

Evaluation des entreprises

Joseph Marko'

joseph@ecogest.be

Charles Maldague

charlesmaldague@hotmail.com

Au programme

- Contexte de l'évaluation
- Normes de l'Institut?
- Notions fondamentales
- Méthodes d'évaluation usuelles
- Méthodes sectorielles
- Ajustements comptables?
- Chronologie

Contexte de l'évaluation

- Le contexte aura une grande influence sur l'exercice de la mission
 - Différentes raisons pour demander l'évaluation
 - Différentes parties intéressées
 - Différentes structures d'activité

Contexte de l'évaluation

- Raisons de l'évaluation :
 - Achat/vente
 - Conflit entre actionnaires
 - Fusions/scissions
 - Raisons fiscales
 - ...

Contexte de l'évaluation

- Parties intéressées:
 - Achat/vente → Acheteur, vendeur, banque
 - Conflit entre actionnaires → Actionnaires, tribunal
 - Fusions/scissions → Actionnaires, réviseur
 - Raisons fiscales → Fisc (droits de succession par exemple)
 - ...

Contexte de l'évaluation

- Structure d'activité:
 - Personne physique seule
 - Société simple
 - Holding
 - Démembrements de propriété
 - Etc...

Contexte de l'évaluation

- Variété importante de missions, de parties intéressées, de type d'activité, de structure d'activité
- Contexte de la mission à connaître, et le choix des méthodes d'évaluation en découle en partie

Norme de l'Institut?

- Pas de normalisation de la mission d'évaluation
- Liberté donc, mais ne dispense pas du respect des normes générales
 - Lettre de mission
 - Identification/blanchiment
 - Indépendance (même si le conseiller habituel peut effectuer la mission)
 - ...

Notions fondamentales

- **Pair comptable d'une action** : s'obtient en divisant le montant du capital souscrit par le nombre de titres
- **Valeur comptable d'une action** : s'obtient en divisant le total des fonds propres par le nombre d'actions.

Notions fondamentales

Capital souscrit	10 000,00
Réserve légale	1 000,00
Plus-value de réévaluation	800,00
Réserve immunisée	200,00
Résultats reportés	2 000,00
Subsides en capital	250,00
TOTAL FONDS PROPRES	14 250,00

Notions fondamentales

- Le pair comptable : s'obtient en divisant le montant du capital souscrit par le nombre de titres = $10\,000,00/100 = \mathbf{100,00}$
- La valeur comptable s'obtient en divisant le total des fonds propres par le nombre d'actions = $14\,250,00/100 = \mathbf{142,50}$
- Les deux valeurs sont sans rapport avec la valeur réelle de la société

Notions fondamentales

- **Cash-flow** : capacité d'une entreprise à générer des moyens financiers – capacité d'autofinancement
- **Cash-flow net** : bénéfice/perte après impôts + ou – « 63 » - « 72 »
- **Cash-flow libre** : cash flow – dettes à long terme échéant dans l'année (calcul simplifié bancaire)

Notions fondamentales

- **E.B.I.T.** : (earnings before interest and taxes) est le résultat avant charges financières et impôts ;
- **E.B.I.T.D.A.** : (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) représente le cash-flow d'exploitation ; souvent utilisé notamment en industrie.

Notions fondamentales

Compte de résultat

70 Chiffre d'affaires	500.000,00
72 Production imm.	5.000,00
60+61 Achats et SBD	-250.000,00
62 Personnel	-150.000,00
63 Amortissements	-50.000,00
63 Provision (repr.)	20.000,00
65 Résultat fin.	-5.000,00
66 Non récurrent	-10.000,00
67 Impôts	-20.000,00
Résultat net	40.000,00

Calcul des ratios

- Cash flow?
- Cash flow libre?
- EBIT?
- EBITDA?

Notions fondamentales

Compte de résultat

70 Chiffre d'affaires	500.000,00
72 Production imm.	5.000,00
60+61 Achats et SBD	-250.000,00
62 Personnel	-150.000,00
63 Amortissements	-50.000,00
63 Provision (repr.)	20.000,00
65 Résultat fin.	-5.000,00
66 Non récurrent	-10.000,00
67 Impôts	-20.000,00
Résultat net	40.000,00

Calcul des ratios

- Cash flow

Résultat net	40.000,00
Production imm.	-5.000,00
Amortissements	50.000,00
Provision (repr.)	-20.000,00
Cash flow net	65.000,00

Notions fondamentales

Compte de résultat

70 Chiffre d'affaires	500.000,00
72 Production imm.	5.000,00
60+61 Achats et SBD	-250.000,00
62 Personnel	-150.000,00
63 Amortissements	-50.000,00
63 Provision (repr.)	20.000,00
65 Résultat fin.	-5.000,00
66 Non récurrent	-10.000,00
67 Impôts	-20.000,00
Résultat net	40.000,00

Calcul des ratios

- Cash flow libre (simplifié)

Résultat net	40.000,00
Production imm.	-5.000,00
Amortissements	50.000,00
Provision (repr.)	-20.000,00
Cash flow net	65.000,00
Dettes échéant dans l'année	-35.000,00
Cash flow libre	30.000,00

Notions fondamentales

Compte de résultat

70 Chiffre d'affaires	500.000,00
72 Production imm.	5.000,00
60+61 Achats et SBD	-250.000,00
62 Personnel	-150.000,00
63 Amortissements	-50.000,00
63 Provision (repr.)	20.000,00
65 Résultat fin.	-5.000,00
66 Non récurrent	-10.000,00
67 Impôts	-20.000,00
Résultat net	40.000,00

Calcul des ratios

- EBIT

Résultat net	40.000,00
Résultat fin.	5.000,00
Non récurrent	10.000,00
Impôts	20.000,00
E.B.I.T.	75.000,00

Notions fondamentales

Compte de résultat

70 Chiffre d'affaires	500.000,00
72 Production imm.	5.000,00
60+61 Achats et SBD	-250.000,00
62 Personnel	-150.000,00
63 Amortissements	-50.000,00
63 Provision (repr.)	20.000,00
65 Résultat fin.	-5.000,00
66 Non récurrent	-10.000,00
67 Impôts	-20.000,00
Résultat net	40.000,00

Calcul des ratios

- EBITDA

Résultat net	40.000,00
Amortissements	50.000,00
Provision (repr.)	-20.000,00
Résultat fin.	5.000,00
Non récurrent	10.000,00
Impôts	20.000,00
EBITDA	105.000,00

Notions fondamentales

- **Cash-flow réel** : prend en compte toutes les utilisations/ressources de trésorerie de l'entreprise, pas seulement le résultat.

cash-flow net

+ « 66 »

- « 76 »

+ ou - variation du B.F.R.

- dépenses d'investissement

+ recettes de désinvestissement

Notions fondamentales

- **Cash-flow réel** : présenté dans les rapports financiers à l'américaine

Volkswagen 2017 :

Cash and cash equivalents at beginning of period	18.833
Cash flows from operating activities	-1.185
Cash flows from investing activities	-16.508
Cash flows from financing activities	17.625
Net change in cash and cash equivalents	-796
Cash and cash equivalents at end of period	18.038

Notions fondamentales

Earnings before tax	13.913
Income taxes paid	-3.664
Depreciation and amortization of, and impairment losses on, intangible assets, property, plant and equipment, and investment property ¹	10.562
Amortization of and impairment losses on capitalized development costs ¹	3.734
Impairment losses on equity investments ¹	136
Depreciation of and impairment losses on lease assets ¹	7.734
Gain/loss on disposal of noncurrent assets and equity investments	-25
Share of the result of equity-accounted investments	274
Other noncash expense/income	-480
Change in inventories	-4.198
Change in receivables (excluding financial services)	-1.660
Change in liabilities (excluding financial liabilities)	5.302
Change in provisions	-9.443
Change in lease assets	-11.478
Change in financial services receivables	-11.891
Cash flows from operating activities	-1.185

Notions fondamentales

- **Actif net** : Actifs de l'entreprise, diminués des dettes et des provisions
- **Actif net réévalué** : Actifs de l'entreprise, diminués des dettes et des provisions, majorés des plus-values latentes, diminués des moins-values latentes

Notions fondamentales

Bilan

Actif		Passif	
Frais d'établ.	20.000,00	Capital	30.000,00
Immeuble	25.000,00	Réserves	50.000,00
Créance LT	10.000,00	Subsides	15.000,00
Stocks	30.000,00	Straight loan	25.000,00
Clients	60.000,00	Fournisseurs	50.000,00
Trésorerie	25.000,00		
Actif	170.000,00	Passif	170.000,00

Calcul des ratios

- Actif net :

Actif	170.000,00
Straight loan	-25.000,00
Fournisseurs	-50.000,00
Actif net	95.000,00

- Actif net réévalué : dépendra de la valeur des actifs...

Notions fondamentales

- **Actualisation**: Ajustement de la valeur de l'argent pour tenir compte du paiement anticipé (l'argent versé ne peut plus être placé, tandis que le bénéfice n'arrive que plus tard)
- Certaines méthodes utilisent des techniques d'actualisation des cash flows futurs

Notions fondamentales

- **Actualisation**: Formule?

Il faut commencer par déterminer un taux de placement, une prime de risque, et le taux d'inflation...

Le taux de placement est le taux de placement sans risque (se trouve sur Internet) pour un placement de même durée

Le taux d'inflation est prévu par le bureau du plan tous les ans

Notions fondamentales

- **Actualisation**: Formule?

La prime de risque rémunère le fait que l'argent est placé en activité. Elle dépend du risque de l'entreprise (100% à beaucoup plus, en fonction)

Le taux d'actualisation est donc le taux de placement, X la prime de risque, diminué de l'inflation.

Exemple : pour 5 ans, taux sans risque de 1,80%, prime de risque de 100% et inflation prévue de 2,10 %, taux d'actualisation de 1,5%

Notions fondamentales

- **Actualisation**: Formule?

Formule complète :

I_1 =taux intérêt sans risque

0,0180

I_2 = prime de risque

0,0180

I_3 =Taux de croissance

0,0210

$i=i_1+i_2-i_3$

0,0150

n

5

$A=(1+i)$

1,0150

$B=(1+i)\exp(-N)$

0,928260325

$C=1-B$

0,071739675

$D=C/i$

4,782644973

Le multiplicateur à appliquer sur l'élément à actualiser pour une durée de 5 ans d'actualisation est de 4,782644973

Notions fondamentales

- **Actualisation**: Formule?

Formule complète :

I_1 =taux intérêt sans risque	0,0180
I_2 = prime de risque	0,0180
I_3 =Taux de croissance	0,1000
$i=i_1+i_2-i_3$	-0,0640
n (durée d'actualisation)	5
$A=(1+i)$	0,936
$B=(1+i)\exp(-N)$	1,391940773
$C=1-B$	-0,391940773
$D=C/i$	6,12407457

Le multiplicateur à appliquer sur l'élément à actualiser pour une durée de 5 ans d'actualisation est de 6,12407457

Notions fondamentales

- **Actualisation**: Formule?

Formule complète appliquée à un cash flow de 65.000 EUR (donne la valeur des cash flows actualisés sur 5 ans):

$$65.000 \text{ EUR} \times 4,782644973 = 310.871,92 \text{ EUR}$$

A noter : plus le taux d'intérêt retenu est élevé, moins la valeur est élevée ! Influence de l'inflation...

Notions fondamentales

- **Valorisation de rendement** : basée sur le cash que génère l'activité, à l'exclusion du reste
- **Valorisation patrimoniale** : valeurs basées sur la valeur des actifs de l'entreprise
- **Valorisation mixte** : basée sur le rendement et les actifs de l'entreprise
- **Valeur de liquidation** : valeur basée sur un arrêt complet de l'activité

Notions fondamentales

- La notion de « valeur » est sans rapport avec le prix payé
- La notion de « valeur » comprend beaucoup de significations :
 - Valeur d'acquisition: valeur d'achat d'un bien, sans rapport avec sa valeur de marché
 - Valeur comptable : valeur d'achat moins les amortissements... ne s'utilise que lors d'opérations en neutralité comptable (fusions, scissions, apports de branche, etc...)

Notions fondamentales

- Valeur de liquidation : valeur de réalisation de l'ensemble des actifs et des passifs d'une activité dans des conditions normales d'arrêt des activités
- Valeur à la casse : valeur d'un bien inutilisable (la valeur peut être négative, même)
- Valeur de remplacement : prix à payer pour obtenir les mêmes biens dans le même état
- Valeur à neuf : prix à payer pour obtenir un bien identique neuf
- Valeur sentimentale, valeur économique, etc...

Notions fondamentales

- La notion de « valeur » est donc multiple. Le prix payé sera, lui, proche de la valeur de marché, ou valeur vénale.
- NB : dans certains cas spéciaux, le prix de marché d'une entreprise sera sans rapport avec les fondamentaux classiques qui servent de base à une évaluation!

Méthodes usuelles d'évaluation

Choix des méthodes

- Le choix des méthodes retenues va fortement influencer la valeur donnée à l'entreprise par le professionnel
- Méthodes :
 - Patrimoniales
 - Rendement
 - Mixtes
 - Sectorielles

Méthodes usuelles d'évaluation

Choix des méthodes

- Les valorisations sont généralement réalisées sur base de plusieurs méthodes, et les méthodes donnant des résultats aberrants sont écartées
- Certaines méthodes ne donnent pas de résultats valables (par exemple, société immobilière valorisée en rendement, ou société d'exploitation valorisée en patrimoine)

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes usuelles présentées

- Méthodes de rendement
 - Cash-flows actualisés
 - Multiple d'EBITDA
 - Dividende
- Méthodes patrimoniales
 - Actif net corrigé
- Méthodes mixtes
 - Méthode « classique »
 - Méthode anglo-saxonne
 - EBITDA Cash-free debt-free

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes de rendement – Cash-flows actualisés

Cash flow? Résultat + charges non décaissées – produits non encaissés. Le non récurrent peut être éventuellement écarté.

Ici, 65.000 EUR de cash flow.

Les cash-flows sont rachetés sur une durée, généralement 5 ans. Cf calcul d'actualisation ci-avant pour le multiple à appliquer.

65.000 EUR multipliés par 4,7826 = 310.871 EUR de valeur de l'entreprise.

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes de rendement – Multiple d'EBITDA

L'EBITDA doit être déterminé tout d'abord. Il s'agit du résultat d'exploitation avant intérêts, taxes, amortissements et réductions de valeur.

Dans notre hypothèse de départ, l'EBITDA de la société est de 105.000 EUR.

A ce chiffre est appliqué un multiple, choisi en fonction du secteur d'activité et de la stabilité de l'entreprise. Le multiple généralement retenu varie entre 4 et 6.

Un multiple de 5 donne une valeur de la société de 525.000 EUR

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes de rendement – capitalisation du dividende

Cette méthode est destinée à donner au vendeur de la société le patrimoine nécessaire à assurer le rendement que la société lui donnait.

Méthode de valorisation utilisée exclusivement pour des sociétés distribuant régulièrement leur résultat. Une société dont les dividendes sont rares ou aléatoires ne peut pas être valorisée par cette méthode.

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes de rendement – capitalisation du dividende

Exemple d'application : une société active dans la production distribue, tous les ans, depuis 40 ans, un dividende de 5.000.000 EUR à ses actionnaires.

Un actionnaire majoritaire veut racheter un minoritaire, non actif. La valorisation de l'entreprise suivant des méthodes classiques aboutit à plusieurs millions.

La réelle valeur de la participation pour l'actionnaire minoritaire, toutefois, est de recevoir tous les ans 25% de 5.000.000 EUR de dividende.

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes de rendement – capitalisation du dividende

La question qui se pose : combien faudrait-il placer, sans risque ou avec un risque modéré (le dividende est versé depuis 40 ans) pour obtenir la même rente?

La réponse dépend exclusivement du taux d'intérêts auquel l'argent peut être placé. En supposant un rendement de 4% sur l'argent, la formule est de diviser le dividende distribué (5.000.000 EUR par an ici) par le taux de placement

$$5.000.000 \text{ EUR} / 4\% = 125.000.000 \text{ EUR.}$$

Dans le cas précis de cette société, c'est la valeur qu'elle pouvait avoir pour ses actionnaires non actifs.

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes de rendement – utilisation et limites

Les méthodes de rendement valorisent le résultat des entreprises. Ce sont des méthodes de valorisation qui permettent de tenir compte de la rentabilité future que l'acheteur espère.

Les limites sont toutefois importantes :

- Dans un certain nombre de cas, le rendement de l'entreprise est affecté directement par des décisions de gestion
- Les méthodes de rendement ne valorisent absolument pas l'outil de production ni le patrimoine de l'entreprise

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes patrimoniales – actif net corrigé

La méthode de l'actif net corrigé consiste à prendre, comme valeur de l'entreprise, la valeur de marché de ses actifs, diminuée de la valeur de ses dettes.

La détermination de cette valeur nécessite de :

- Valoriser les actifs d'exploitation de l'entreprise (qui seront conservés)
- Valoriser les actifs qui seront cédés par l'entreprise suite au rachat (actifs hors exploitation)

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes patrimoniales – actif net corrigé

C'est une méthode utilisée principalement pour des sociétés dont la rentabilité n'est pas une mesure « naturelle » de la valeur, comme les sociétés immobilières.

C'est une méthode également utilisée lorsque l'activité exercée par la société est valorisée suivant d'autres règles que les règles classiques.

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes patrimoniales – actif net corrigé

Bilan			
Actif		Passif	
Frais d'établ.	20.000,00	Capital	30.000,00
Immeuble	25.000,00	Réserves	50.000,00
Créance LT	10.000,00	Subsides	15.000,00
Stocks	30.000,00	Straight loan	25.000,00
Clients	60.000,00	Fournisseurs	50.000,00
Trésorerie	25.000,00		
Actif	170.000,00	Passif	170.000,00

- Hypothèses :
 - Les frais d'établissement valent 0 EUR
 - L'immeuble vaut 120.000 EUR
 - La créance LT est irrécouvrable
 - Le stock sera vendu en une fois, et à valeur de liquidation

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes patrimoniales – actif net corrigé

Les frais d'établissement

Font l'objet d'un amortissement exceptionnel de 20.000 EUR

L'immeuble

Il vaut 25.000 EUR en valeur comptable, mais 120.000 EUR en valeur de marché. Il y a une plus-value latente de 95.000 EUR.

La créance LT

Vaut en valeur historique 10.000 EUR, mais est irrécouvrable. Il y a une moins-value latente de 10.000 EUR.

Le stock

Vaut en valeur de marché en une fois 5.000 EUR. Il y a une moins value latente de 20.000 EUR

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes patrimoniales – actif net corrigé

L'actif net de l'entreprise

Total de l'actif : 170.000 EUR.

Total des dettes et des provisions : 75.000 EUR

→ Actif net : 170.000 EUR – 75.000 EUR, 95.000 EUR.

Les plus et moins values doivent y être ajoutées. Ici,
-20.000 EUR +95.000 EUR -10.000 EUR -20.000 EUR,
soit un net de +45.000 EUR.

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes patrimoniales – actif net corrigé

L'actif net de l'entreprise

L'impact fiscal de ces redressements peut être pris en compte (en pratique, il n'est généralement pas totalement à charge du vendeur). La situation fiscale de la société est évidemment à prendre en compte.

45.000 EUR – 11.250 EUR (impôt à 25%) pour obtenir la plus-value latente nette.

Actif net corrigé : 95.000 EUR + 45.000 EUR - 11.250 EUR, soit 128.750 EUR pour la valeur de l'entreprise suivant cette méthode

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes patrimoniales – utilisation et limites

Les méthodes patrimoniales ont pour avantage de prendre en compte la valeur des actifs de l'entreprise.

Les limites sont toutefois une absence totale de prise en compte de la rentabilité de l'activité, et dès lors l'oubli d'un des actifs importants, la capacité à générer des revenus.

Toutefois, la méthode de l'actif net corrigé est la méthode à utiliser pour certaines sociétés dont les actifs sont le principal intérêt.

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes mixtes

Ce sont les méthodes les plus utilisées, qui prennent en compte tant le rendement que, d'une certaine manière, le patrimoine de l'activité.

Il peut s'agir soit de tenir compte de la quantité d'actifs à maintenir dans l'entreprise pour obtenir le rendement attendu, soit de valoriser le patrimoine net de l'entreprise (soit les deux).

Les notions utilisées sont les mêmes que pour les précédentes méthodes, mais cumulées.

Méthodes usuelles d'évaluation

Hypothèses de départ

Bilan				Compte de résultat	
Actif		Passif			
Frais d'établ.	20.000,00	Capital	30.000,00	70 Chiffre d'affaires	500.000,00
Immeuble	25.000,00	Réserves	50.000,00	72 Production imm.	5.000,00
Créance LT	10.000,00	Subsides	15.000,00	60+61 Achats et SBD	-250.000,00
Stocks	30.000,00	Straight loan	25.000,00	62 Personnel	-150.000,00
Clients	60.000,00	Fournisseurs	50.000,00	63 Amortissements	-50.000,00
Trésorerie	25.000,00			63 Provision (repr.)	20.000,00
Actif	170.000,00	Passif	170.000,00	65 Résultat fin.	-5.000,00
				66 Non récurrent	-10.000,00
				67 Impôts	-20.000,00
				Résultat net	40.000,00

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes mixtes – méthode dite classique

Combinaison entre l'actualisation des cash-flows futurs et la méthode de l'actif net corrigé.

Addition des valorisations obtenues avec un calcul de cash-flows actualisés et un actif net corrigé, pour obtenir une valeur tenant compte à la fois de la rentabilité et du patrimoine.

Formule : ANC (128.750 EUR) + Cash-flows actualisés (310.871 EUR) = valeur de l'entreprise : 439.621 EUR

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes mixtes – méthode anglo-saxonne

Méthode destinée à capitaliser les cash-flows futurs, à un taux supposé être le taux de rendement attendu par un investisseur.

Le cash-flow (65.000 EUR) est supposé représenter le rendement de l'investissement (c'est une méthode parallèle à celle de la capitalisation du dividende).

L'actif net corrigé (cf plus haut) représente la somme à placer obligatoirement dans l'entreprise, son rendement sans risque doit donc être déduit de la somme à capitaliser

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes mixtes – méthode anglo-saxonne

Formule :

Cash-flow	65.000,00 €
Taux de placement sans risque	0,0180
Coût des capitaux propres	0,1200
Actif net corrigé :	126.689,00 €
$A = i \cdot ANC$	2.280,40 €
Goodwill =	522.663,32 €
VALEUR DE L'ENTREPRISE	649.352,32 €

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes mixtes – méthode anglo-saxonne

Cette méthode rémunère donc l'actif net (la valeur de marché des actifs de l'entreprise) puisqu'elle l'ajoute à la valeur retenue.

Elle rémunère aussi le rendement, puisque c'est le montant du cash-flow qui sert de base au calcul du goodwill.

Elle tient enfin compte de l'immobilisation de capital nécessaire pour assurer le fonctionnement de l'entreprise, puisqu'elle déduit du rendement de l'entreprise le rendement obtenu sans risque sur l'actif net corrigé.

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes mixtes – EBITDA C-free D-free

La méthode la plus utilisée pour l'instant dans les acquisitions de sociétés opérationnelles. Cette méthode part d'un multiple de l'EBITDA (105.000 EUR dans notre exemple), et y ajoute la trésorerie de l'entreprise, mais en retranche les dettes.

La méthode tient donc compte du patrimoine de l'entreprise cédée, mais pas en totalité. Les entreprises qui ont par exemple tendance à investir dans des bâtiments, ou du stock, en quantité, ne sont pas rémunérées pour cela.

Le but de la méthode est de donner au vendeur une valeur de rendement, et l'ensemble de la trésorerie qui dépasse le besoin normal de l'exploitation.

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes mixtes – EBITDA C-free D-free

En reprenant le calcul réalisé ci-dessus, et le même multiple de 5, la valeur de base est de 525.000 EUR.

Ensuite, on va additionner la trésorerie, et soustraire les dettes. Le but est de rendre au vendeur l'ensemble de la trésorerie excédentaire.

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes mixtes – EBITDA C-free D-free

Bilan			
Actif		Passif	
Frais d'établ.	20.000,00	Capital	30.000,00
Immeuble	25.000,00	Réserves	50.000,00
Créance LT	10.000,00	Subsides	15.000,00
Stocks	30.000,00	Straight loan	25.000,00
Clients	60.000,00	Fournisseurs	50.000,00
Trésorerie	25.000,00		
Actif	170.000,00	Passif	170.000,00

A la valeur de départ de 525.000 EUR, on ajoute la trésorerie de la société, soit 25.000 EUR

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes mixtes – EBITDA C-free D-free

Bilan			
Actif		Passif	
Frais d'établ.	20.000,00	Capital	30.000,00
Immeuble	25.000,00	Réserves	50.000,00
Créance LT	10.000,00	Subsides	15.000,00
Stocks	30.000,00	Straight loan	25.000,00
Clients	60.000,00	Fournisseurs	50.000,00
Trésorerie	25.000,00		
Actif	170.000,00	Passif	170.000,00

On retire ensuite les dettes (toutes), soit ici 75.000 EUR.

L'ajustement total est de +25.000 EUR – 75.000 EUR

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes mixtes – EBITDA C-free D-free

Cette méthode aboutit donc dans le cas présent à un ajustement négatif de 50.000 EUR sur le prix de départ, la valeur finale de l'entreprise sera de 475.000 EUR.

Les éléments pris en compte dans les ajustements de trésorerie sont variable, mais il est important de vérifier lesquels sont pris!

Il faut noter que certaines décisions de gestion peuvent aboutir à un résultat tout à fait différent. Par exemple, la société pourrait avoir nettement réduit ses stocks et ses encours clients avant de se mettre sur le marché (et disposer donc de plus de trésorerie)

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes mixtes – EBITDA C-free D-free

Bilan			
Actif		Passif	
Frais d'établ.	20.000,00	Capital	30.000,00
Immeuble	25.000,00	Réserves	50.000,00
Créance LT	10.000,00	Subsides	15.000,00
Stocks	5.000,00	Straight loan	25.000,00
Clients	20.000,00	Fournisseurs	50.000,00
Trésorerie	85.000,00		
Actif	170.000,00	Passif	170.000,00

Les stocks sont diminués de 20.000 EUR et les créances clients de 40.000 EUR. La société dispose de 60.000 EUR de trésorerie en plus. L'ajustement total est de +85.000 EUR – 75.000 EUR, soit 10.000 EUR en positif.

Méthodes usuelles d'évaluation

Méthodes mixtes – EBITDA C-free D-free

Cette méthode est la plus utilisée actuellement, mais présente deux points fondamentaux à surveiller :

- Elle ne rémunère absolument pas les actifs d'exploitation et les stocks. Une entreprise qui dispose d'un outil récent et performant est donc pénalisée, ainsi qu'une entreprise qui dispose d'un stock important
- Le résultat final dépend également de décisions de gestion qui peuvent être historiques (une entreprise qui ne presse pas ses clients est pénalisée également)

Méthodes usuelles d'évaluation

Synthèse

Les valeurs obtenues en utilisant ces quelques méthodes usuelles sont les suivantes :

Cash-flows futurs actualisés	310.871
Multiple d'EBITDA	525.000
Capitalisation du dividende	0
Actif net corrigé	128.750
Méthode classique	439.621
Méthode anglo-saxonne	649.352
EBITDA Cash-free debt-free	475.000

Méthodes usuelles d'évaluation

Synthèse

La fourchette de valeur obtenue en utilisant les méthodes usuelles d'évaluation peut être très large.

Le choix de la méthode utilisée et son adéquation à l'activité qu'il faut valoriser permettent de réduire la fourchette de valeur. Dans le cas de l'exemple donné, les méthodes mixtes seraient clairement le premier choix.

La fourchette de valeur serait réduite :

Méthode classique	439.621
Méthode anglo-saxonne	649.352
EBITDA Cash-free debt-free	475.000

Méthodes usuelles d'évaluation

Différence entre valeur et prix

Le prix payé par un acheteur n'est pas forcément en lien avec la valeur de l'entreprise suivant des paramètres classiques.

Certains paramètres qui n'ont rien de financier peuvent intervenir, et la déconnexion entre les deux peut être colossale

Trois exemples réels :

Méthodes usuelles d'évaluation

Différence entre valeur et prix

Société A, active dans la distribution de produits de la vie courante.

Résultat des deux premières années d'activité : -200.000 EUR par an en moyenne (sans amélioration notable).

Cash flow ? -120.000 EUR

EBITDA? -105.000 EUR

Cash? Négatif.

Actif net ? Négatif.

Méthodes usuelles d'évaluation

Différence entre valeur et prix

Toutes les méthodes usuelles de valorisation aboutissaient à une valeur négative (et même fortement négative).

La société a pourtant été vendue à un groupe qui désirait occuper le marché qu'elle exploitait... pour 1.600.000 EUR.

Le prix était bien entendu sans rapport avec la valeur de l'entreprise.

Méthodes usuelles d'évaluation

Différence entre valeur et prix

Société B, active dans le développement informatique.

Actif net corrigé? 600.000 EUR

Latences fiscales? 450.000 EUR

Cash-flow ? 100.000 EUR

EBITDA ? 110.000 EUR

Trésorerie largement positive, pas d'endettement.

Les méthodes usuelles appliquées ci-dessus aboutissent à une fourchette entre 1.200.000 EUR et 1.500.000 EUR.

Méthodes usuelles d'évaluation

Différence entre valeur et prix

La société a été vendue pour 600.000 EUR... La trésorerie sur son compte suffisait à la payer, l'immeuble de la société valait ça également.

Le dirigeant historique était proche de la pension, et désirait se débarrasser de la société en maintenant l'emploi.

Il était aussi sans doute peu conscient de la valeur de son entreprise.

Méthodes usuelles d'évaluation

Différence entre valeur et prix

Société C, cotée en bourse à New York.

Actif net ? 4 milliards et demi USD

Valeur comptable d'une action? 25 \$

Cash flow? Négatif de 450 millions USD (et a toujours été négatif au cours des 12 dernières années)

Méthodes usuelles d'évaluation : n'aboutissent pas à grand-chose...

Méthodes usuelles d'évaluation

Différence entre valeur et prix

La société a pourtant un cours de l'action autour des 300\$, et une capitalisation boursière supérieur à 55 milliards USD... à l'époque (2018) !

Les investisseurs parient donc sur des rendements futurs très importants, et le prix est déconnecté des fondamentaux.

Méthodes sectorielles

Certains secteurs d'activité ont des méthodes qui leur sont propres pour évaluer le prix de leur clientèle.

La cession d'une entreprise d'un secteur inconnu doit toujours être une invitation à se renseigner sur les techniques qui lui sont propres. Elles existent rarement, mais elles sont systématiquement appliquées si c'est le cas.

En général, le but est de tenir compte du fait que la gestion de l'entreprise est le principal facteur qui affecte la rentabilité d'un secteur donné, que l'acheteur maîtrise par ailleurs.

Méthodes sectorielles

Assurances

Les courtiers en assurance utilisent, pour valoriser leur activité, un multiple des commissions reçues.

Le multiple le plus couramment rencontré est de 3, même s'il peut varier (y compris à la hausse) en fonction de la qualité du portefeuille cédé.

Méthodes sectorielles

Assurances

Le chiffre d'affaires de 500.000 EUR de la société exemple multiplié par le coefficient « habituel » du secteur (3) nous donne une valeur de portefeuille de 1.500.000 EUR. Cette valeur est ensuite utilisée dans le calcul d'un actif net corrigé, en tenant compte des autres éléments à corriger.

L'impôt est bien entendu pris en compte, même s'il n'est pas toujours supporté en totalité par le vendeur.

Méthodes sectorielles

Assurances – actif net corrigé

Bilan			
Actif		Passif	
Frais d'établ.	20.000,00	Capital	30.000,00
Immeuble	25.000,00	Réserves	50.000,00
Créance LT	10.000,00	Subsides	15.000,00
Stocks	30.000,00	Straight loan	25.000,00
Clients	60.000,00	Fournisseurs	50.000,00
Trésorerie	25.000,00		
Actif	170.000,00	Passif	170.000,00

- Hypothèses :
 - Les frais d'établissement valent 0 EUR
 - L'immeuble vaut 120.000 EUR
 - La créance LT est irrécouvrable
 - Le stock sera vendu en une fois, et à valeur de liquidation
 - Le portefeuille vaut 1.500.000 EUR

Méthodes sectorielles

Assurances

Les corrections seront donc de $-20.000 \text{ EUR} + 95.000 \text{ EUR} - 10.000 \text{ EUR} - 20.000 \text{ EUR} + 1.500.000 \text{ EUR}$.

Les corrections nettes sont de $1.545.000 \text{ EUR}$, à diminuer de l'impôt latent de 386.250 EUR .

L'actif net corrigé donne donc une valeur de $95.000 \text{ EUR} + 1.545.000 \text{ EUR} - 386.250 \text{ EUR}$, soit une valeur de l'entreprise de courtage en assurance de $1.253.750 \text{ EUR}$.

Méthodes sectorielles

Crédits

Les agences bancaires et les agences de crédit utilisent le même système que les courtiers en assurance. Le coefficient retenu est situé entre 0,8 et 1.

Les agents d'assurances utilisent également ce même coefficient.

Méthodes sectorielles

Maisons de repos

Les maisons de repos sont valorisés à un prix au lit. Le prix varie suivant les périodes, mais se situe aujourd'hui environ à 25.000 EUR (hors bâtiment).

Ici également, c'est un actif net corrigé qui est utilisé pour déterminer la valeur de l'entreprise.

Méthodes sectorielles

Professions libérales

Généralement pour les professions libérales, c'est un multiple de chiffre d'affaires qui est utilisé.

Le multiple (entre 75 et 125% du chiffre d'affaires) est considéré comme un incorporel pour le calcul d'un actif net corrigé.

Méthodes sectorielles

Autres

La revue belge de la comptabilité (novembre 2018) reprend une liste d'activités avec les coefficients qui peuvent être retenus.

La liste en question n'est pas forcément un absolu!
Le client est généralement au courant de ce qui se pratique dans son secteur...

Ajustements comptables

Les méthodes de valorisation (sauf certaines méthodes sectorielles) se basent sur les chiffres comptables des entreprises.

Il est donc nécessaire de procéder à leur examen approfondi, ou du moins d'avertir la personne qui vous demande la valorisation des risques pris si elle ne le fait pas...

Outre les ajustements liés à une comptabilité incorrecte (ajustements classiques), il peut être nécessaire de procéder à des ajustements spécifiquement destinés à favoriser une valorisation correcte de l'entreprise

Ajustements comptables

- Actifs incorporels : sont des non-valeurs sauf pour ceux acquis à titre onéreux (autre que le goodwill)
certains actifs incorporels doivent être évalués (droit au bail, les brevets, licences)
- Evaluation à la valeur de marché ; si pas de marché, alors sur base des revenus futurs actualisés.

Ajustements comptables

- Actifs corporels :
 - Terrains : estimation par expert immobilier
 - Bâtiments d'exploitation : estimation en valeur d'usage (appel à un expert souhaitable)
 - Matériel : comparaison avec du matériel identique sur le marché de l'occasion ou correction de la valeur à neuf en fonction de l'amortissement économique et pas comptable
 - Les biens en leasing : idem

Ajustements comptables

- Immobilisations financières :
 - Prêts à plus d'un an : valeur nominale corrigée pour l'actualisation
 - Prêts aux filiales : considérés comme des participations
 - Participations : correction en fonction de leur valeur économique ou financière (pour les filiales en difficulté, la valeur pourrait être négative en fonction des engagements de l'entreprise)

Ajustements comptables

- Stocks

- Inventaire physique complet
- Revue d'une analyse des rotations pour éliminer les invendus
- Revue des règles d'évaluation (vérification du caractère adéquat au regard de l'A.R. du 30/01/2001)
- Attention aussi à la politique de gestion des stocks de l'entreprise (cf méthode du multiple de l'EBITDA Cash-free debt-free qui ne prend pas en compte cette valeur)

Ajustements comptables

- Clients

- Balance âgée indispensable (clients à risque et ancienneté)
- Revue du ratio de rotation
- Correction de valeurs si nécessaire

Ajustements comptables

- Provisions

- A caractère de réserves : incorporées aux fonds propres
- Autres provisions : estimées et corrigées à la hausse ou à la baisse en fonction des risques réels ou des charges à venir

Ajustements comptables

- Autres éléments du passif
 - Analyse afin d'en vérifier le caractère complet
 - Impôts latents : repris au passif

Ajustements comptables

- Chiffre d'affaires

- Analyse des contrats de vente pour vérifier la pérennité de l'activité et les clauses particulières
- Ristournes de fin d'année?
- Cut off

Ajustements comptables

- Charges

- Risque de sous-évaluation l'année de la vente
- Cut off
- Exhaustivité, caractère complet

Ajustements comptables

- Ratios importants

- Cash-flow : à ajuster le mieux possible
- EBITDA
- Fond de roulement : différence entre les actifs à long terme et les passifs à long terme. Important pour la détermination de la formule EBITDA cash-free debt-free, important également pour le financement de l'acquisition
- Rotation du personnel

Ajustements comptables

- Ajustements spécifiques à une valorisation
 - Transactions avec les parties liées : à revoir, et vérifier leur valorisation (d'une part risque fiscal, d'autre part ces relations doivent continuer après la transmission de l'entreprise)
 - Rémunérations des dirigeants : trop importantes ou trop basses, doivent être ajustées pour refléter le vrai potentiel de rentabilité de l'entreprise
 - Contrats favorables ou défavorables, engagements avec des clients ou des fournisseurs, etc...
 - Economies réalisées par l'acheteur, ou dépenses à effectuer par l'acheteur (personnel sous-payé, ou payé sous la table, etc..)

Coronavirus

- Impact des mesures de confinement?
 - Baisse de chiffre? Faut il tenir compte de l'année 2020?
 - Rentabilité? Meilleure ou moins bonne?
 - Impact sur certains secteurs ?
- Financement des projets?
 - Immobilier, etc...

Chronologie

En général, l'opération se déroule en plusieurs phases.

- Phase 1 : l'entreprise intéresse un acheteur. L'acheteur fait connaître son intérêt et propose une méthode de valorisation
- Phase 2 : l'acheteur procède à une due-diligence, et examine de près l'ensemble des aspects de la vie de l'entreprise.
- Phase 3 : le prix définitif est fixé au moyen des chiffres validés par la due-diligence.

Chronologie

Le professionnel qui conseille le vendeur :

- Intervient avant même la phase 1 pour s'assurer que son client connaît la valeur de son entreprise
- Vérifie et négocie la méthode retenue dans la lettre d'intention qui clôture la phase 1
- A fini son travail (sauf vérification des chiffres définitifs utilisés)

Il faut donc connaître la valeur de l'entreprise et l'impact des méthodes retenues avant même la négociation menant à une acquisition.

Chronologie

Le professionnel qui conseille l'acheteur:

- Intervient pendant la phase 1 pour sélectionner une méthode de valorisation adaptée au secteur et à la cible
- Valide au moyen d'un audit complet les chiffres utilisés pour définir le prix finalement retenu
- Calcule la valorisation définitive à proposer sur base des chiffres audités

Conclusions

- Aucune méthode mathématique ne peut déterminer la valeur d'une entreprise ; tout au plus l'application de ces méthodes détermineront l'espérance d'un prix acheteur ou une approche de l'espérance de la valeur économique.
- Tant du point de vue du vendeur que du point de vue de l'acheteur, il est fondamental de connaître la valeur de l'entreprise de manière réaliste.
 - Si le vendeur est situé trop bas, il bradera son entreprise, trop haut, il ne la vendra pas
 - Si l'acheteur est trop bas, la négociation s'arrêtera immédiatement, trop haut la rentabilité ne suit pas

Conclusions

- Le choix correct de la méthode de valorisation est fondamental dans l'exécution d'une telle mission, c'est lui qui déterminera la valeur
- Les risques pris en cas de valorisation sont généralement mineurs. Le principal risque se situera lors de la validation des chiffres pour le compte de l'acheteur...