

Comment valoriser une entreprise et sur quels critères?

Sommaire

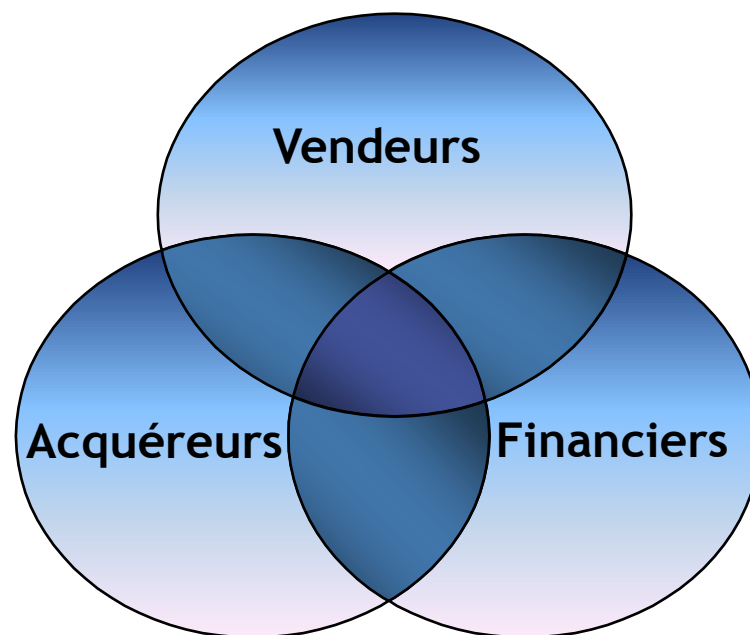
- **Préambule**
- Comment bien évaluer une entreprise ?
- Le diagnostic
- Le business plan
- L'approche patrimoniale
- La valeur de rentabilité
- Évaluer par comparaison
- Conclusion

Préambule

L'évaluation d'entreprise est essentielle dans toutes les opérations comportant une transaction puisqu'elle contribue à la fixation du prix, condition formelle de réalisation de la transaction.

Préambule

Ces opérations font intervenir plusieurs acteurs



Préambule

Chaque acteur se forge une opinion de la valeur de l'entreprise :

- En utilisant ses propres critères, adaptés à la nature de ses choix (investissement, croissance externe, financement).
- En ne disposant pas (toujours) du même niveau d'information.

Préambule

Pourquoi ces acteurs obtiennent-ils des valeurs différentes pour une même entreprise ?

- Plusieurs raisons :
 - les méthodes utilisées peuvent être différentes,
 - la valeur des paramètres peut varier pour une même méthode,
 - leur cadre de réflexion n'est pas toujours homogène.

Préambule

Faire la différence entre valeurs et prix

- Valeur financière :
 - C'est la valeur intrinsèque de l'entreprise.
 - Elle est universelle.
- Valeurs stratégiques
 - Elles intègrent les intérêts stratégiques propres à chaque investisseur ainsi que les synergies qu'il espère en tirer.
 - Il y en a autant qu'il y a d'acquéreurs potentiels.

Préambule

La valeur n'est pas nécessairement le prix

- Les facteurs influant sur le prix :
 - L'urgence de la transaction
 - La rareté de l'affaire
 - La pluralité ou non d'acquéreurs

Préambule

Ne pas confondre prix et coût financier global

- CFG = Prix convenu + Fonds à injecter pour :
 - . Améliorer la structure financière
 - . Financer les pertes éventuelles jusqu'à l'équilibre
 - . Rembourser les comptes courants des dirigeants cédants
 - . Rembourser par anticipation les prêts « intuitu personae »
 - . Couvrir les éventuelles charges supplémentaires

NB : les besoins financiers supplémentaires peuvent impacter à la baisse l'évaluation finale.

Sommaire

- Préambule
- **Comment bien évaluer une entreprise ?**
- Le diagnostic
- Le business plan
- L'approche patrimoniale
- La valeur de rentabilité
- Évaluer par comparaison
- Conclusion

Comment bien évaluer une entreprise ?

Combien existe-il de méthodes d'évaluation ?

Des dizaines !!!

- Ce qui tente à prouver qu'aucune n'est parfaite.
- Il n'y a pas de formule de calcul scientifique et totalement rigoureuse.

En revanche, il existe une démarche d'évaluation.

Comment bien évaluer une entreprise ?

Quelles sont les grandes étapes de cette démarche ?

Elles sont au nombre de 4 :

- Réaliser un diagnostic
- Réaliser un business plan
- Appliquer des méthodes multiples et adaptées
- Mener une analyse pour apprécier les résultats

Sommaire

- Préambule
- Comment bien évaluer une entreprise ?
- **Le diagnostic**
- Le business plan
- L'approche patrimoniale
- La valeur de rentabilité
- Évaluer par comparaison
- Conclusion

Diagnostic

Les travaux préliminaires : le Diagnostic

- L'évaluation c'est $\frac{2}{3}$ d'analyse et $\frac{1}{3}$ d'arithmétique
 - Analyse des éléments juridiques
 - Étude du diagnostic stratégique

Diagnostic

- **Le diagnostic juridique**

- Étude des **contrats de location** (crédit-bail, leasing, bail emphytéotique...) pour évaluer les engagements de rachats, la pérennité et la portée des contrats sur les biens nécessaires à l'exploitation.
- Étude des **contrats d'emprunts** pour évaluer les risques financiers (engagement hors bilan, marge de manœuvre financière...).
- Étude des **décisions collégiales**, le cas échéant, pour faire ressortir les points ayant des incidences potentielles pour l'avenir (abandon de compte courant avec clause de retour à meilleure fortune, pacte d'actionnaire...).
- Étude des **brevets** pour examiner s'ils sont toujours utiles à l'entreprise et quelle rentabilité elle peut en tirer.

Diagnostic

Le diagnostic stratégique 1/2

- Analyser le marché : opportunités et menaces qui agissent
 - Quel est le potentiel de développement du marché ?
 - Quel est le potentiel de rentabilité ? (5 forces de Porter)
 - Pouvoir de négociation des clients
 - Pouvoir de négociation des fournisseurs
 - Intensité de la concurrence
 - Éventualité de nouveaux entrants
 - Possibilité d'apparition de produits de substitutions

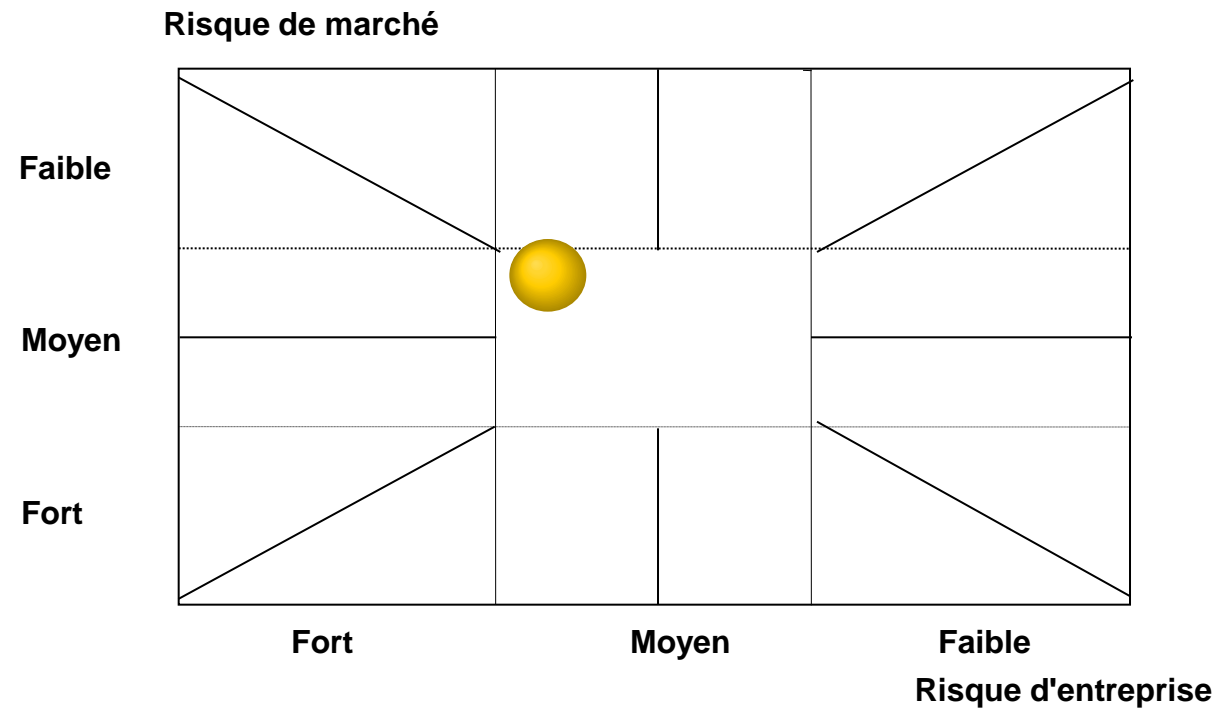
Diagnostic

Le diagnostic stratégique 2/2

- **Diagnostiquer : Les forces et les faiblesses de l'entreprise**
 - Les ressources commerciales
 - Les ressources technologiques
 - Les ressources de production
 - Les ressources humaines
 - Management et ressources financières

Diagnostic

Positionnement de l'entreprise



Sommaire

- Préambule
- Comment bien évaluer une entreprise ?
- Le diagnostic
- **Le business plan**
- L'approche patrimoniale
- La valeur de rentabilité
- Évaluer par comparaison
- Conclusion

Le business plan

C'est incontournable pour réaliser une bonne évaluation

- De quoi s'agit-il ?
 - Établir un compte de résultat et un bilan prévisionnels
 - Valider des prévisions de trésorerie
- Sur quelle durée ?
 - Dépend du cycle d'exploitation
 - En général entre 3 et 7 ans

Méthodes

Trois grandes séries de méthodes :

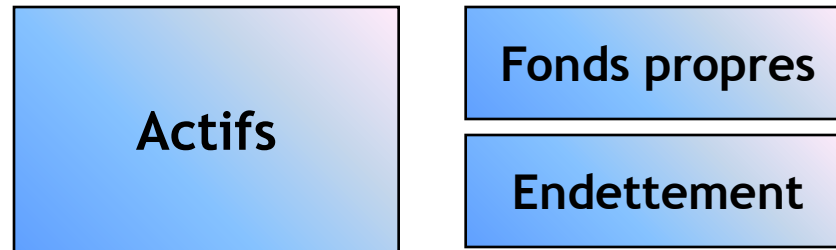
- Évaluer par la valeur
- Évaluer par les flux
- Évaluer par comparaison

Sommaire

- Préambule
- Comment bien évaluer une entreprise ?
- Le diagnostic
- Le business plan
- **L'approche patrimoniale**
- La valeur de rentabilité
- Évaluer par comparaison
- Conclusion

L'approche patrimoniale

- Le principe



$$V_p = \text{actifs} - \text{endettement}$$

- On part du patrimoine comptable de la société : **son actif net comptable**
= Ensemble de ce qu'elle possède sous déduction de ce qu'elle doit
 - Immobilisations
 - Stocks
 - Créances clients
 - Trésorerie
 - Emprunts
 - Organismes sociaux et fiscaux
 - Fournisseurs

L'approche patrimoniale

- On effectue des retraitements en + ou en -
 - Rechercher les plus-values latentes
 - Immobilier
 - Machines/outils de production
 - Éléments incorporels (brevets, marques, fonds de commerce)
 - Éliminer les non-valeurs
 - Frais de constitution
 - Comptes de régularisation

On arrive ainsi à ANCC ou valeur patrimoniale

Remarque :

Pas toujours pertinente : société peu industrialisée

Pas suffisante : car statique

Sommaire

- Préambule
- Comment bien évaluer une entreprise ?
- Le diagnostic
- Le business plan
- L'approche patrimoniale
- **La valeur de rentabilité**
- Évaluer par comparaison
- Conclusion

La valeur de rentabilité

Évaluer par les flux : la valeur de rentabilité

- Un postulat :

« Les investissements n'ont pas d'autre objet que de générer du bénéfice ».

- Une seule définition : la valeur d'un bien :

« C'est la somme actualisée des revenus futurs que ce bien est susceptible de générer ».

La valeur de rentabilité

- **Pourquoi actualiser ?**
 - Car l'argent actuel vaut plus que l'argent à venir.
- **Deux raisons :**
 - Il est présent donc pas d'aléa quant à sa venue.
 - Il peut être placé.

L'actualisation permet donc de mesurer la valeur actuelle de l'argent futur.

La valeur de rentabilité

Exemple 1

Quelle est la valeur de 1 000 € gagnés tous les ans pendant 5 ans ?
(taux d'actualisation : 15 %)

N	N + 1	N + 2	N + 3	N + 4	Total
1 000	869	756	657	571	3 853

La valeur de rentabilité

Exemple 2

Quelle est la valeur à ce jour de 1 000 € gagnés dans 5 ans ?

Taux 10 %	621
Taux 15 %	497
Taux 20 %	401

La valeur de rentabilité

$$\begin{array}{c} \text{Valeur de l'actif} \\ \text{économique} \end{array} = \begin{array}{c} \text{Valeur actuelle} \\ \text{des flux de trésorerie} \\ \text{sur l'horizon explicite} \\ \text{1} \end{array} + \begin{array}{c} \text{Valeur actuelle} \\ \text{de la valeur terminale} \\ \text{2} \end{array}$$

$$\begin{array}{c} \text{Valeur des capitaux} \\ \text{propres} \end{array} = \begin{array}{c} \text{Valeur de l'actif} \\ \text{économique} \end{array} - \begin{array}{c} \text{Valeur de l'endettement} \\ \text{net à l'origine} \\ \text{3} \end{array}$$

La valeur de rentabilité

Le taux d'actualisation :

- Le CMPC

Il s'analyse comme la pondération du coût des fonds propres et du coût de l'endettement.

- Le coût des fonds propres

Le MEDAF est l'approche moderne qui permet de déterminer rationnellement le coût des fonds propres.

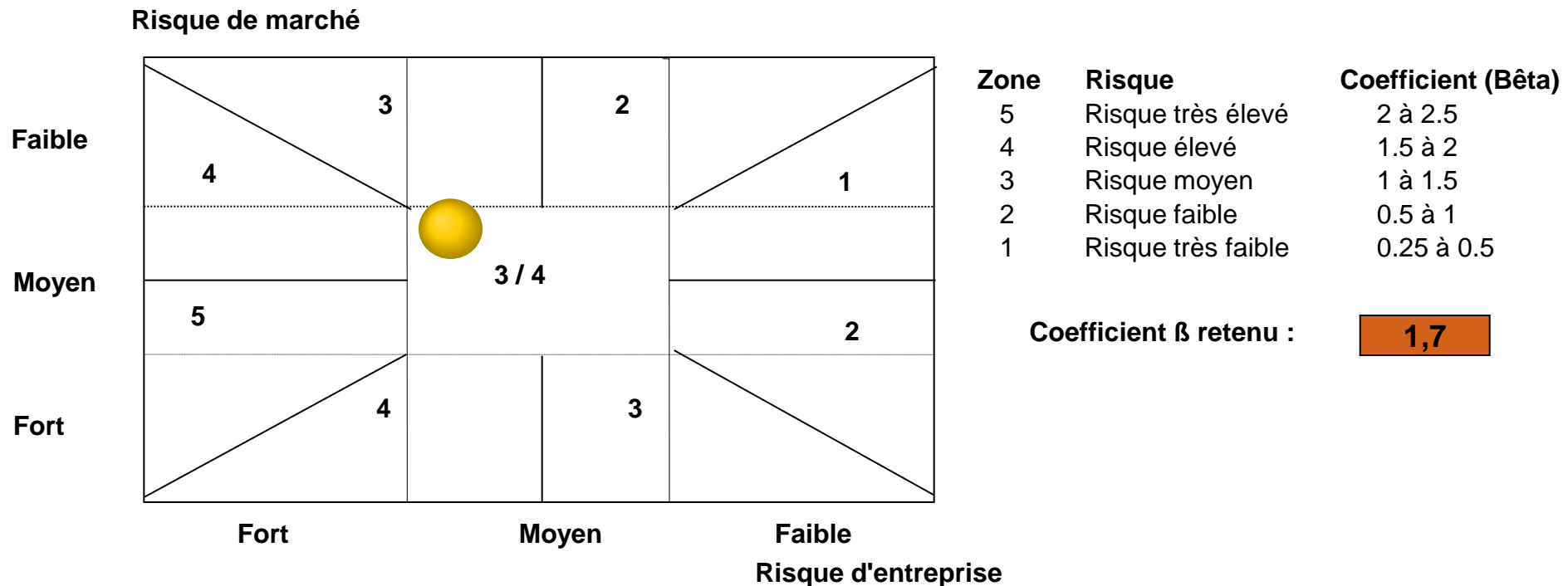
La valeur de rentabilité

Détermination du coût des fonds propres

• Taux sans risque (OAT à 10 ans)	3.30 %
• Prime de risque du marché	6.00 %
• Risque spécifique de la société évaluée : β (voir analyse stratégique)	1.7
• Prime de risque d'exploitation $1.7 \times 6 \%$	10.2 %
• Taux d'endettement (il s'agit du taux d'endettement de la période initiale)	0.18
Taux d'actualisation	13.68 %
Taux retenu arrondi à 14 %	

La valeur de rentabilité

Modèle de détermination du β (exemple)



La valeur de rentabilité

Quel flux de trésorerie actualiser ?

- Les cash-flow déterminés dans le business plan.
- Les cash-flow disponibles pour l'entreprise :

EBE

- IS

- Investissements

- Variation du BFR

= flux de trésorerie disponible

Ce flux ne comporte donc pas les charges afférentes à la dette.

La valeur de rentabilité

La valeur terminale

- Possibilité de retenir l'actif économique de fin de période
- Méthode préférentielle : capitalisation d'un flux normatif
 - Valider le flux normatif
 - Déterminer le taux de capitalisation

En principe le CMPC moyen (K) affecté d'un taux de croissance (G)

- Valeur terminale en fin de période :

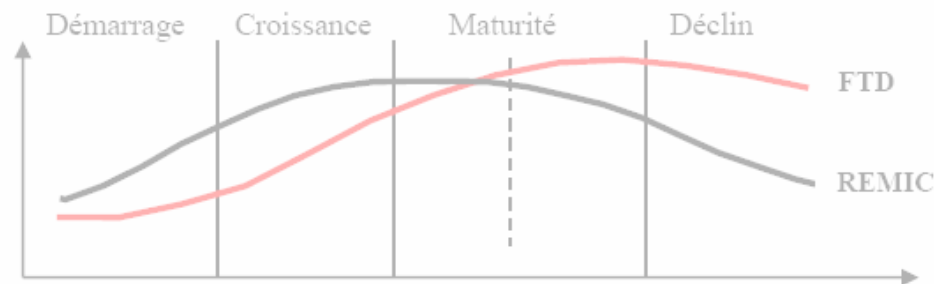
Flux normatif

K - G

La valeur de rentabilité

Quand doit-on retenir un taux de croissance ?

- La cohérence du système repose sur l'observation suivante du cycle de vie (de l'entreprise, du secteur d'activité...) mettant en évidence le décalage entre les FTD et le REMIC.



REMIC	-	+	+	-	-
FTD	-	-	+	+	-

La valeur de rentabilité

A un instant «t» : FTD = REMIC : les deux valeurs FTD et REMIC seront, bien entendu, identiques.

Il convient de rappeler les conditions d'égalité entre les FTD et les REMIC :

EBE		EBE
- Amortissements	=	- Investissements
= Résultat éco. Brut		- Variation BFR (=Ø)
- I/S sur REB		- I/S sur REB
= REMIC		= FTD

La valeur de rentabilité

$$\text{Endettement net} = \text{Dettes bancaires et Financières (CT + LT)} - \text{Disponibilités et VMP}$$

- Retraité de crédit bail
- Retraité des EENE et/ou affacturage

Remarque : attention aux activités saisonnières

La valeur de rentabilité

Les limites de la méthode :

- Elle ne tient pas compte de la flexibilité de la gestion.
- Elle dépend parfois trop de la valeur finale.
- Elle est très sensible aux hypothèses retenues.
 - Détermination des flux
 - Détermination du CMPC
 - Détermination du taux de croissance à l'infini

La valeur de rentabilité

Exemple de test de sensibilité

CMPC \ Tx de croiss à l'infini	2 %	1 %	CMPC retenu	- 1 %	- 2 %
	12.77 %	11.77 %	10.77 %	9.77 %	8.77 %
3 %	998	1170	1386	1668	2049
2 %	907	1053	1233	1460	1756
1 %	831	957	1110	1299	1538
0 %	767	878	1011	1171	1369
-1 %	713	812	928	1067	1235
- 2 %	666	755	858	981	1126
- 3 %	625	705	799	908	1036

Sommaire

- Préambule
- Comment bien évaluer une entreprise ?
- Le diagnostic
- Le business plan
- L'approche patrimoniale
- La valeur de rentabilité
- **Évaluer par comparaison**
- Conclusion

Évaluer par comparaison

Première étape : constituer un échantillon d'entreprises comparables

- Mêmes caractéristiques sectorielles
- Mêmes caractéristiques d'exploitation
- Niveau de rentabilité
- Croissance attendue
- Politique d'investissements

Évaluer par comparaison

Seconde étape : le choix des multiples

- Les professionnels multiples
 - Nombre d'abonnés
 - Prix de la nuitée
- L'utilisation classique du PER ou « PER retraité »
- Les multiples de transaction
- Le multiple d'EBITDA

Évaluer par comparaison

Le multiple VAE/EBITDA est le plus pertinent pour un indice.

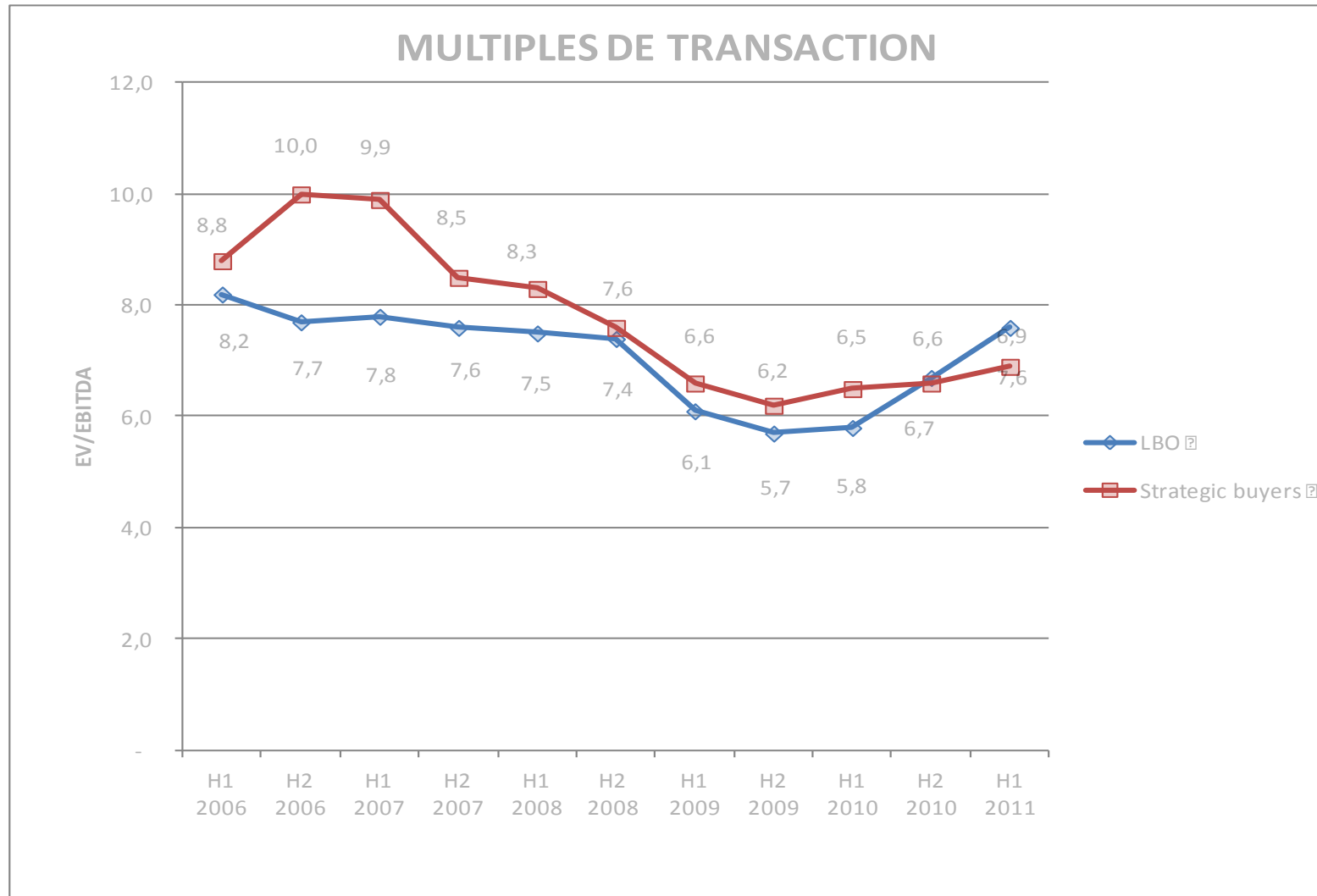
Il n'est influencé ni par la structure financière de la cible ni par les politiques d'amortissement et de provision (qui diffèrent dans le temps et entre pays).

Il constitue par ailleurs la meilleure approximation du cash flow opérationnel.

Évaluer par comparaison

- L'indice Argos Mid-Market constitue depuis de nombreuses années une référence pour les acteurs du non coté.
- Cet indice mesure l'évolution des valorisations des sociétés mid market non cotées de la zone euro.
- Réalisé par Epsilon Research pour Argos Soditic et publié chaque semestre, il correspond à la médiane du multiple EV/EBITDA historique des opérations de fusion-acquisitions mid-market de la zone euro.

Évaluer par comparaison



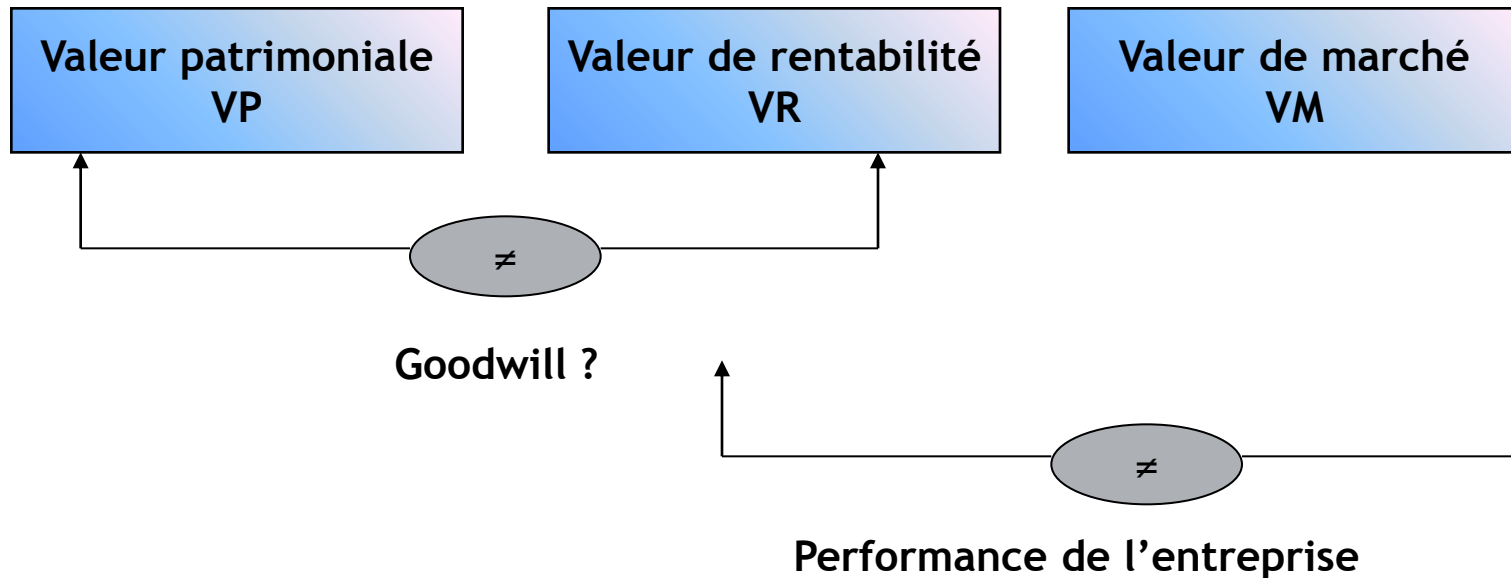
Sommaire

- Préambule
- Comment bien évaluer une entreprise ?
- Le diagnostic
- Le business plan
- L'approche patrimoniale
- La valeur de rentabilité
- Évaluer par comparaison
- **Conclusion**

Conclusion

L'intérêt de cette perspective multiple réside :

- Dans la complémentarité des angles d'approche.
- Dans l'analyse des écarts de valeur obtenue par les différentes méthodes.



Conclusion

Cette démarche ne doit pas faire oublier que l'évaluation peut aboutir à une décision d'investissement :

- Déterminer le prix d'acquisition supportable :
ex : en cas de LBO
- Déterminer les impacts de l'acquisition sur la société qui achète :
 - Incidence sur le résultat (société qui investit/compte consolidé)
 - Incidence sur la structure financière (société qui investit/bilan consolidé)
- Apprécier le taux de rentabilité interne (TRI) :
 - Par rapport aux autres projets
 - Par rapport aux normes exigées par la direction (société mère, actionnaires...)

Conclusion

- La valeur ne s'affirme pas mais se démontre.
- L'intérêt d'une évaluation c'est de pouvoir défendre et argumenter son prix.
- En s'appuyant sur des faits tangibles, on peut argumenter rationnellement pour faire évoluer la valeur intrinsèque de l'entreprise vers un prix de transaction optimal.

Contact



oecpacac@oecpacac.com

Philippe TRIPONEL
Expert-comptable Associé
SUD EXPERTS
ptriponel@sudexperts.com