

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

Evaluer une entreprise est une opération qui peut se faire aussi bien dans un cadre financier (cession, introduction en Bourse, augmentation de capital, opération de fusion...) que dans un cadre comptable (évaluation d'un écart d'acquisition, test de dépréciation...).

Il existe plusieurs familles de méthode d'évaluation. On peut citer les approches suivantes :

- L'évaluation par les flux ;
- L'évaluation par l'approche comparative ;
- L'évaluation à travers les approches patrimoniales et mixtes.

Bilan économique en valeurs comptables

ACTIF ECONOMIQUE (AE)	CAPITAUX PROPRES (CP)
	DETTES FINANCIERES (DF)

Bilan en valeurs de marché

VALEUR GLOBALE DE L'ENTREPRISE (VGE)	CAPITALISATION BOURSIERE (Valeur des CP)
	ENDETTEMENT NET (valeur des DF)

Quelle que soit l'approche retenue, l'objectif de l'évaluation est d'estimer la valeur de marché des capitaux propres (V_{CP}), soit de façon directe, soit de façon indirecte.

- **La méthode directe** consiste à évaluer directement les capitaux propres de l'entreprise. Il s'agit essentiellement de la méthode d'actualisation par les dividendes ;
- **La méthode indirecte** consiste à évaluer économiquement l'entreprise (VGE) et ensuite retrancher de cette valeur économique, l'endettement net. (Méthode d'actualisation par les flux de trésorerie disponibles)

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

De nombreuses opérations effectuées par les sociétés, nécessitent d'évaluer l'entreprise ou 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. 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 **congloméral**, qui diversifie ses investissements.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

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.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

Chapitre 1 – L'évaluation par les flux

1) La mise en œuvre de l'évaluation des entreprises

- a) La démarche d'évaluation ;
- b) Les différentes « familles » d'évaluation ;

2) L'approche financière : La méthode des flux de trésorerie actualisés (Free Cash Flows)

- a) Les fondements de l'approche financière ;
- b) La méthode des DCF (Discounted Cash-Flow) ;
- c) Les difficultés.

3) Le choix d'un taux d'actualisation

- a) L'actualisation au coût du capital
- b) La prise en compte du risque
- c) Les difficultés liées au calcul du coût du capital

4) L'actualisation des dividendes

- a) Les modèles d'actualisation des dividendes
- b) Les principaux modèles d'actualisation des dividendes

5) L'actualisation des flux de trésorerie revenant aux actionnaires

- a) Le principe
- b) La démarche
- c) La détermination des flux de trésorerie revenant aux actionnaires

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

Chapitre 2 – L'évaluation par l'approche comparative

1) La logique et les caractéristiques de la méthode

- a) La logique de la méthode
- b) La constitution de l'échantillon

2) La mise en œuvre de la méthode (comparable ou multiple)

- a) Les principales étapes de la méthode
- b) L'utilisation des principaux multiples dans l'approche comparative
- c) Les difficultés d'application de la méthode comparative

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

Chapitre 3 – L'évaluation à travers les approches patrimoniales et mixtes

1) Les méthodes patrimoniales : L'actif net comptable corrigé (ANCC)

- a) Le principe
- b) Les retraitements à opérer

2) Les méthodes mixtes : l'approche fondée sur le goodwill

- a) Le principe de ces méthodes
- b) La présentation des différentes méthodes d'évaluation du goodwill

3) Les méthodes sectorielles ou spécifiques d'évaluation

- a) Les approches dans le secteur de l'immobilier
- b) Les spécificités d'évaluation des start-ups
- c) L'évaluation sectorielles

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

Chapitre 1 - L'évaluation par les flux

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.

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.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

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

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

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.

La valeur d'une entreprise est égale à l'actualisation des flux de profit qu'elle va générer pour le futur acquéreur. Si l'on pose :

F_t = flux de l'année t

« n » = la période considérée

VT = Valeur terminale de l'entité au terme de l'année n

« i » = taux d'actualisation approprié (taux de rémunération espéré par l'actionnaire)

$$\text{On a alors} \quad V = \sum_{t=1}^n F_t (1+i)^{-t} + VT * (1+i)^{-n}$$

Quel taux de croissance du chiffre d'affaires choisir ?

L'estimation du taux de croissance du chiffre d'affaires prévisionnel (et par conséquent, des FCF) a un impact important sur la valeur finale de l'entreprise. En pratique, il convient de faire preuve de prudence et de bien apprécier les orientations stratégiques de la société.

En amont, une analyse stratégique s'impose sur l'état de la concurrence. Le marché sur lequel l'entreprise est située présente-t-il des barrières à l'entrée susceptibles de protéger la rente de situation et si oui pendant combien de temps ?

Quel doit être l'horizon de calcul ?

En pratique les business plans couvrent une période de projection finie (de 3 à 5 ans en général car au-delà l'exercice relève plus de la voyance que de la prévision). Cette question est fondamentale car elle conditionne la valeur.

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.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

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.

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.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

- **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 (FCF)**

Autre approche de calcul de FCF

- **CHIFFRE D'AFFAIRES**
 - Achats
 - Frais généraux
 - Masse salariale
- **EBE ou EBITDA**
 - DAP nettes des RAP
- **REX ou EBIT ou résultat opérationnel courant**
 - Impôt sur les sociétés
- **EBIT après IS (ou REX après IS)**
 - + DAP nettes de reprises
- **MBA ou CAF**
 - Plus ou moins variation du BFR
- **Cash-flows opérationnels**
 - Investissements nets de cession (CAPEX, Capital Expenditures)
- **FCF ou Flux de trésorerie disponibles**

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.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

- **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.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

- **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.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

Chapitre 2 - 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.....

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

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)

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

3) Les multiples économiques EBE et REX/ROC (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 REX/ROC (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.

$$\begin{aligned} & \text{VE} \\ & - \text{DFN (dette financière nette)} \\ & - \text{Provisions risques et charges non récurrentes} \\ & + \text{Immobilisations Financières + Actifs Hors Exploitation} \\ & = \text{Valeur Capitaux Propres (VCP)} \end{aligned}$$

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.....

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

Chapitre 3 – L'évaluation à travers les approches patrimoniales et mixtes

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 pour RISQUES

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

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

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.
- **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.

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 OU à la valeur d'entrée en comptabilité affectée d'un indice de prix spécifique à la famille de biens à laquelle appartient l'immobilisation par exemple)

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.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

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

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

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.).

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

Chapitre 3 bis - 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.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

C'est là qu'intervient le marché financier.

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

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

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

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

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

Cette évaluation par le marché financier présente plusieurs avantages.

Elle considère globalement l'entreprise, et reconnaît donc le caractère indivisible de ses valeurs d'actifs. Elle reflète les perspectives puisque le cours résulte des anticipations des investisseurs concernant le futur de l'entreprise.

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

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

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

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

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

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

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

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

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

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 :

CHARGES	Montants	PRODUITS	Montants
Achats	600	Ventes	1 650
Charges de personnel	500		
Dotations aux amortissements	210		
Charges financières (500*5%)	25		
Impôts	126		
TOTAL CHARGES	1 461	TOTAL PRODUITS	1 650
RESULTAT NET	189		

Le bilan économique de l'entreprise X est le suivant :

ACTIF ECONOMIQUE	Montants	PASSIF	Montants
Actif immobilisé	1 200	CAPITAUX PROPRES	1 539
Actif/passif circulant - BFRE	839	DETTES FINANCIERES	500
TOTAL ACTIF	2 039	TOTAL PASSIF	2 039

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

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

La valeur comptable de cette entreprise est de **1 539** (2 039 – 500)

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

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

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

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

- le résultat net qui rémunère les actionnaires (propriétaires)
- et les intérêts qui rémunèrent les établissements financiers.

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

Soit une VGE = 204/8,28% = 2 463

La valeur financière de l'entreprise (valeur des capitaux propres) est obtenue par différence entre la valeur globale de l'entreprise (VGE ou valeur économique) et la dette financière nette. Soit

$$2\ 463 - 500 = 1\ 963$$

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

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

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

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

2) La notion de goodwill

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

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

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

Nous pouvons citer :

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

Cette approche consiste à ajouter à l'actif net corrigé une survalue 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

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

3) 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.

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.

On peut 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.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

Le rendement attendu par l'actionnaire (**taux risqué Kcp**) dépend de son risque par le bêta :

$$Kcp = Ksr + (\text{bêta} * PR)$$

$$Kcp = Ksr + \text{Bêta} (E(R_m) - Ksr)$$

Avec :

Kcp, rendement attendu par l'actionnaire de la société.

Ksr, Taux sans risque (OAT 7-10 ans)

PR, prime de risque moyenne du marché boursier

Bêta, 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) - Ksr]** multipliée par le coefficient de sensibilité bêta. Avec :

R_m = Le taux de rendement moyen du marché des actions

E(R_m) = Espérance mathématique de R_m

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.

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.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

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.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

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.



11FIN140 - Evaluation d'entreprise

EXERCICES



11FIN140 - Evaluation d'entreprise

EXERCICE 1

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.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

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

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

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>	
Produits des émissions de titres participatifs	
Avances conditionnées	
Total I bis	0
<i>Provisions risques et charges</i>	
Provisions pour risques	278 900
Provisions pour charges	168 000
Total II	446 900
Dettes ⁽¹⁾	
Emprunts obligataires convertibles	
Autres emprunts obligataires	765 000
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit ⁽²⁾	289 000
Emprunts et dettes financières divers	
Avances et acomptes reçus sur commande	
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	10 801 000
Dettes fiscales et sociales	4 256 000
Dettes sur immobilisations et comptes rattachés	172 800
Autres dettes	5 000 000
Instruments de trésorerie	
Produits constatés d'avance	
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	

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

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%.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

EXERCICE 2

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.

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

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

- 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
Actif immobilisé				Capitaux propres	
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	Provisions pour risques et charges	
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
Actif circulant				DETTES	
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

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

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

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

EXERCICE 3

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	6000	Capital social (dont versé.....)	315 000
Fonds commercial				Prime d'émission	274 000
Terrains	500 000		500 000	Réserve légale	6500
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	3000
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

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

- 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
Actif immobilisé				Capitaux propres	
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				Provisions pour risques et charges	
				Provisions pour risques	180 000
TOTAL I	4 960 000	1 020 000	3 940 000	TOTAL II	180 000
Actif circulant				DETTES	
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 %

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

EXERCICE 4

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	1960
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 rattachés	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	8800
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 rattachés	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.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

EXERCICE 5

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.

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

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

(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.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

EXERCICE 6

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 7

La société Geypner souhaite prendre le contrôle de la société Pénégy (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 (Pénégy) 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 Pénégy :

- 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 Pénégy. 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 ?

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

EXERCICE 8

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.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

EXERCICE 9

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 ?

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

EXERCICE 10

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 11

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 ?

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

EXERCICE 12 - Méthode des multiples

Une société cotée Alpha souhaite procéder à une augmentation de capital. Elle dégager un bénéfice stable à hauteur de 4000 €. Son capital composé de 5000 actions et sa dette à une valeur de marché égale à 25 000 €.

Pour déterminer le prix de souscription, elle souhaite recourir à la méthode des multiples. Pour se faire elle s'est procuré la valeur de l'EBITDA et de l'EBIT des principales sociétés présentes sur ce secteur d'activité et présentant des caractéristiques proches des siennes. Elle sait en outre que le PER du secteur est de 12.

	Capitalisation boursière	Valeur de l'endettement	EBITDA	EBIT
Société Alpha			10	8
Société A	31	14	5	3
Société B	45	17	9	8
Société C	21	7	4	3
Société D	56	23	12	9

Travail à faire :

1. Calculez les multiples de l'EBITDA et de l'EBIT
2. Calculez la valeur du titre Alpha en utilisant les multiples de :
 - L'EBITDA
 - L'EBIT
 - Et du PER
3. Donnez une fourchette de prix de souscription (de prix d'émission) possible. Expliquez.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

EXERCICE 13

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€ ?

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

EXERCICE 14 – Méthode des multiples

Pour évaluer la société PIGAM, vous constituez un échantillon de trois sociétés comparables (A, B et C), et reprenez comme multiple de valeur le chiffre d'affaires et le résultat net.

	PIGAM	A	B	C
Chiffre d'affaires	1 200	1 000	1 500	2 000
Résultat net	400	500	600	900
Cours		10	2	40
Nombre d'actions		1 000	6 600	540
Dettes financières	1 200	2 000	600	4 000

Travail à faire :

1. Calculez les multiples sectoriels.
2. Estimer la valeur de PIGAM sur la base de ces deux multiples.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

EXERCICE 15 – Actualisation des flux de trésorerie disponibles

Le business plan de la société MANEOR fait ressortir les chiffres d'affaires prévisionnels suivants :

	1	2	3	4
Chiffre d'affaires	1 000	1 200	1 400	1 700

Le taux de marge brute d'exploitation (EBE/CA) est de 30%. Les dotations annuelles aux amortissements sont de 100 et seront considérées comme stables dans le temps.

Les investissements futurs doivent permettre de maintenir constante la VNC des immobilisations. Le taux de l'impôt sur les bénéfices est de 33,1/3 % et le coût du capital est de 14%. Le BFR représente 10% du chiffre d'affaires (il est de 90 pour l'année 0).

A compter de l'année 4, les flux de trésorerie augmenteront à un taux annuel de 2%.

Les dettes financières s'élèvent à 200.

Travail à faire :

1. Construire le tableau des flux de trésorerie disponibles
2. Estimez la valeur de marché des capitaux propres de la société.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

EXERCICE 16 – Approches patrimoniales

Les actifs de la société Borlein se décomposent comme suit :

	VNC	Valeur réévaluée
Immobilisations incorporelles	300	0
Immobilisations corporelles	1 800	2 600
Immobilisations financières	700	700
Actifs circulants	900	800

Les immobilisations corporelles comprennent un immeuble (VNC = 600) dont la cession est prévue prochainement pour un prix de 900. Les autres actifs sont nécessaires à l'exploitation. Les dettes totales de la société s'élèvent à 400. Le résultat net de l'exercice est de 420 et sera distribué à hauteur des $\frac{3}{4}$ aux actionnaires.

Pour le calcul du Goodwill, il sera tenu compte d'un résultat prévisionnel d'exploitation de 450, de CPNE (capital nécessaire à l'exploitation) d'un montant de 3 000, d'un taux de rémunération des CPNE de 7% et d'un taux d'actualisation des rentes de 11%. Les rentes seront considérées constantes sur un horizon de 5 ans, puis nulles.

Travail à faire :

1. Estimer l'ANR
2. Estimer le goodwill