

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 |
| Instrument 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 :

| <u>CAPITAUX PROPRES</u> | <u>Montants</u> |
|-------------------------|-----------------|
| 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

EXERCICE 17

Le capital de la société VALO est composé de 500 000 actions. La société s'est endettée aux taux de 3%. Sa dette est de 2 000 000 €. Sa structure financière est de 70% de capitaux propres et 30 % de dettes financières.

Les flux nets de trésorerie (FNT) sont évalués à 2 000 000 € pour l'année à venir. Il est prévu une croissance des FNT à l'infini de 1%.

Le taux des OAT est de 2%, la prime de risque de 4%, le bêta de l'action de 1,2 et le taux d'IS de 25%.

Travail à faire :

- Calculer la valeur d'une action VALO selon la méthode du DCF.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

EXERCICE 18

La société TITOUN s'est endettée au taux de 2%. Sa dette s'élève à 4 000 000 €. La valeur de marché des capitaux propres est de 15 000 000 € au 1^{er} janvier N+1.

Les flux nets de trésorerie sont estimés à 1 800 000 € de N+1 à N+4. A l'issue de N+4, un taux de croissance de FNT est supposé constant à l'infini.

La structure financière est de 65% de capitaux propres et 35% de dettes financières.

Le taux des OAT est estimé par simplification à 1%. La prime de risque de marché est de 4%. Le coût du capital est de 6%.

Le taux d'IS est de 25%.

Travail à faire :

1. Calculer le bêta du titre
2. Calculer la valeur terminale
3. Calculer le taux de croissance des FNT

EXERCICE 19

Les informations suivantes relatives à la société VALOI vous sont communiquées (K€) :

| | N+1 | N+2 | N+3 | N+4 |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| CAF | 16 000 | 18 000 | 20 000 | 24 000 |
| Chiffre d'affaires | 30 000 | 36 000 | 40 000 | 40 000 |
| DAP | 800 | 1 000 | 1 200 | 1 200 |
| Immobilisations nettes | 16 000 | 18 000 | 20 000 | 24 000 |
| VNC des immobilisations cédées | 500 | 600 | 700 | 700 |

Informations complémentaires

- Le chiffre d'affaires en N était de 20 000 K€ ;
- Les immobilisations nettes étaient de 15 000 K€ en N ;
- Le BFRE est estimé à 9 jours de chiffre d'affaires ;
- Le flux estimé au-delà de l'année N+4 est estimé constant à l'infini pour 6 000 K€ ;
- La société a un endettement de 60 000 K€ ;
- Le coût du capital est de 10%.

Travail à faire :

1. Evaluer, sur la base de l'actualisation des FTD, la valeur de marché de la société VALOI.

11FIN140 - Evaluation d'entreprise

EXERCICE 20

Vous disposez des renseignements suivants sur la société MODUL, spécialisée dans l'aménagement de bureaux.

Extrait du bilan de la société MODUL en K€

| ACTIF | Montants | PASSIF | Montants |
|----------------------------|---------------|-------------------------|---------------|
| Immobilisations brutes | 45 000 | Capitaux propres | 15 000 |
| Amortissements | 27 000 | | |
| ACTIFS NON COURANTS | 18 000 | Dettes financières | 27 000 |
| Stocks | 11 900 | | |
| Créances clients | 20 000 | PASSIFS COURANTS | 8 500 |
| Disponibilités | 600 | | |
| ACTIFS COURANTS | 32 500 | | |
| TOTAL ACTIF | 50 500 | TOTAL PASSIF | 50 500 |

Extrait du compte de résultat de la société MODUL en K€

| CHARGES | Montants | PRODUITS | Montants |
|-------------------------------------|----------------|-----------------------|----------------|
| Charges d'exploitation décaissables | 103 000 | Chiffre d'affaires | 120 000 |
| Dotations aux amortissements | 5 000 | | |
| Coût de l'endettement | 500 | | |
| TOTAL CHARGES | 108 500 | TOTAL PRODUITS | 120 000 |
| BENEFICE | 11 500 | | |
| TOTAL GENERAL | 120 000 | TOTAL GENERAL | 120 000 |

Informations complémentaires

- Le taux de résultat opérationnel est de 10% du chiffre d'affaires HT ;
- Les prévisions sont déterminées sur un horizon de 5 ans à partir de N+1 en supposant un taux de croissance du chiffre d'affaires HT de 2% ; au-delà, les prévisions sont à l'identique à l'infini avec un taux de croissance de 1% ;
- Les investissements sont estimés à 5% du CA HT et les dotations aux amortissements sont estimées à 4% du CA HT. Le BFRE est estimé à 72 jours de CA HT. Le taux d'IS est de 25% ;
- Le taux des OAT est estimé par simplification à 1% et la prime de risque de marché à 4% ;
- Le bêta de la dette de la société MODUL est nul. Son levier d'endettement est de 1,8 ;
- La société n'étant pas cotée en bourse, elle utilise les données de deux sociétés du même secteur d'activité pour évaluer son coût du capital, dont les caractéristiques sont les suivantes :

| | Société A | Société B |
|------------------|-----------|-----------|
| Bêta du titre | 1,1 | 1,3 |
| Bêta de la dette | 0,1 | 0,2 |
| CP en K€ | 37 500 | 30 000 |
| DF en K€ | 24 000 | 32 000 |

Travail à faire :

1. Evaluer la société MODUL par la méthode des DCF