l'acquéreur et du vendeur conditionne le choix des méthodes d'évaluation et permet à l'évaluateur de présenter une valeur de l'entreprise, la moins contestée possible.