



Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

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

1) La notion d'actif net

2) L'actif net comptable

3) L'actif net comptable corrigé (ou actif net intrinsèque)

- a) Détermination des valeurs actuelles
- b) La prise en compte de la fiscalité différée et latente
- c) La valeur de liquidation dans une perspective de cessation d'activité

Chapitre 2 - Les méthodes mixtes fondées sur le goodwill

1) relation entre valeur comptable, valeur de marché et juste valeur

- a) Juste valeur et évolution des normes comptables
- b) De la valeur comptable à la valeur de marché

2) Notion du goodwill

3) Méthode du goodwill

- a) Définition
- b) La durée de la rente
- c) Les actifs nécessaires à l'exploitation
 - L'actif net comptable corrigé
 - Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)
 - La valeur substantielle brute (VSB)
- d) La capacité bénéficiaire
 - Cohérence entre la capacité bénéficiaire et l'actif net comptable corrigé
 - Cohérence entre la capacité bénéficiaire et les CPNE
 - Cohérence entre la capacité bénéficiaire et la valeur substantielle brute (VSB)
- e) Le taux de rémunération de l'actif nécessaire à l'exploitation
- f) Le taux d'actualisation de la rente de goodwill

4) Le coût moyen pondéré du capital

- a) Calcul du coût des capitaux propres (MEDAF) (Les fondements du MEDAF, le coefficient Bêta, la décomposition du risque global, calcul pratique du taux risqué)
- b) Calcul du coût de l'endettement
- c) Calcul du coût moyen pondéré du capital (CMPC)

5) Les principales méthodes de calcul du goodwill

- a) La méthode des praticiens (ou méthode allemande)
- b) La méthode des anglo-saxons
- c) La méthode de l'Union européenne des experts comptables, économiques et financiers (UEC)
- d) Les méthodes de la rente de goodwill actualisée

Méthode de la rémunération de l'actif net comptable corrigé (ANCC)
Méthode des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)
Méthode de la valeur substantielle brute (VSB)





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

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

1) Les modèles d'actualisation des dividendes

- a) La valeur financière avec stabilité des dividendes
- b) Le modèle de GORDON ET SHAPIRO (dividendes futurs espérés)

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

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

- a) Fondements de la méthode

L'évaluation par les flux de liquidités disponibles pour les apporteurs de fonds.
L'évaluation par les flux disponibles pour l'actionnaire.

- b) Mise en œuvre de la méthode

Le plan d'affaires
Les flux de liquidités disponibles pour les apporteurs de fonds
Les flux de liquidités disponibles pour l'actionnaire
Le taux d'actualisation
La valeur terminale

Chapitre 4 - L'approche comparative (ou analogique)

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

2) L'application des multiples

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

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





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

Évaluation d'entreprise

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

- **d'une valeur de vente ou d'achat :**
 - vente par un associé de ses parts sociales,
 - offre publique d'achat (OPA) lancée par une société sur les actions d'une autre société,
 - offre de rachat par une société de ses propres actions en vue de les annuler, ...

- **d'une valeur d'échange :**
 - dans le cadre d'une fusion de sociétés : échange des parts sociales de la société absorbée, contre des parts de la société absorbante,
 - offre publique d'échange (OPE), ...

- **d'une valeur d'émission :**
 - émission d'actions à souscrire en numéraire,
 - paiement de dividendes en actions ...

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

En fait, **deux choses principalement ont de la valeur dans une entreprise**

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

Quelles que soient les situations, il est difficile de ne retenir que l'une des deux valeurs et d'ignorer l'autre. Généralement, elles sont combinées (évaluation du Goodwill), mais la combinaison rencontre deux difficultés :

- La première, est qu'elle est subjective. Pourquoi affecter la valeur patrimoniale de tel coefficient et la valeur de rendement de tel autre coefficient ? Rien n'est plus difficile à justifier.
- La seconde, est que l'appréciation de la valeur patrimoniale et de la valeur de rendement varie selon les parties ;

Un acquéreur par exemple, déterminera une certaine valeur patrimoniale de l'entreprise, en fonction des actifs qui l'intéressent et de ceux dont il n'a pas besoin et dont il faudra qu'il envisage la cession. De même, sa propre valeur de rendement sera affectée, par l'intérêt que présente pour lui l'entreprise, l'évolution qu'il prévoit;

Un autre acquéreur verra les choses de manière très différente ; il peut en être particulièrement ainsi, si le premier acquéreur est un industriel qui "achète" l'entreprise pour augmenter sa capacité de production (plutôt que de construire une usine neuve) ou pour pénétrer un nouveau marché, alors que le second est un groupe conglomerale, qui diversifie ses investissements.





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

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

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

Mais, quel que soit l'intérêt pour l'acheteur d'acheter une entreprise, quel que soit le besoin qu'il peut en avoir, quel que soit le prix qu'il est prêt à y mettre, il est préférable qu'il négocie de telle manière, qu'il ne dépasse pas le prix que mettrait un partenaire financier dans l'affaire.

C'est à dire le prix qui autorise un rendement financier satisfaisant des actions.

Il limite ainsi son risque ; en cas d'erreur, il pourra réaliser son investissement, sans subir une trop forte perte.

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

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

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

En général, l'acheteur et le vendeur s'opposent au moment du paiement. Alors que le vendeur souhaitera un paiement au comptant, l'acquéreur voudra ne payer qu'à terme une partie parfois importante du prix. Ce désir d'obtenir de son vendeur, un crédit à bon marché n'est pas la seule raison pour l'acquéreur de sa position.

Plus il doit d'argent à son vendeur et plus il lui est possible d'exercer à son encontre une forte pression, si les choses vont mal. De plus, et surtout, il est du plus grand intérêt pour lui de ne payer qu'à terme une partie importante du prix car, s'il est convenu de compenser les sommes qu'il doit au vendeur avec celles que celui-ci pourrait lui devoir au titre de l'exécution d'une garantie de passif, c'est dans bien des cas la seule réelle garantie de passif.

L'intérêt du vendeur est évidemment de limiter au maximum la garantie de passif en ne la faisant porter, par exemple, que sur des dettes d'une nature bien précise, au lieu de la concevoir d'une manière très générale et d'autre part en limitant soigneusement la durée.

Les méthodes d'évaluation sont nombreuses.

On peut les classer en quatre catégories :

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





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

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

1) La notion d'actif net

Dans cette approche, le titre est égal à une quote-part du patrimoine de l'entreprise. Le bilan est la traduction du patrimoine de l'entreprise. En effet, il recense les biens et les dettes à une date donnée. C'est l'actif net comptable, qui constitue la valeur du patrimoine de l'entreprise. Mais, ce bilan exprime la valeur patrimoniale, en fonction des principes comptables : principe de continuité de l'exploitation, valeur historique des biens, principe de prudence, etc. Le bilan va donc aboutir à :

- sous évaluer le patrimoine (valeurs exprimées en coûts historiques, évaluations effectuées selon le principe de prudence),
- surévaluer le patrimoine (valeurs de continuité d'exploitation supérieures aux valeurs liquidatives).
- L'actif net comptable résultant du bilan devra donc, le plus souvent, faire l'objet de corrections.

Selon le cas on parlera de :

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

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

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

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

Soit => ACTIF NET COMPTABLE = ACTIF REEL - DETTES ET PROVISIONS RISQUES

Soit => ACTIF NET COMPTABLE = CAPITAUX PROPRES - ACTIF FICTIF

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

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

- **les frais d'établissement :** Ce sont des frais attachés à des opérations qui conditionnent l'existence ou le développement de l'entreprise mais dont le montant ne peut être rapporté à des productions de biens ou de services déterminés (frais de constitution, frais d'augmentation de capital, ...) ;
- **les charges à répartir sur plusieurs exercices :** Ce sont des charges dont l'incidence sur le résultat est répartie sur plusieurs exercices (frais d'émission des emprunts) ;
- **les primes de remboursement des obligations :** C'est le cas où la somme remboursée sur un emprunt obligataire est supérieure à la somme obtenue par cet emprunt.





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

Les frais de développement représentent des investissements, dans une optique de continuité d'exploitation, qui aboutiront généralement à un brevet. Par conséquent, l'hypothèse retenue dans ce cas est de les considérer comme des actifs réels.

Leur évaluation peut ne pas être dissociée de celle du fonds de commerce et donc intégrée dans la valeur du goodwill.

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

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

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

2) L'actif net comptable

Du fait des principes des coûts historiques et de prudence, l'actif net comptable ne constitue qu'une approche imparfaite de la valeur de cette entreprise.

En effet les valeurs bilantielles sont souvent sous-évaluées (le fonds de commerce développé et créé par l'entreprise n'apparaît pas dans le bilan, seules les moins values latentes sont constatées).

La valeur comptable et la valeur des actifs coïncident seulement au moment de la création de l'entreprise.

Le calcul de l'actif net comptable constitue une première étape conduisant au calcul de l'actif net comptable corrigé.

3) L'actif net comptable corrigé (ou actif net intrinsèque)

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

a) Détermination des valeurs actuelles

La valeur à donner à chaque immobilisation est définie comme étant celle qui correspond au prix qu'un chef d'entreprise prudent et avisé accepterait de décaisser pour obtenir cette immobilisation s'il avait à l'acquérir compte tenu de l'utilité que sa possession présenterait pour la réalisation des objectifs de l'entreprise. Pour obtenir cette valeur, l'entreprise peut utiliser la technique qu'elle estime la mieux appropriée et se référer en particulier:

- aux cours pratiqués sur un marché approprié;
- à la valeur d'entrée en comptabilité affectée d'un indice de prix spécifique à la famille de biens à laquelle appartient l'immobilisation;
- à la valeur d'entrée affectée d'un indice exprimant les variations du niveau général des prix. Il est nécessaire de distinguer :
 - d'une part les éléments indissociables d'autres éléments du patrimoine dans une perspective de continuité d'exploitation;
 - d'autre part, les éléments dissociables dont la cession éventuelle ne modifierait pas les conditions de poursuite de l'exploitation (Avis du conseil national de la comptabilité).





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

Remarques

Les éléments incorporels du fonds de commerce sont généralement évalués distinctement de l'actif net en recourant à des méthodes fondées sur la notion de goodwill.

Les brevets licence et marques peuvent être évalués de manière directe en ayant recours à des méthodes basées sur une approche de rendement (mesure de la capacité d'un bien à engendrer des flux périodiques futurs). Sinon l'évaluation de ces éléments n'est pas distinguée de l'évaluation du fonds de commerce et est comprise dans le goodwill. Il en sera de même pour les frais de développement.

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

En France, les impôts différés ne sont pas comptabilisés dans les comptes individuels. Le calcul de l'actif net corrigé, dans une perspective de continuité d'exploitation nécessite de prendre en compte cette situation nette fiscale différée. Il convient de procéder à une suite d'opérations visant à :

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

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

- frais d'établissement ;
- charges à répartir (frais d'émission d'emprunt) ;
- primes de remboursement des obligations ;
- provisions réglementées ;
- subvention d'investissement.

Les impôts latents sont subordonnés à une décision de gestion, par exemple les cessions d'immobilisations. Les plus ou moins-values sur les actifs d'exploitation pourront être reprises pour leur valeur brute sans prendre en compte l'impôt latent sur ces plus ou moins values.

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

Dans le cadre d'une fusion les impôts latents pourront être pris en compte après accord des sociétés pour calculer la valeur d'échange. Cependant, il sera nécessaire de prendre en compte les impôts imputables à chaque société afin de rendre équitable la parité d'échange des titres.

En effet, la valeur d'échange de l'absorbée serait diminuée du montant de l'imposition alors que l'impôt afférent aux plus-values de l'absorbante (en cas de cession ultérieure) ne viendrait pas réduire sa valeur.

Formule de calcul de l'Actif Net Comptable Corrigé

$$\begin{aligned} & \text{Capitaux propres} \\ & \quad - \text{Dividendes} \\ & \quad - \text{Actif fictif} \\ & \quad + \text{Écart de conversion passif} \\ & \quad +/- \text{Values sur actifs et passifs (y compris Crédit-bail)} \\ & \quad +/- \text{Impôts différés et latents} \\ & \quad = \text{ANCC} \end{aligned}$$





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

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

La valeur mathématique intrinsèque et l'actif net comptable corrigé ont été déterminés dans une perspective de continuité d'exploitation. Lorsque la cessation d'activité est envisagée, il est nécessaire de modifier les évaluations et de calculer une valeur de liquidation. Elle correspond à la valeur marchande des actifs sur les marchés secondaires après frais et impôts divers

(Indemnités de licenciement, impôt sur les plus-values, honoraires du liquidateur, droits d'enregistrement, taxes d'apprentissage,...).





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

Chapitre 2 - Les méthodes mixtes fondées sur le goodwill

1) Relation entre valeur comptable, valeur de marché et juste valeur

a) Juste valeur et évolution des normes comptables

La juste valeur (fair value), introduite par les IFRS, implique l'utilisation en comptabilité du principe de l'évaluation des actifs et des dettes selon leur valeur de marché ou, si celle-ci n'est pas disponible, selon des modèles d'évaluation fondés sur l'actualisation de flux futurs espérés.

Cette introduction exprime clairement une conception de la comptabilité qui répond en priorité aux besoins d'information des investisseurs.

En effet, elle reprend explicitement les fondements de la théorie financière de l'évaluation qui privilégie **la valeur de marché**, celle-ci correspondant à **la valeur actualisée de flux de trésorerie futurs anticipés**.

Cette dimension prévisionnelle est au cœur de l'activité des investisseurs : leurs choix d'investissement résultent d'anticipations.

La juste valeur imprime une vision radicalement différente du rôle de la comptabilité, qui désormais est investie explicitement d'une mission d'évaluation économique, en particulier à travers plusieurs aspects essentiels.

La constatation de réévaluations, par exemple, devient régulière (à chaque clôture) alors que les évolutions de valeur antérieurement constatées se limitaient, pour l'essentiel, aux dépréciations (même si le principe de prudence reste de mise).

b) De la valeur comptable à la valeur de marché

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

Bilan comptable

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

Bilan économique

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

Cette représentation met en évidence l'actif économique, qui permet la réalisation de l'activité et les capitaux investis par les apporteurs de capitaux : ils ont financé l'actif économique et ces deux agrégats sont comptablement équivalents. Il est alors techniquement aisé de dépasser la vision comptable en appliquant les valeurs de marché.





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

C'est là qu'intervient le marché financier.

Le marché des actions fournit en effet une évaluation des capitaux propres des entreprises cotées ; **cette évaluation, appelée capitalisation boursière**, correspond au nombre d'actions existant multiplié par le cours de bourse.

Le marché des obligations (ces titres correspondent à des emprunts émis sur le marché financier par les entreprises) fournit de son côté l'évaluation des dettes financières.

En totalisant la valeur de marché de ces deux agrégats on obtient la valeur de marché des capitaux investis, et donc celle de l'entreprise (c'est-à-dire l'actif économique).

La création de valeur est donc mesurée par la différence entre valeur de marché et valeur comptable :

- de l'actif économique, lorsqu'on s'intéresse à l'entreprise dans son ensemble,
- des capitaux propres, lorsqu'on s'intéresse aux seuls actionnaires.

Cette évaluation par le marché financier présente plusieurs avantages. Elle considère globalement l'entreprise, et reconnaît donc le caractère indivisible de ses valeurs d'actifs. Elle reflète les perspectives puisque le cours résulte des anticipations des investisseurs concernant le futur de l'entreprise.

Elle se forme par un échange effectif (transactions sur le marché), et, à ce titre, constitue une réalité et non pas une abstraction. Ce marché est organisé et réglementé, et composé de multiples intervenants générant de nombreuses transactions.

Le prix (le cours observé) résulte ainsi d'un flux important d'offres et de demandes (même si la liquidité de certains titres pose parfois des problèmes pour la réalisation des transactions).

Enfin, elle est aisément disponible. Ainsi, à tout moment, elle fournit une mesure de la valeur de l'entreprise.

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

Création de valeur = Valeur de marché (ou juste valeur) - Valeur comptable nette

Elle traduit la notion de surplus apporté par l'entreprise aux actifs qui ont été investis, après prise en compte du coût de renouvellement de cet actif sur la base d'un maintien au niveau actuel (d'où la référence à la valeur nette, après amortissements et provisions).

Elle traduit directement l'idée que l'entreprise ne se réduit pas à un ensemble de biens considérés individuellement, mais que sa valeur résulte de la combinaison et de la coordination de ces biens, impliquant un capital non seulement matériel et financier mais aussi humain et immatériel.

C'est bien cette combinaison qui permet à l'entreprise de développer un savoir-faire distinctif, un avantage concurrentiel, une position particulière sur ses marchés, une reconnaissance de la valeur de ses produits par les clients. **(Notion de goodwill).**





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

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

Valeur des dettes financières + Valeur des capitaux propres = Valeur de l'entreprise (VGE)

La VGE (Valeur Globale de l'entreprise) est égale à la somme de la valeur de marché des capitaux propres (capitalisation boursière si l'entreprise est cotée) et de la valeur de marché de la dette financière. Valeur de l'entreprise (VE) et valeur de l'actif économique sont donc synonymes.

EXEMPLE :

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

.....

2) La notion de goodwill

Les valeurs obtenues par les méthodes patrimoniales diffèrent en règle générale des valeurs obtenues par les méthodes fondées sur la rentabilité attendue. Cette différence trouve son explication dans **la capacité de l'entreprise à créer (goodwill) ou détruire de la richesse (badwill)**.

La valeur patrimoniale s'applique mal aux entreprises à forte croissance dont la valeur patrimoniale est faible. Il est donc indispensable de réaliser en complément de cette approche patrimoniale une valorisation du goodwill correspondant à l'actif intangible qu'une entreprise dégage nécessairement. La mesure du goodwill permettra de tenir compte de la rentabilité de l'outil de l'entreprise et ainsi de rendre plus pertinente la méthode patrimoniale.

Une autre approche de l'évaluation est donc possible en combinant la dimension patrimoniale et la dimension bénéficiaire, d'où l'appellation de **méthodes intermédiaires ou mixtes**. La valeur de l'entreprise n'est pas toujours égale à la différence entre une somme d'actifs moins les dettes. Il est nécessaire d'y ajouter des actifs immatériels non comptabilisés appelés goodwill.

Nous pouvons citer :

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





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

Cette approche consiste à ajouter à l'actif net corrigé une survalueur censée représenter la valeur de ces éléments incorporels. L'évaluation des éléments incorporels du bilan ayant une valeur réelle est incluse dans le goodwill, ce goodwill représentant :

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

Valeur de l'entreprise = ANCC (sans les éléments incorporels) + GW

3) La méthode du goodwill

a) Définition

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

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

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

Le fondement des méthodes d'évaluation du goodwill est la notion de rentabilité des actifs d'exploitation investis dans l'entreprise.

La différence entre la capacité bénéficiaire de l'entreprise (CB) et la rentabilité normale des « actifs » exploitation (tA) représente le surprofit (ou rente de goodwill).

b) La durée de la rente

Quelle durée doit-on choisir et peut-on choisir une durée de vie infinie ? Certains auteurs préconisent une durée de vie infinie.

Dans la mesure où il est normal de considérer que la différence (CB – t * A) doit toujours être positive, il n'y a aucune raison de limiter la valeur de n.

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





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

c) Les actifs nécessaires à l'exploitation

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

✓ **L'actif net comptable corrigé**

L'actif net comptable corrigé correspond à l'ensemble des biens propriété de la société et financés par les capitaux propres.

Il faut bien sûr exclure les biens non nécessaires à l'activité de l'entreprise (biens hors exploitation).

✓ **Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)**

Ils représentent l'ensemble des biens utilisés par l'entreprise (outil économique) financés par des capitaux permanents. Ces CPNE sont obtenus en additionnant :

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

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

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

✓ **La valeur substantielle brute (VSB)**

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

La VSB est donc égale à l'ensemble des biens utilisés pour les besoins exploitation y compris donc les biens prêtés, loués ou faisant l'objet d'un contrat de crédit bail.

Ces biens contribuent à la réalisation du bénéfice au même titre que les biens dont l'entreprise est propriétaire. En revanche, les actifs hors exploitation et l'actif fictif en sont exclus.

Le concours des banques au financement de l'entreprise s'effectue généralement par emprunt, découvert bancaire' effets à l'escompte. Les effets escomptés non échus n'apparaissent plus au bilan comptable.

En effet, l'escompte a eu pour effet de diminuer l'actif du bilan (sortie du compte effet à recevoir). Les effets escomptés non échus doivent donc être rajoutés à la VSB afin de la rendre indépendante de son mode de financement.

$$\begin{aligned} & \text{Actif immobilisé d'exploitation corrigé} \\ & + \text{Actif circulant nécessaire à l'exploitation (y compris les effets escomptés non échus)} \\ & + \text{Valeur d'usage biens dont l'entreprise dispose sans en être propriétaire (crédit-bail, biens prêtés ou loués)} \\ & = \text{La VSB (en valeur d'utilité)} \end{aligned}$$





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

d) La capacité bénéficiaire

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

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

Tous ces retraitements entraîneront une diminution ou une augmentation de l'impôt dont il faudra tenir compte. Le retraitement du bénéfice sera mené au cas par cas en vue de déterminer un bénéfice récurrent. Le bénéfice à retenir peut être :

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

Afin de déterminer ces résultats prévisionnels, l'entreprise doit disposer quand l'activité est complexe d'un système de gestion prévisionnelle suffisamment élaboré afin de chiffrer avec une approximation acceptable les hypothèses des sociétés. Ces prévisions ne peuvent être considérées comme raisonnables que si elles portent sur une période relativement courte, de l'ordre de trois ans à cinq ans au maximum. Nous avons vu ci-dessus que les principales méthodes d'évaluation du goodwill adoptent trois variantes de calcul de l'actif nécessaire à l'exploitation. Il est donc nécessaire d'harmoniser la capacité bénéficiaire avec l'actif investi qui a été retenu.





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

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

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

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

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

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

Dans ce cas, le goodwill provient du fait que l'investissement dans une entreprise rapporte un profit supérieur à celui d'un placement obligataire.

En effet, il est rationnel que l'argent investi dans une entreprise, c'est-à-dire un placement risqué, rapporte durablement plus que ce qu'obtiendrait un investisseur sur le marché obligataire.

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

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

Ce taux représente le taux de rendement exigé par les investisseurs sur le marché financier pour accepter de détenir des titres présentant un degré de risque équivalent à celui de l'entreprise évaluée. Le taux d'actualisation de la rente de goodwill, qui reflète son risque, est égal au taux de marché déterminé selon les méthodes définies préalablement (coût moyen pondéré du capital)

4) Le coût moyen pondéré du capital

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

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

Le coût de la dette : Il est relativement facile à calculer. Le banquier se charge d'en fournir une estimation, qu'il faut ajuster toutefois pour l'impôt.

Le coût des capitaux propres : Le problème se complique dès qu'il est question du coût des capitaux propres. Il n'existe pas en effet de mesure exacte de ce coût, qui joue pourtant un rôle déterminant dans le processus de création de la valeur ou dans le choix des projets d'investissement.

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





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

a) Calcul du coût des capitaux propres (MEDAF)

Pour évaluer le coût des capitaux propres il faut donc disposer d'une estimation du risque et d'un modèle qui lie ce risque au taux de rendement requis par les actionnaires. Il faut ensuite disposer de méthodes d'ajustement qui permettent de prendre en compte la situation particulière des entreprises, qu'il s'agisse de l'endettement, du niveau de liquidité des titres ou encore des considérations liées au contrôle. Il n'existe pas de modèle simple pour estimer sans erreur le coût des fonds propres.

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

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

Les fondements du MEDAF

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

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

$$K_{cp} = K_{sr} + (\text{béta} * PR)$$

Avec :

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

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

PR, prime de risque moyenne du marché boursier

Béta, propre à la société et fonction de son risque

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

Avec :

R_m = Le taux de rendement moyen du marché des actions

$E(R_m)$ = Espérance mathématique de R_m





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

Le coefficient Bêta

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

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

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

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

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

La décomposition du risque global

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

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





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

Béta sectoriel désendetté

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

b) Calcul du coût de l'endettement

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

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

Il ne saurait être inférieur au taux sans risque.





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

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

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

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

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

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

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

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

Les résultats du calcul peuvent être obtenus sous EXCEL.

5) Les principales méthodes de calcul du goodwill

- a) La méthode des praticiens (ou méthode allemande)
 - b) La méthode des anglo-saxons
 - c) La méthode de l'Union européenne des experts comptables, économiques et financiers (UEC)
 - d) Les méthodes de la rente de goodwill actualisée
-
- Méthode de la rémunération de l'actif net comptable corrigé (ANCC)
 - Méthode des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)
 - Méthode de la valeur substantielle brute (VSB)





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

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

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

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

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

1) Les modèles d'actualisation des dividendes

a) La valeur financière avec stabilité des dividendes

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

=> Valeur financière = Dividende/Taux d'actualisation

Le dividende retenu est en général calculé sur les dernières années. Il est préférable de prendre la moyenne des derniers dividendes et de les pondérer pour donner plus de poids aux années proches. Le taux d'actualisation retenu est généralement le taux de rendement des emprunts d'Etat qui exprime un taux de rendement sans risque. Une prime forfaitaire peut être ajoutée à ce taux pour prendre en compte le risque. Cette augmentation du taux a pour conséquence de réduire la valeur financière.

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

Ce modèle est basé sur l'hypothèse d'un taux de croissance du dividende constant. Si D_t est le dividende par action de la période t , nous avons :

=> $D_1, D_2 = D_1 (1+g), D_3 = D_1 (1+g) (1+g) = D_1 (1+g)^2, \dots$

La valeur du titre est la limite de la somme de ces dividendes actualisés quand le nombre de termes tend vers l'infini. La quantité multipliée par D_1 est une progression géométrique de premier terme 1

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

Exemple : La société VERT prévoit pour les dividendes un taux de croissance annuel de 4%. Déterminons la valeur de rentabilité au taux de rendement de 9% exigé par l'investisseur. Le dividende de l'année N est de 33 €. Le dividende de l'année $N+1$ sera égal à :

=> $D_{n+1} = 33 * 1,04 = 34,32$

Calculons la valeur de rentabilité de l'action soit :

=> $V_0 = 34,32 / (0,09 - 0,04) = 686,40 \text{ €}$

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





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

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

La valeur de rendement correspond à la capitalisation du résultat courant par titre supposé constant et répété à l'infini. La capitalisation des bénéfices futurs espérés s'appuie sur les résultats obtenus au cours des derniers exercices.

La mise en évidence de la capacité bénéficiaire nécessite de retraiter le résultat net comptable de manière à s'approcher du véritable profit de l'entreprise. Les principales corrections à apporter au résultat sont :

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

Tous ces retraitements entraîneront une diminution ou une augmentation de l'impôt. Le taux d'actualisation retenu peut être le taux de rendement des emprunts d'Etat majoré d'une prime selon l'importance du risque économique encouru par l'entreprise.

La valeur de rendement est donc égale à :

$$\Rightarrow V_0 = B/i$$

Avec

V_0 = Valeur de rendement année 0.

B = Résultat courant retraité par titre

i = Taux d'actualisation





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

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

Les modèles de flux de liquidités disponibles (ou Free Cash Flows) constituent les méthodes modernes les plus employées de détermination normative de la valeur actionnariale.

Elles relèvent de la famille des modèles qui déterminent directement la valeur de marché des entreprises, et en déduisent la création de valeur par le solde avec la valeur de remplacement des actifs (actif net corrigé).

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

Cette projection dans le futur serait plutôt destinée aux investisseurs qui cherchent à connaître les possibilités de rentabilité éventuelle d'une entreprise. L'intérêt de cette méthode est de mettre en évidence l'ensemble des hypothèses sous-jacentes à une valorisation (investissements, croissance, rentabilité) sur une longue période.

Le concept pertinent est celui du « cash flow disponible » soit pour les apporteurs de fonds soit pour les actionnaires.

Deux approches peuvent donc être suivies pour mettre en évidence cette valeur actionnariale.

a) L'évaluation par les flux de liquidités disponibles pour les apporteurs de fonds.

Ce modèle repose sur la méthode classique de la valeur actuelle nette utilisée dans le cadre des décisions d'investissement.

La valeur d'un actif est égale à la somme actualisée des flux de liquidités disponibles qu'il sera capable de générer au cours de sa vie. Ces flux sont pris en compte après financement des investissements et du besoin en fonds de roulement nécessaires pour poursuivre la croissance de l'activité de l'entreprise.

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

Ces flux ne comportent donc pas les charges afférentes à la dette, ni d'ailleurs l'économie d'impôt qu'elles permettent. Cette méthode évalue l'entreprise sur deux périodes.

La valeur de l'entreprise s'obtient en additionnant la valeur actuelle des flux de liquidités disponibles pendant une période prévisionnelle à une valeur terminale de l'entreprise à la fin de cette même période. L'actif économique étant financé par fonds propres et endettement financier, on a :

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

Afin de déterminer la valeur des fonds propres, il convient de retrancher à la valeur de l'entreprise celle de l'endettement au moment de l'évaluation.





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

b) L'évaluation par les flux disponibles pour l'actionnaire.

Dans le cadre de cette approche, les flux de liquidité utilisés sont ceux revenant en totalité à l'actionnaire. Ils sont donc calculés non seulement après financement des investissements et des modifications du BFR, mais également après paiement des frais financiers et variation de l'endettement net.

Actualisés au coût des fonds propres, ces flux de liquidités permettent d'obtenir directement la valeur de marché des fonds propres de l'entreprise.

Selon cette approche, la valeur de l'entreprise correspond à la somme des flux de trésorerie disponible prévisionnels actualisés au coût des fonds propres

Les données prospectives sont essentielles. En effet, la valeur d'une entreprise dépend avant tout de sa profitabilité future.

L'évaluateur doit donc se procurer un business plan de l'entreprise à évaluer.

Bien souvent, l'entreprise n'a pas établi de projections ou celles-ci sont trop anciennes pour être exploitées sérieusement.

Dans ces conditions, l'évaluation fournit une occasion unique pour le manager de s'interroger sur le devenir stratégique et financier de l'entreprise.

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

L'objectif recherché dans cette étape est de disposer d'un modèle reflétant des hypothèses d'activité réalistes et pertinentes.

Il conviendra d'examiner ces prévisions, de les critiquer et vérifier la cohérence entre, d'une part, les prévisions d'activité et de flux de trésorerie et, d'autre part, la performance passée et la situation concurrentielle de la société.

• Les flux de liquidités disponibles pour les apporteurs de fonds

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

• Résultat d'exploitation

- Impôt sur le résultat d'exploitation

+ Dotations aux amortissements

= Flux de liquidités bruts

- Investissements

- Variation du besoin en fonds de roulement

= Flux de liquidités nets disponibles pour les apporteurs de fonds

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





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

- **Les flux de liquidités disponibles pour l'actionnaire**

Ces flux sont ceux revenant en totalité à l'actionnaire. Ils sont déterminés après financement des investissements et modifications du BFR, mais aussi après paiement des frais financiers et remboursement de la dette. Plus rarement retenus dans une évaluation par les cash-flows, ils se calculent de la manière suivante :

Résultat d'exploitation

- Frais financiers
= Résultat courant
- Impôts
= Résultat net
+ Dotation aux amortissements
= Capacité d'autofinancement
- Investissements
- Variation des besoins en fonds de roulement
- Remboursement des dettes
+ Nouveaux emprunts
= Cash-flow disponible pour l'actionnaire.

Ce flux représente donc un excédent de trésorerie après investissement et après remboursement des créanciers, il est donc intégralement disponible pour les actionnaires.

L'entreprise devrait donc verser ce cash-flow à ses actionnaires sous forme de dividendes, à moins qu'elle ne décide d'en garder une partie en attendant de trouver des projets d'investissements dont la rentabilité soit supérieure à celle exigée par ses investisseurs.

- **Le taux d'actualisation**

Le taux d'actualisation dépend **des bénéficiaires des flux**.

Il est essentiel qu'il existe une cohérence entre les flux de liquidités disponibles pour les apporteurs de fonds (FTDE) et le taux d'actualisation retenue.

Ce taux, pour tenir compte de l'exigence de rentabilité des différents apporteurs de fonds (propriétaires et prêteurs), doit être **le coût moyen pondéré du capital (CMPC)**.

Le coût moyen pondéré du capital est la moyenne arithmétique pondérée des coûts des différentes sources de financement de l'entreprise, à la fois par capitaux propres et par capitaux empruntés. Dans la méthode des flux de liquidités disponibles pour l'actionnaire, c'est le coût des capitaux propres (Kcp) ou toute autre approche fondée sur les dividendes qui est retenu.





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

- **La valeur terminale**

La valeur terminale représente souvent une part importante de la valeur de l'entreprise car le développement de l'entreprise a permis d'accumuler un patrimoine ou fait apparaître une capacité à générer des bénéfices au-delà de la période de prévision.

Plus l'horizon retenu sera court, plus la valeur terminale pèsera lourd dans l'évaluation de l'entreprise. Son poids peut représenter parfois plus des 2/3 de la valeur après 5 ans car les plans d'affaires sont souvent agressifs et les taux d'actualisation bas. Les hypothèses de valeur terminale sont donc un enjeu d'évaluation majeur. Parmi les nombreuses formules deux approches peuvent être utilisées.

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

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

$$VT = RE \text{ après IS} / CMPC$$

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

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

Valeur terminale = Cash flows N / (CMPC – g) pour la méthode flux disponibles pour apporteurs de fonds

CMPC = Coût moyen pondéré du capital

g = Taux de croissance à l'infini du cash flow disponible

Le CMPC est remplacé par le coût des capitaux propres dans la méthode flux disponibles pour les actionnaires.





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

Chapitre 4 - L'approche comparative (ou analogique)

Cette méthode consiste à évaluer une entreprise en se référant à des firmes comparables (taille, secteur, taux de croissance, risque) dont on connaît le prix. Ce prix comparatif peut être celui d'une ou plusieurs transactions dont les caractéristiques ont été publiquement dévoilées, ou les cours de bourse.

La démarche consiste donc à déduire la valeur d'une entreprise à partir d'un échantillon représentatif comme si elle était cédée ou cotée. Les rapports observés entre la valeur des entreprises de l'échantillon (boursière ou de transaction si elles ont été récemment vendues) et des paramètres de l'entreprise à évaluer (résultat d'exploitation, résultat net, capitaux propres) permettent de déterminer des multiples moyens ou médians qui sont ensuite appliqués aux paramètres financiers de l'entreprise à évaluer.

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

$$\Rightarrow \text{Valeur} = \text{Multiple (retenu)} * \text{Résultat}$$

Le choix des indicateurs (ou multiples)

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

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





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

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

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

Il convient de procéder à un ensemble de retraitements pour ramener les données financières à un niveau normalisé afin d'obtenir une rentabilité normative récurrente.

Certains événements extraordinaires ou des postes particuliers à influence unique sur le compte de résultat doivent être éliminés.

Ces corrections sont typiquement :

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

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

2) L'application des multiples

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

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

Exemples de Risques Spécifiques :

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

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





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

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

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

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

Avec :

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

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

VE

– DFN

– Provisions risques et charges non récurrentes

+ Immobilisations Financières + Actifs Hors Exploitation

= Valeur Capitaux Propres (VCP ou Ve)

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

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

Le PER est conceptuellement proche du multiple du résultat d'exploitation après impôt car il résulte de la division de la valeur des capitaux propres par le bénéfice net alors que le multiple du résultat d'exploitation après impôt résulte de la division de la valeur de l'actif économique (VE) par le montant du résultat d'exploitation après impôt. **Pour toutes sociétés cotées**, le PER peut être calculé, et pour n'importe quelle société, on peut calculer un bénéfice par action.

Pour évaluer une société donnée, il conviendra de constituer un échantillon d'entreprises comparables en termes d'activité, de croissance, et de risque.

En appliquant le PER de l'échantillon de référence au bénéfice de la société à évaluer, on obtient la valeur de son titre.

Valeur capitaux propres (VCP ou Ve) = PER Retenu * Résultat Net Courant

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





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

EXERCICES

EXERCICE 1

Un chef d'entreprise envisage d'évaluer sa société en utilisant la méthode des multiples. Aidez-le à trouver son chiffre d'affaires prévisionnel.

Il fait les prévisions suivantes pour son premier exercice d'activité :

- Achat de MP 30 % du CA
- Salaires bruts 320 000 €
- Cotisations sociales 140 000 €
- Autres frais généraux 110 000 €
- Résultat de l'exercice 180 000 €

Etablissez le compte de résultat prévisionnel en faisant apparaître le chiffre d'affaires.

EXERCICE 2

Un chef d'entreprise envisage d'évaluer sa société en utilisant la méthode des multiples (multiple du chiffre d'affaires). Aidez-le à trouver son chiffre d'affaires prévisionnel.

Il fait les prévisions suivantes pour son premier exercice d'activité :

- Achat de MP et fournitures 25 % du CA
- Cotisations sociales 40 % des salaires bruts
- Résultat de l'exercice 15 % du CA
- Salaires bruts 260 000 €
- Autres frais généraux 136 000 €

Etablissez le compte de résultat prévisionnel en faisant apparaître le chiffre d'affaires.





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

EXERCICE 3

A partir des postes suivants, présentez le compte de résultat et présentez les SIG :

• Production vendue	7 500 000 €
• Achats de MP	2 150 000 €
• Salaires nets	1 630 000 €
• Impôt sur le bénéfice	1 203 500 €
• Ventes de marchandises	322 000 €
• Achats de marchandises	300 000 €
• Variation de stock de MP	-150 000 €
• Charges sociales	720 000 €
• Dotations aux amortissements	590 500 €
• Autres achats et charges externes	232 000 €
• Variation de stock de PF	43 000 €
• Variation de stock de marchandises	20 000 €
• Impôts et taxes	61 000 €
• Autres charges de gestion courante	15 000 €
• Charges d'intérêts	15 200 €
• Prix de cession des actifs	3200 €
• Valeur comptable des actifs cédés	1000 €

EXERCICE 4

- Les cessions d'éléments d'actif immobilisés réalisées par la société LE GOELAND au cours de l'exercice, se sont soldées par une moins-value de 10 000 €.
- La société LE GOELAND a reçu une subvention d'exploitation de 100 000 €.
- Les ventes de PF s'élèvent à 1 750 000 €.
- Les impôts et taxes représentent 5 % de la VA et l'IS est égal au résultat de l'exercice.
- Durant l'exercice, les comptes 687 et 787 n'ont pas été mouvementés.
- Le résultat de l'exercice est égal à 50 % du résultat d'exploitation.
- Parmi les éléments du résultat financier, on relève que le compte 686 a été débité de 3000 € alors que le compte 786 a été crédité de 5000 €.
- A l'ouverture de l'exercice, le stock de Produits Finis s'élevait à 430 000 € alors qu'il s'établit à 610 000 € à la clôture.
- Les charges de personnel correspondent à 92,5 % des consommations en provenance des tiers.
- Il a été pratiqué des DAP d'exploitation pour 120 000 € et des RAP d'exploitation pour 42 000 €.
- La société a construit, pour ses propres besoins, un entrepôt dont le coût de production s'élève à 70 000 €.
- L'excédent des charges de gestion courante sur les autres produits de gestion courante correspond à 2,75 % des consommations en provenance des tiers.
- Le résultat exceptionnel de l'exercice est un profit de 8000 €. (Sans compter la cession des actifs).
- La VA représente 60 % de la production de l'exercice et Il n'y a pas de participation des salariés aux résultats.

Travail à faire :

Calculez les SIG de la société LE GOELAND





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

EXERCICE 5

La société anonyme ALMERA, fondée en 1961 ; est dirigée par M. PAUL ALMERA. Son activité est le commerce d'articles de décoration pour la maison.

M. Paul ALMERA occupe des fonctions importantes dans la société, dont le siège social est situé à NANTES. La société ALMERA est, en N, une société au capital de 20 millions d'euros, qui possède une trentaine de magasins répartis sur tout le territoire métropolitain, et qui emploie près de 600 personnes.

Mr ALMERA, confiant dans les capacités de son fils, décide de lui céder, à la date du 1er janvier N+1, sa place de président et ses actions dans le capital de la société ALMERA (soit 80% du capital).

Le fils ALMERA ne disposant pas de fortune personnelle pour acheter les 80 % du capital possédés par son père, il est convenu de réaliser une donation de Paul envers Jacques, son fils unique.

Le reste du capital est possédé par des membres de la famille (13 %), et par des employés de l'entreprise (7 %).

Vous disposez en annexe 1 du bilan de la société pour N, ainsi qu'en annexe 2 des renseignements complémentaires qui vous permettront de mener à bien vos calculs.

Travail à faire :

Déterminer l'actif net comptable corrigé au 31 décembre N tenant compte des biens hors exploitation (y compris les éléments du fonds de commerce).

Cet actif net comptable corrigé sera calculé en tenant compte de la fiscalité différée (au taux de 40% par simplification) affectant les éléments d'actif et de passif du bilan ainsi que de la fiscalité latente sur les plus ou moins-values latentes de cession des biens.





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

ANNEXE 1 : Bilan au 31/12/N

ACTIF	Exercice (N)		
	Brut	Am. et dépréciation	Net
Actif immobilisé			
<i>Capital souscrit non appelé</i>			
<i>Immobilisations incorporelles :</i>			
Frais d'établissement	4 400	1 000	3 400
Frais de développement	250 000	50 000	200 000
Concessions brevets licences	2 200	150	2 050
Fonds commercial			
<i>Immobilisations corporelles :</i>			
Terrains	10 100 000		10 100 000
Constructions	17 878 300	2 845 000	15 033 300
Installations techniques, matériel et outillage industriels	3 662 000	2 100 000	1 562 000
Autres immobilisations corporelles	6 897 000	2 879 200	4 017 800
Immobilisations corporelles en cours			
Avances et acomptes			
<i>Immobilisations financières :</i>			
Participations	2 634 000		2 634 000
Créances rattachées à des participations			
TIAP	2 987 000		2 987 000
Autres titres immobilisés			
Prêts	900		900
Autres immobilisations financières			
Total I	44 415 800	7 875 350	36 540 450
Actif circulant			
<i>Stocks et encours</i>			
Matières premières et autres approv.			
En cours de production			
Produits finis			
Marchandises	9 100 500	1 000	9 099 500
<i>Avances et acomptes versés sur commande</i>			
<i>Créances :</i>			
Clients et comptes rattachés	7 270 000		7 270 000
Autres créances			
Capital souscrit appelé non versé			
<i>Valeurs mobilières de placement</i>			
Actions propres			
Autres titres	256 000		256 000
<i>Disponibilités</i>	24 500		24 500
<i>Instruments de trésorerie</i>			
<i>Charges constatées d'avance</i>	112 000		112 000
Total II	16 763 000	1 000	16 762 000
<i>Charges à répartir sur plusieurs exercices (III)</i>	3 700		3 700
<i>Prime de remboursement des obligations (IV)</i>			
<i>Écart de conversion actif (V)</i>	500		500
TOTAL GÉNÉRAL I+II+III+IV+V	61 183 000	7 876 350	53 306 650





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

PASSIF	Exercice (N)
Capitaux propres	
<i>Capital social (dont versé</i>)	20 000 000
<i>Prime d'émission</i>	4 156 000
<i>Ecart de réévaluation</i>	
<i>Ecart d'équivalence</i>	
<i>Réserves</i>	
<i>Réserve légale</i>	2 000 000
<i>Réserve statutaire ou contractuelle</i>	
<i>Réserves réglementées</i>	
<i>Autres réserves</i>	1 265 000
<i>Report à nouveau</i>	12 000
<i>Résultat de l'exercice (bénéfice ou perte)</i>	3 964 700
<i>Subventions d'investissement</i>	
<i>Provisions réglementées</i>	178 000
Total I	31 575 700
<i>Autres fonds propres</i>	
<i>Produits des émissions de titres participatifs</i>	
<i>Avances conditionnées</i>	
Total I bis	0
<i>Provisions risques et charges</i>	
<i>Provisions pour risques</i>	278 900
<i>Provisions pour charges</i>	168 000
Total II	446 900
Dettes ⁽¹⁾	
<i>Emprunts obligataires convertibles</i>	
<i>Autres emprunts obligataires</i>	765 000
<i>Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit ⁽²⁾</i>	289 000
<i>Emprunts et dettes financières divers</i>	
<i>Avances et acomptes reçus sur commande</i>	
<i>Dettes fournisseurs et comptes rattachés</i>	10 801 000
<i>Dettes fiscales et sociales</i>	4 256 000
<i>Dettes sur immobilisations et comptes rattachés</i>	172 800
<i>Autres dettes</i>	5 000 000
<i>Instruments de trésorerie</i>	
<i>Produits constatés d'avance</i>	
Total III	21 283 800
<i>Écart de conversion passif (IV)</i>	250
TOTAL GÉNÉRAL I+II+III+IV	53 306 650
⁽¹⁾ Dont à plus d'un an	
Dont à moins d'un an	
⁽²⁾ Dont concours bancaires courants et soldes créditeurs de banque	





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

ANNEXE 2

Informations complémentaires

1. Éléments d'information sur l'actif et le passif du bilan.

- Les frais d'établissement correspondent à des frais d'augmentation de capital.
- Le poste « concessions... » correspond à des logiciels acquis dissociable du fonds de commerce.
- Les frais de développement sont indissociables du fonds de commerce.
- Le poste « terrains » comprend un terrain situé à Nantes qui s'avère être non constructible. Une expertise a été effectuée dans l'optique d'une revente :
 - valeur comptable : 75 000 € ;
 - valeur vénale (nette de frais de cession) : 210 000 €.
- Les autres terrains ont une valeur d'utilité de 12 000 000 €
- La valeur d'utilité des constructions, toutes affectées à l'exploitation, s'élève à 23 000 000 €.
- Le poste « prêts » correspond à des opérations d'exploitation (couverture de change sur opérations en devises).
- Les autres postes d'immobilisations financières peuvent être considérés comme hors exploitation.
- Les autres éléments de l'actif immobilisé peuvent être évalués à leur valeur nette comptable.
- Les charges à répartir sont des frais d'émission d'emprunt.
- L'écart de conversion actif a été provisionné à hauteur de 300 €.
- Les provisions réglementées sont des provisions hausse des prix.
- Les dividendes à distribuer sur le résultat N s'élèvent à 1 591 200 €.

2. Éléments d'information sur les biens en location ou en crédit-bail.

Une machine est détenue en vertu d'un contrat de crédit-bail. Les caractéristiques du contrat sont les suivantes :

- Date de début du contrat : 1er janvier N-1 ;
- Prix d'acquisition de la machine : 12 000 € ;
- Durée du contrat : 5 ans ;
- Durée normale d'utilisation : 10 ans ;
- Valeur d'utilité : elle est considérée égale, à la fin de chaque exercice, à la valeur nette comptable, déterminée sur la base d'un amortissement linéaire (durée normale d'utilisation) ;
- Le contrat prévoit des redevances payables d'avance de 3 400 € sur 5 ans.

On peut supposer que la société ALMERA lèvera l'option d'achat en fin de contrat (prix de levée = 1 000).

Taux d'actualisation : 10%.

EXERCICE 6

Une entreprise emprunte un capital remboursable par 15 annuités constantes de 4000 €.

Taux annuel progressif :

- 5 % pendant les cinq premières années
- 10 % pendant les cinq années suivantes
- 15 % pendant les cinq dernières années.

Travail à faire :

1. Calculer, au jour de la remise des fonds (la première annuité échéant dans un an) la valeur actuelle des cinq premières annuités puis la valeur actuelle des cinq annuités suivantes et la valeur actuelle des cinq dernières annuités.
2. En déduire le montant du capital
3. Calculez la valeur actuelle de la 26^{ème} à la 30^{ème} annuité si l'entreprise décide d'emprunter sur 30 ans en remboursant 4000 € par an. On gardera un taux de 15 % pour les annuités de la 16^{ème} à la 30^{ème} année.
4. Quelle sera la valeur actuelle de ce nouvel emprunt.





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

EXERCICE 7

La société anonyme ADRY détient 80 % du capital de la société anonyme FORGES qui détient elle-même 16 % du capital de la société anonyme CLAUSON. Les dirigeants des sociétés anonymes FORGES et CLAUSON envisagent de fusionner. La société FORGES absorberait la société CLAUSON.

Il vous est remis les bilans de ces deux sociétés, établis au 31 décembre N ainsi que des informations complémentaires.

Travail à faire :

- Déterminer la valeur mathématique des titres de chaque société, en tenant compte des éléments ci-dessous. Pour le calcul de l'actif net comptable corrigé, il sera tenu compte de la fiscalité latente sur les plus-values des actifs amortissables et de la fiscalité différée sur les provisions réglementées et les actifs fictifs (taux 33,1/3%).
(Ne pas tenir compte de l'évaluation de CLAUSON pour la valeur des titres de participation)
- D'autre part, le calcul de la parité, établie à partir de différents critères, autres que celui de l'actif net comptable corrigé, ont permis d'arrêter un rapport d'échange de : 9 actions FORGES contre 10 actions CLAUSON sans soulte.
 - Calculer l'augmentation de capital chez la société absorbante.
 - Justifier le choix de la valeur réelle pour la comptabilisation des apports.
 - Calculer et analyser la prime de fusion.
- Comptabiliser les opérations de fusion chez la société absorbante.
- Comptabiliser les opérations de fusion chez la société absorbée.

Bilan de la société FORGES au 31/12/N

	VB	A déduire	VNC	PASSIF	Montant
Actif immobilisé				Capitaux propres	
Frais d'établissement	56 000	29 000	27 000	Capital social (dont versé.....)	4 500 000
Fonds commercial	240 000		240 000	Prime d'émission	200 000
Terrains	150 000		150 000	Réserve légale	225 000
Constructions	1 720 000	600 000	1 120 000	Réserves réglementées	200 000
Instal. techniques, matériel & out. Indust.	1 160 000	480 000	680 000	Autres réserves	650 000
Autres immobilisations corporelles	1 656 000	719 000	937 000	Résultat de l'exercice (bénéfice ou perte)	325 000
Participations	440 000		440 000	TOTAL I	6 100 000
TIAP	460 000	80 000	380 000	Provisions pour risques et charges	
Autres titres immobilisés	240 000		240 000	Provisions pour risques	130 000
Autres immobilisations financières	20 000		20 000	Provisions pour charges	20 000
TOTAL I	6 142 000	1 908 000	4 234 000	TOTAL II	150 000
Actif circulant				DETTES	
Stocks de MP	960 000	70 000	890 000	Dettes financières	1 440 000
Stocks d'en-cours de production	100 000		100 000	Autres dettes financières	450 000
Stocks de produits finis	1 450 000		1 450 000	Dettes fournisseurs et comptes rattachés	1 980 000
Créances clients et comptes rattachés	3 948 000		3 948 000	Dettes fiscales et sociales	600 000
Autres créances	220 000		220 000	Dettes diverses (dettes fiscales)	430 000
Valeurs mobilières de placement	28 000		28 000		
Disponibilités	280 000		280 000		
TOTAL II	6 986 000	70 000	6 916 000	TOTAL III	4 900 000
TOTAL ACTIF	13 128 000	1 978 000	11 150 000	TOTAL PASSIF	11 150 000





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

- Le capital est composé de 90 000 actions de 50 €
- Cette société ne détient que des éléments d'actif nécessaires à l'exploitation. Le poste Titres de participation, concerne uniquement les 8 000 titres de la société CLAUSON acquis le 1/07/N-6.
- L'assemblée des associés a décidé la mise en paiement d'un dividende de 1,5 € par action.
- La valeur d'utilité des actifs sont fixées, en vue de la fusion, pour les montants suivants :

ACTIF	Valeur d'utilité	VNC
Fonds commercial	650 000	240 000
Terrains	400 000	150 000
Constructions	1 300 000	1 120 000
Installations techniques	650 000	680 000
Titres de participation*	640 000	440 000
TIAP	450 000	380 000

*Il s'agit des 8000 titres CLAUSON

- Les autres éléments de l'actif et du passif, seront repris pour leur valeur nette comptable, telle qu'elle ressort du bilan.

Bilan de la société CLAUSON au 31/12/N

ACTIF	VB	A déduire	VNC	PASSIF	Montant
<u>Actif immobilisé</u>				<u>Capitaux propres</u>	
Frais d'établissement				Capital social (dont versé.....)	2 500 000
Fonds commercial	160 000		160 000	Prime d'émission	100 000
Terrains	120 000		120 000	Réserve légale	40 000
Constructions	780 000	290 000	490 000	Autres réserves	364 000
Instal. techniques, matériel & out. Indust.	670 000	160 000	510 000	Résultat de l'exercice (bénéfice ou perte)	198 000
Autres immobilisations corporelles	920 000	405 000	515 000	Provisions réglementées	20 000
Participations				TOTAL I	3 222 000
TIAP	390 000	50 000	340 000	<u>Provisions pour risques et charges</u>	
Autres titres immobilisés				Provisions pour risques	60 000
Autres immobilisations financières	100 000		100 000	Provisions pour charges	20 000
TOTAL I	3 140 000	905 000	2 235 000	TOTAL II	80 000
<u>Actif circulant</u>				<u>DETTES</u>	
Stocks de MP	480 000	52 000	428 000	Dettes financières	890 000
Stocks de marchandises	18 000		18 000	Autres dettes financières	
Stocks de produits finis	614 000		614 000	Dettes fournisseurs et comptes rattachés	1 194 000
Créances clients et comptes rattachés	2 140 000	45 000	2 095 000	Dettes fiscales et sociales	165 000
Autres créances	260 000		260 000	Dettes diverses (dettes fiscales)	230 000
Valeurs mobilières de placement	15 000		15 000	Dettes sur immobilisations	100 000
Disponibilités	216 000		216 000		
TOTAL II	3 743 000	97 000	3 646 000	TOTAL III	2 579 000
TOTAL ACTIF	6 883 000	1 002 000	5 881 000	TOTAL PASSIF	5 881 000





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

Autres informations concernant la société CLAUSON

- Le capital est composé de 50 000 actions de 50 €
- Un terrain qui sera cédé prochainement, car non nécessaire à l'exploitation, dont la valeur de marché est fixée à 60 000 €. Ce terrain figure au bilan pour 40 000 €.
- Un ensemble immobilier, acquis début N-12, nécessaire à l'exploitation. Ce bien n'a fait l'objet d'aucune réévaluation. Valeur d'utilité fixée après expertises : 745 000 € dont 150 000 € pour le terrain et 595 000 € pour la construction.
- Matériel et outillage industriel : 550 000 € ;
- Autres immobilisations corporelles : 565 000 € ;
- Fonds commercial estimé pour la fusion : 460 000 € ;
- Les provisions réglementées sont composées de provisions pour investissements pour 5000 € et des provisions pour hausse des prix pour 15 000 €.
- Les autres éléments de l'actif et du passif, seront repris pour leur valeur nette comptable, telle qu'elle ressort du bilan. Enfin, le résultat de l'exercice sera affecté en totalité aux réserves, selon décision de l'assemblée générale des associés.
- La valeur réelle (ou globale) du titre CLAUSON retenue pour la fusion est de 100 €.
- Il s'agit d'une fusion-renonciation, placée sous le régime de faveur des fusions (Article 210 A du CGI).
- On considère que les conditions seront réunies pour la reprise de la provision pour investissement en franchise d'impôt dans les deux sociétés.

Les capitaux propres de CLAUSON s'élevaient le 1/07/N-6 à :

CAPITAUX PROPRES	Montants
Capital	2 500 000
Prime d'émission	100 000
Réserve légale	20 000
Autres réserves	90 000
Provisions réglementées	20 000
TOTAL	2 730 000





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

EXERCICE 8

La SA Prade, détenue à 80 % par la SA Béranger, usine les mêmes MP que la SA Viala. Des pourparlers ont été engagés en vue d'un éventuel rapprochement. Les études et les préparatifs juridiques et financiers de fusion (fusion renonciation par absorption) des deux sociétés sont en cours. La société Prade absorbera la société Viala sur la base des valeurs mathématiques intrinsèques et reprendra tous les éléments d'actif et de passif. Le nombre d'actions à créer ayant été fixé, après négociations à 12 000 actions, il conviendra de dégager le rapport d'échange et la part du capital de Prade qui sera détenu à la suite de cette opération par les anciens actionnaires de Viala. Une société HG (hors-groupe) détient Viala à 30 %. Ces titres ont été acquis 80 € l'action. La direction de la société Prade souhaite que les autres actionnaires de Viala possèdent moins de 35 % du capital social. Le traité d'apport reprend les valeurs comptables nettes des éléments compris dans les comptes de la société Viala.

Travail à faire :

- Déterminez les valeurs mathématiques intrinsèques des sociétés Prade et Viala.
- Présentez les calculs relatifs aux modalités de fusion :
 - Parité d'échange
 - Augmentation de capital
 - Prime de fusion
- Justifiez le choix de la valeur comptable pour la comptabilisation des apports
- Analyser la prime de fusion
- Vérifier si le souhait des dirigeants concernant la détention du capital de Prade par les autres actionnaires de Viala est respecté.
- Comptabiliser les écritures de fusion dans les livres de la société absorbante Prade.
- Comptabiliser les écritures de dissolution dans les livres de la société absorbée Viala.
- Indiquez les conséquences fiscales de l'application du régime fiscal de faveur.
- Comptabiliser l'échange de titres Viala contre Prade dans la société HG (Hors Groupe). On retiendra la valeur mathématique intrinsèque comme valeur vénale. Préciser le traitement fiscal sachant que la société HG opte pour le sursis d'imposition.
- Comptabiliser la cession pour 800 000 € des titres Prade détenus par HG le 01/04/N+3. Indiquez le traitement fiscal.
- Indiquez quels rapports le commissaire à la fusion doit établir. Préciser leur contenu.

Annexe 1 : Bilan de la société Prade au 31/12/N

(31 500 actions de 10 €)

ACTIF	VB	A déduire	VNC	PASSIF	Montant
Actif immobilisé				Capitaux propres	
Frais d'établissement	18 000	12 000	6 000	Capital social (dont versé.....)	315 000
Fonds commercial				Prime d'émission	274 000
Terrains	500 000		500 000	Réserve légale	6 500
Constructions	800 000	650 000	150 000	Réserves réglementées	22 000
Install. techniques, matériel & out. Indus.	160 000	80 000	80 000	Autres réserves	538 000
Participations	480 000		480 000	Résultat de l'exercice (bénéfice ou perte)	78 000
TIAP	55 500		55 500	Provisions pour hausse des prix	3 000
Autres titres immobilisés				TOTAL I	1 236 500
Autres immobilisations financières				Provisions pour risques et charges	
				Provisions pour risques	35 000
TOTAL I	2 013 500	742 000	1 271 500	TOTAL II	35 000
Actif circulant				DETTES	
Stocks de MP	500 000	24 000	476 000	Dettes financières	810 000
Stocks de marchandises				Autres dettes financières	
Stocks de produits finis	1 060 000	81 000	979 000	Dettes fournisseurs et comptes rattachés	1 540 000
Créances clients et comptes rattachés	807 000	12 000	795 000	Dettes fiscales et sociales	
Autres créances				Dettes diverses (dettes fiscales)	
Valeurs mobilières de placement			15 000	Dettes sur immobilisations	
Disponibilités	100 000		100 000		
TOTAL II	2 467 000	117 000	2 350 000	TOTAL III	2 350 000
TOTAL ACTIF	4 480 500	859 000	3 621 500	TOTAL PASSIF	3 621 500





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

- Le poste titres de participation représente les 12 000 actions Viala acquise le 01/04/N-4 pour un montant de 480 000 €.
- L'actif est évalué pour la valeur comptable nette, sauf pour :
 - Les terrains qui sont repris pour une valeur d'utilité de 848 500 €
 - Les TIAP qui sont repris pour une valeur d'utilité de 65 500 € ;
- La fiscalité latente sur les actifs non amortissables ne sera pas pris en compte ;
- Les provisions pour risques et charges sont justifiées ;
- Que la fiscalité différée sur les actifs fictifs et sur les provisions réglementées sera prise en compte ;
- Taux d'impôt différé : 33,33 %
- L'assemblée des associés a décidé la mise en paiement d'un dividende global de 30 000 €.

Bilan de la société Viala au 31/12/N

(20 000 actions de 20 €)

ACTIF	VB	A déduire	VNC	PASSIF	Montant
<u>Actif immobilisé</u>				<u>Capitaux propres</u>	
Frais d'établissement				Capital social (dont versé.....)	400 000
Fonds commercial	400 000		400 000	Prime d'émission	100 000
Terrains	700 000		700 000	Réserve légale	20 000
Constructions	2 000 000	800 000	1 200 000	Réserves réglementées	50 000
Install. techniques, matériel & out. Indus.	860 000	200 000	660 000	Autres réserves	625 000
Participations				Résultat de l'exercice (bénéfice ou perte)	120 000
TIAP	300 000	20 000	280 000	Provisions pour hausse des prix	
Prêts	700 000		700 000	TOTAL I	1 315 000
Autres immobilisations financières				<u>Provisions pour risques et charges</u>	
				Provisions pour risques	180 000
TOTAL I	4 960 000	1 020 000	3 940 000	TOTAL II	180 000
<u>Actif circulant</u>				<u>DETTES</u>	
Stocks de MP	800 000		800 000	Dettes financières	3 220 000
Stocks de marchandises				Autres dettes financières	
Stocks de produits finis	900 000	25 000	875 000	Dettes fournisseurs et comptes rattachés	2 450 000
Créances clients et comptes rattachés	1 500 000	20 000	1 480 000	Dettes fiscales et sociales	50 000
Autres créances				Dettes diverses (dettes fiscales)	
Valeurs mobilières de placement	50 000		50 000	Dettes sur immobilisations	
Disponibilités	70 000		70 000		
TOTAL II	3 320 000	45 000	3 275 000	TOTAL III	5 720 000
TOTAL ACTIF	8 280 000	1 065 000	7 215 000	TOTAL PASSIF	7 215 000

- Le fonds commercial est estimé à trois fois son montant au bilan ;
- Les terrains doivent être revalorisés de 335 000 € ;
- La fiscalité latente sur les actifs non amortissables ne sera pas pris en compte ;
- Les stocks de MP sont considérés comme dépréciés de 12 % par rapport à leur valeur brute (tenir compte de l'impôt différé).
- Les provisions pour risques sont sans objet pour un montant de 21 000 € (tenir compte de l'impôt différé) ;
- Aucune distribution n'est prévue au titre de l'exercice N ;
- Les réserves au 01/04/N-4 s'élevaient à 600 000 € ;
- Les réserves réglementées représentent une réserve fluctuation des cours ;
- Taux d'impôt différé : 33,33 %





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

EXERCICE 9

La société anonyme MALBERT détient 60 % du capital de la société anonyme ROUTIL. La société anonyme MONVOISIN détient 70 % du capital de la société anonyme SAUREL. Au 31/12/N, le bilan de la SA ROUTIL au capital composé de 50 000 actions de 40 € se présente ainsi en K€ :

	VB	A déduire	VNC	PASSIF	Montant
Actif immobilisé				Capitaux propres	
Frais d'établissement	80	20	60	Capital social (dont versé.....)	2000
Brevets	680	100	580	Report à Nouveau	(40)
Constructions	2200	700	1500		TOTAL I
Matériel	700	200	500	Provisions pour risques et charges	
				Provisions pour risques & Charges	700
TOTAL I	3660	1020	2640	TOTAL II	700
Actif circulant				DETTES	
Stocks	300		300	Dettes financières	850
Créances clients et comptes rattachés	800	100	700	Dettes fournisseurs et comptes rattachées	330
Disponibilités	200		200		
TOTAL II	1300	100	1200	TOTAL III	1180
TOTAL ACTIF	4960	1120	3840	TOTAL PASSIF	3840

A La même date, le bilan de la société anonyme SAUREL, au capital composé de 80 000 actions de 20 €, est le suivant en K€ :

	VB	A déduire	VNC	PASSIF	Montant
Actif immobilisé				Capitaux propres	
Frais d'établissement				Capital social (dont versé.....)	1600
Brevets				Réserves	7200
Constructions	14 800	6000	8800		TOTAL I
Matériel	3920	2000	1920	Provisions pour risques et charges	
Immobilisations financières	80		80	Provisions pour risques & Charges	1200
TOTAL I	18 800	8000	10 800	TOTAL II	1200
Actif circulant				DETTES	
Stocks	4200		4200	Dettes financières	6000
Créances clients et comptes rattachés	4400	400	4000	Dettes fournisseurs et comptes rattachées	4000
Disponibilités	1000		1000		
TOTAL II	9600	400	9200	TOTAL III	10 000
TOTAL ACTIF	28 400	8400	20 000	TOTAL PASSIF	20 000

Les immobilisations financières représentent 2 000 titres ROUTIL. Les deux sociétés décident de fusionner sur la base des bilans au 31/12/N, la société ROUTIL absorbant la société SAUREL. La parité est fixée à partir de l'actif net comptable corrigé sans prise en compte de la fiscalité différée et latente. Les apports seront comptabilisés à la valeur comptable. La société ROUTIL n'entend pas conserver en portefeuille ses propres actions reçues de la société SAUREL et a décidé de procéder à leur annulation. Il convient de tenir compte des informations complémentaires suivantes (sommes en K€).

- Société ROUTIL
 - Les constructions sont évaluées à 3 000 K€ et la provision pour risques n'est justifiée que pour moitié.
- Société SAUREL
 - Les constructions sont évaluées à 14 100 K€, les matériels sont évalués à 2 120 K€.
 - Au cours de N+1, il est prévu de procéder à des licenciements dont le coût total est évalué à 2 370 K€.

Travail à faire :

1. Déterminer la valeur mathématique intrinsèque des sociétés ROUTIL et SAUREL. En déduire la parité d'échange.
2. La parité d'échange a été fixée à 2 actions ROUTIL contre 1 action SAUREL.
 - Calculer l'augmentation de capital chez l'absorbante.
 - Justifier le choix de la valeur comptable pour la comptabilisation des apports.
 - Calculer le montant de la prime de fusion.
3. Déterminer les modalités de la réduction de capital.
4. Passer les écritures correspondantes au journal de la société absorbée.
5. Passer les écritures correspondantes au journal de la société absorbante.





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

EXERCICE 10

Les dirigeants des sociétés anonymes Paul et Jupiter envisagent de fusionner. La société PAUL est détenue à 90% par la société METAL. La SA PAUL absorberait la SA JUPITER (fusion - renonciation par absorption), sur la base d'une évaluation au 31 décembre N. Il est prévu de placer l'opération sous le régime de faveur de l'article 210 A du CGI. Il vous est remis les bilans de ces deux sociétés avec informations complémentaires, établis au 31 décembre N.

Bilan de la société Jupiter au 31/12/N en K€

(45 000 actions de 250 €)

ACTIF	VB	A déduire	VNC	PASSIF	Montant
Actif immobilisé				Capitaux propres	
Frais d'établissement				Capital social (dont versé.....)	11 250
Fonds commercial				Prime d'émission	
Terrains	6200		6200	Réserve légale	1125
Constructions	10 000	5330	4670	Autres réserves	7850
Install. techniques, matériel & out. Indus.	14 230	10 230	4000	Résultat de l'exercice (bénéfice ou perte)	1050
Autres immobilisations corporelles	2800	1600	1200	Subvention d'investissement	1000
TIAP				Provisions pour hausse des prix	2000
Prêts	100		100	TOTAL I	24 275
Autres immobilisations financières	350		350	Provisions pour risques et charges	
				Provisions pour risques	
TOTAL I	33 680	17 160	16 520	TOTAL II	0
Actif circulant				DETTES	
Stocks de MP				Dettes financières	2050
Stocks de marchandises	10 200	650	9550	Autres dettes financières (société Paul)	2300
Créances clients et comptes rattachés	11 310	580	10 730	Avances et acomptes reçus sur commandes	1050
Autres créances	2000		2000	Dettes fournisseurs et comptes rattachés	7425
Disponibilités	900		900	Dettes fiscales et sociales	2600
TOTAL II	24 410	1230	23 180	TOTAL III	15 425
TOTAL ACTIF	58 090	18 930	39 700	TOTAL PASSIF	39 700

Les valeurs d'utilité des actifs sont fixées, en vue de la fusion, pour les montants suivants :

- Terrains et ensemble immobilier :
 - Un terrain qui sera cédé prochainement, car non nécessaire à l'exploitation, dont la valeur vénale est fixée à 6000 K€. Ce terrain figure au bilan pour 4600 K€.
 - Un ensemble immobilier, acquis début N-15, nécessaire à l'exploitation. Ce bien n'a fait l'objet d'aucune réévaluation. Valeur d'usage fixée après expertises 12 000 K€ dont 4000 K€ pour le terrain et 8000 K€ pour la construction
- Matériel et outillage industriel 5 270 K€
- Autres immobilisations corporelles 1 100 K€
- Fonds commercial estimé pour la fusion 6 667 K€

Les autres éléments de l'actif et du passif, seront repris pour leur valeur nette comptable, telle qu'elle ressort du bilan. Enfin, le résultat de l'exercice sera affecté en totalité aux réserves, selon décision de l'assemblée générale des associés. Le projet de fusion prévoit la reconstitution chez l'absorbante de la subvention d'investissement non encore imposée.





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

Bilan de la société Paul au 31/12/N en K€ (150 000 actions de 100 €)

ACTIF	VB	A déduire	VNC	PASSIF	Montant
Actif immobilisé				Capitaux propres	
Frais d'établissement	450	90	360	Capital social (dont versé.....)	15 000
Fonds commercial				Ecart de réévaluation	6000
Terrains	12 500		12 500	Réserve légale	1500
Constructions	23 000	15 000	8000	Réserves statutaires ou contractuelles	9500
				Réserves réglementées	2450
				Autres réserves	11 655
Install. techniques, matériel & out. Indus.	45 000	36 000	9000	Résultat de l'exercice (bénéfice ou perte)	9550
Autres immobilisations corporelles	4000	1700	2300	Provisions pour hausse des prix	4600
Participations (1)	19 530		19 530	Provisions pour investissement (N-3)	900
Créances rattachées à des participations (2)	2300		2300	TOTAL I	61 155
Autres immobilisations financières	1500		1500	Provisions pour risques et charges	
				Provisions pour risques & Charges	5000
TOTAL I	108 280	52 790	55 490	TOTAL II	5000
Actif circulant				DETTES	
Stocks de marchandises	28 765	1500	27 265	Dettes financières	9000
Avances et acomptes versés sur commandes	600		600	Autres dettes financières	7200
Créances clients et comptes rattachés	10 600	600	10 000	Avances et acomptes reçus sur commandes	
Autres créances	2600		2600	Dettes fournisseurs et comptes rattachés	12 300
Disponibilités	2500		2500	Dettes fiscales et sociales	8800
TOTAL II	45 065	2100	42 965	TOTAL III	32 300
TOTAL ACTIF	153 345	54 890	98 455	TOTAL PASSIF	98 455

(1) Titres SA Jupiter 31 500 acquis à 620 €

(2) Société Jupiter

Cette société ne détient que des éléments d'actif nécessaires à l'exploitation. Le poste Titres de participation, concerne uniquement la société JUPITER (70 % du capital de JUPITER). L'assemblée des associés a décidé la mise en paiement d'un dividende de 40 € par action. A la suite des négociations en vue de la fusion, les plus-values latentes s'élèvent à :

- 30 000 K€, sur les éléments non amortissables, y compris la valeur du fonds commercial et l'éventuelle plus ou moins-value sur Titres de participation JUPITER.
- 1 760 K€, pour les éléments amortissables.

Travail à faire :

1. Déterminer la valeur mathématique intrinsèque des titres de chaque société, en tenant compte des éléments ci-dessous :

Pour le calcul de l'actif net comptable corrigé, il sera tenu compte de la fiscalité latente sur les plus-values des actifs amortissables et de la fiscalité différée sur les provisions réglementées et les actifs fictifs (taux 331/3%). Arrondir la valeur mathématique à l'euro le plus proche.

2. D'autre part, le calcul de la parité, établie à partir de différents critères, autres que celui de l'actif net comptable corrigé, ont permis d'arrêter un rapport d'échange de : 3 actions JUPITER contre 5 actions PAUL sans soulte.
 - Vérifier si cette parité est basée uniquement sur l'actif net corrigé.
 - Calculer l'augmentation de capital chez la société absorbante.
 - Justifier le choix de la valeur d'apport.
 - Calculer et analyser la prime de fusion.
 - Indiquer le traitement comptable et fiscal du résultat de fusion sur l'annulation des titres JUPITER détenus par la société PAUL. On retiendra par hypothèse une valeur réelle de JUPITER égale à l'actif net comptable corrigé.
3. Comptabiliser les opérations de fusion chez la société absorbante.
4. Comptabiliser les opérations de fusion chez la société absorbée.





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

EXERCICE 11

La société Guého doit faire l'objet d'un rachat par LBO de la part de Paxpax. Ce fonds de LBO la valorise à 120 M€ et estime pouvoir financer l'opération de la sorte :

- Capitaux propres (100 % Paxpax) : 25 %
- Dette mezzanine : 20 %
- Dette bancaire senior : 55 %

La dette mezzanine est remboursable in fine dans 6 ans alors que la dette bancaire l'est par annuités constantes, sur 5 ans. Paxpax espère sortir de la société dans 5 ans, sur la base d'un multiple du résultat d'exploitation de 10x. Aucun dividende ne sera distribué à Paxpax sur les 5 prochaines années.

Travail à faire :

1. Quel sera le TRI (moyen annuel) de l'opération si le résultat d'exploitation de Guého en N+5 est de 10 M€ ?
2. Quel sera le TRI (moyen annuel) de l'opération si le résultat d'exploitation de Guého en N+5 est de 13 M€ ?

EXERCICE 12

La société Geypner souhaite prendre le contrôle de la société Pénégry (capital de 1 million d'actions). Les deux sociétés n'entretiennent aucune relation commerciale ou financière. Leurs business plan respectifs sont donnés ci-dessous :

	1	2	3	4	5
FTD (geypner) en (M€)	27	32	35	39	44
FTD (Pénégry) en (M€)	10	12	14	17	20

Pour Geypner :

- Croissance au-delà de l'année 5 : 3.5 %
- Coût du capital : 12 %
- Dettes financières (M€) : 100

Pour Pénégry :

- Croissance au-delà de l'année 5 : 3 %
- Coût du capital : 12 %
- Dettes financières (M€) : 40

Le rapprochement des deux sociétés permettrait de réaliser des effets de synergie qui se traduiraient par un supplément annuel de FTD de 2 M€ et par une baisse du coût du capital d'un point. La croissance à long terme du nouveau groupe peut être estimée à 3,5 % par an. Geypner est prêt à verser 160 euros par action Pénégry. Les coûts associés à l'opération sont de 5 M€.

Travail à faire :

1. Cette opération est-elle rentable pour Geypner ?
2. Comment se répartit la création de valeur à attendre de la fusion entre les actionnaires des deux sociétés ?





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

EXERCICE 13

La société Chapon souhaite faire l'acquisition début N de son principal fournisseur, la société Rambuteau, dont elle est l'unique client.

Le prix de cette acquisition est estimé à 3,5 M€. Actuellement, Chapon achète pour 1 M€ de produits à Rambuteau. Cette intégration devrait permettre à Chapon de capturer la marge jusque alors réalisée par Rambuteau (environ 20 %), ainsi que de rationaliser le processus de production. Cette rationalisation doit conduire à réduire les charges de production du nouveau groupe de 5 % à partir de N+1 mais coûtera, en N, 500 000 euros.

L'acquisition sera appréciée en valorisant la société par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie et en retenant un taux de croissance à l'infini des flux au-delà de la période de prévision de 3 %.

Le coût du capital des deux sociétés est approximativement de 10 %. Il vous est communiqué le *business plan* de chacune des deux sociétés dans l'hypothèse où l'acquisition ne se ferait pas. La société Chapon est endettée à hauteur de 1 M€.

Société Chapon :

	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
Chiffre d'affaires	4 000	4 200	4 500	4 800	5 100	5 400	5 800
Achats de matières premières	- 1 000	- 1 100	- 1 200	- 1 350	- 1 500	- 1 700	- 1 850
Charges de production	- 1 500	- 1 500	- 1 600	- 1 300	- 1 400	- 1 500	- 1 600
Charges de personnel	- 600	- 650	- 700	- 750	- 800	- 900	- 950
Dotations aux amortissements	- 500	- 500	- 500	- 500	- 500	- 500	- 500
Résultat d'exploitation	400	450	500	900	900	800	900
Charges d'intérêt	- 100	- 100	- 100	- 100	- 100	- 100	- 100
Résultat courant	300	350	400	800	800	700	800
Impôt sur les sociétés	- 100	- 117	- 133	- 267	- 267	- 233	- 267
Résultat net	200	233	267	533	533	467	533

Société Rambuteau :

	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6
Chiffre d'affaires	1 000	1 100	1 200	1 350	1 500	1 700	1 850
Charges de production	- 400	- 450	- 500	- 600	- 700	- 800	- 850
Charges de personnel	- 200	- 230	- 320	- 340	- 400	- 480	- 500
Dotations aux amortissements	- 100	- 100	- 100	- 100	- 100	- 100	- 100
Résultat d'exploitation	300	320	280	310	300	320	400
Charges d'intérêt	0	0	0	0	0	0	0
Résultat courant	300	320	280	310	300	320	400
Impôt sur les sociétés	- 100	- 107	- 93	- 103	- 100	- 107	- 134
Résultat net	200	213	187	207	200	213	266

Travail à faire :

1. Évaluez le nouveau groupe.
2. Déterminez la création de valeur générée par cette acquisition pour Chapon et comparez la, au prix de l'acquisition.





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

EXERCICE 14

La société **Hatchuel** souhaite faire l'acquisition de la société **Jaffe** par le biais d'une OPA sur la totalité de son capital.

Le capital de **Jaffe** est composé de 20 millions d'actions qui cotent 40 euros. La seule dette de **Jaffe** est une dette à 10 % remboursable in fine dans 7 ans, d'une valeur nominale de 12 M€.

Hatchuel estime à 30 % la prime à offrir aux actionnaires de **Jaffe**, à 30 M€ les frais associés à l'OPA et à 14 % le coût du capital de **Jaffe**.

Compte tenu de sa situation financière actuelle, **Jaffe** pourrait s'endetter à 9 %. Le taux de l'impôt sur les bénéfices est de 33 ⅓ %.

Le business plan de **Jaffe**, construit par les banques conseils de **Hatchuel**, fait ressortir les flux de trésorerie disponibles (FTD) suivants :

En M€	1	2	3	4	5
FTD	50	56	65	73	79

Deux approches sont retenues pour valoriser les capitaux propres de **Jaffe à l'issue de la période de prévision.**

- La première consiste à retenir une hypothèse de croissance des FTD de 3,5 % par an.
- La seconde revient à retenir un multiple de 10 du résultat opérationnel, le résultat opérationnel prévisionnel étant à cette date de 92,55 M€.

Travail à faire :

Faut-il lancer cette OPA ?





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

EXERCICE 15

Les sociétés ABC et XYZ prévoient de fusionner fin 2018 afin de réaliser des effets de synergie et de réduire leurs coûts opérationnels. Les effets de synergie sont estimés à 5 % du chiffre d'affaires des deux sociétés et la réduction des coûts à 2 M€ pour la première année. Le taux de marge opérationnelle (Résultat opérationnel/CA) est de 38 %. L'inflation anticipée est de 3 % par an.

Pour apprécier la création de valeur issue de la fusion, un coût du capital de 12 % sera retenu. La mise en œuvre de la fusion va entraîner dès à présent des coûts de 8 M€. Le taux de l'impôt sur les bénéfices est de 33 1/3 %.

Par simplification, il sera supposé qu'il n'existe pas de décalage de paiements, et donc que l'accroissement de résultat se traduit par un accroissement des flux de trésorerie disponibles d'un même montant.

Chiffre d'affaires (M€)	2019	2020	2021	2022	2023
ABC	50	53	58	63	68
XYZ	32	34	37	41	45
	82	87	95	104	113

Travail à faire :

Estimer la création de valeur

EXERCICE 16

La société Hovan s'interroge sur l'opportunité de prendre le contrôle de la société Barrot, qui deviendrait alors une filiale. Cette dernière a une structure financière cible composée de 20 % de dettes (par rapport à la V.G.E). Les dettes de Barrot (90 M€) portent actuellement intérêt au taux de 8 %. En cas de prise de contrôle, Hovan modernisera l'outil de production de Barrot, qui le financera en partie par une dette à 10 %. Ceci portera la structure cible de Barrot à 40 % de dettes à l'issue des 5 prochaines années. Le business plan de Barrot fera alors ressortir les éléments suivants :

Barrot (M€)	1	2	3	4	5
Flux de trésorerie disponibles	20	24	29	33	38
Intérêts sur emprunts	4	5	6	7	8

Au-delà de cette période de prévision, les flux croîtront au taux annuel de 3 %.

Le taux de l'impôt sur les bénéfices est de 33 1/3 %.

Le bêta de Hovan est de 1,1 et celui de Barrot de 1,5.

Le taux des OAT 10 ans est de 4 % et la prime de risque du marché de 5 %.

Travail à faire :

1. Les flux de trésorerie disponibles sont-ils affectés par la structure financière de la société ?
2. Quel taux d'actualisation faut-il retenir pour valoriser la société Barrot dans le cadre de cette prise de contrôle ?
3. Quel prix maximum Hovan peut-il payer Barrot ?





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

EXERCICE 17

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

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

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

Vous disposez des annexes suivantes:

ANNEXE 1 - Bilan de la S.A. RAMUELLE au 31/12/N

ANNEXE 2 - Valeur d'utilité des immobilisations

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

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

(1) Dont 640 frais d'établissement
 Dont 2 480 frais de développement (hypothèse retenue actif réel)
 Dont 9 660 pour une licence comptabilisée en Concessions, brevets, licences, marques et valeurs similaires

(2) Dont terrains sur lesquels sont construits les bâtiments d'exploitation 20 640
 Dont terrains conservés dans un but spéculatif 3 450
 Dont terrains sur lesquels sont construites des habitations louées au personnel 5 230
 Dont bâtiments d'exploitation 39 070
 Dont constructions louées au personnel 7 500
 Dont matériel industriel 3 687
 Dont mobilier et matériel informatique 2 345
 Dont matériel de transport 3 225

(3) Dont prêt au personnel qui ne concerne donc pas l'exploitation 1 000

(4) Dont frais d'émission d'emprunt 650

(5) Le capital est constitué de 300 000 actions de 100 €.





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

(6) La société envisage de distribuer un dividende de 26 € par action.

(7) Dont provision pour hausse des prix 2 500
 Dont provision pour investissement 1 000
 Dont amortissements dérogatoires 2 500

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

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

(9) Dont 600 de concours bancaires courants

Outre les équipements inscrits au bilan, la société RAMUELLE utilise un matériel en crédit bail.

Ce matériel est évalué actuellement à 500 K€..

Le contrat a été conclu le 2 Janvier N-1 pour une durée de six ans.

La redevance annuelle payable d'avance s'élève à 105 K€.

L'option d'achat sera exercée à la fin du contrat le 2 janvier N+5 moyennant le versement de 76 K€.

Ce matériel sera encore utilisé pendant 8 ans (taux d'actualisation 10 %).

ANNEXE 2 : Valeur d'utilité des immobilisations

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

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

Travail à faire :

1. Déterminez l'actif net comptable
2. Déterminez l'actif net comptable corrigé
3. Déterminez l'actif net comptable corrigé d'exploitation





Evaluation d'entreprise (Sociétés cotées).

EXERCICE 18

La société Wertner fait l'objet d'un LBO, financé de la sorte :

- Capitaux propres : 30 %
- Dette mezzanine : 15 %
- Dette bancaire senior : 55 %

La dette mezzanine est constituée d'OBSA, remboursables in fine dans 6 ans, qui paient un coupon annuel de 7 %. Les bons permettront de souscrire à une augmentation de capital (100 000 actions) au prix de 30 euros par action.

Les capitaux-risqueurs espèrent sortir de la société dans 5 ans, sur la base d'un multiple du résultat d'exploitation de 12.

La dette bancaire sera remboursée en 5 ans.

Le capital de la société est constitué 1 millions d'actions. La valeur de Wertner est de 48 M€. La société holding, dans laquelle seront logés les financements du LBO, ne distribuera aucun dividende sur les 5 prochaines années.

Travail à faire :

- 1) Quel sera le TRI annuel pour les capitaux-risqueurs et les mezzaneurs si le résultat d'exploitation dans 5 ans est de 3 M€ ?
- 2) Quel sera le TRI annuel pour les capitaux-risqueurs et les mezzaneurs si le résultat d'exploitation dans 5 ans est de 5 M€ ?

