

## Guide sur les méthodes d'évaluation d'entreprise

dimanche 19 décembre 2004, par Pantaleo Elicio  
url: [http://seminaire.samizdat.net/article.php3?id\\_article=48](http://seminaire.samizdat.net/article.php3?id_article=48)

Quelles sont les méthodes d'évaluation d'une entreprise et quelles sont les règles comptables des bilans ? Sur les marchés financiers, on peut observer un écart croissant entre les valeurs de marché et les valeurs comptables (ou patrimoniales). Les analystes estiment que la valeur immatérielle d'une entreprise peut représenter jusqu'à 70 à 80 % de la valeur totale. Quel est le sens " comptable " et " économique " de cette affirmation ? Il y a-t-il encore un sens d'évaluer la valeur d'une entreprise par rapport à la règle comptable actuelle ? Pourquoi le marché financier considère une entreprise " potentiellement " rentable à partir d'un patrimoine d'actifs " intangibles " malgré son mauvais résultat ?

Pour comprendre toutes ces problématiques je vous propose de commencer par l'étude de l'évaluation des entreprises à travers ce "guide simplifié". Guide que j'ai construit pour nous permettre de comprendre la structure de l'évaluation de l'entreprise faite par les professionnels du chiffre.

Attention malgré la structure plutôt technique de ce guide notre travail ne sera pas une contre expertise de cette technique comptable ou financière. Notre objectif sera de comprendre les limites, les contradictions de cette approche pour démontrer que cette structure comptable et financière est incapable de représenter la nouvelle productivité et richesse de notre société. Une richesse de plus en plus « sociale ».

### GUIDE

**Approche stocks** : évaluant chacun des actifs de son patrimoine

**Par flux** : valeur des titres, c'est -à- dire, en considérant que la valeur des titres dépend des flux de profits attendus au cours des années à venir.

Bilan ex. :

Actif immobilisé 1200

Actif circulant 800

Capitaux propres 1500

Dettes 500

Coût de la dette 10%, rentabilité exigée par les investisseurs et par conséquent, le coût des fonds propres est égale à 10%.

Le compte de résultat du 1er exercice est résumé :

Vente 1385

Achat -400

Charge du personnel -500

Dotations amortissement -210

Charges financières (500x10%) -50

Impôt -75

Résultat net : 150

Évaluation : par son patrimoine

Actif 2000

Dettes -500

Valeur 1500

**Par Flux :**

Actualisation au coût du capital, soit :

$$(10\% \times 1500) + (10\% \times 500) / (1500 + 500) = 10\%$$

Taux d'actualisation 10% > suit perpétuelle de bénéfice égaux à 150

**Valeur** = bénéfice/taux d'actualisation  $150/10\% = 1500$

**La rentabilité** (résultat net/capitaux propres)  $150/1500 = 10\%$

La valeur par flux de profit est supérieure à la valeur patrimoniale quand la rentabilité de l'entreprise est supérieure à la rentabilité exigée par les investisseurs :

Vente 1650

Achat -600

Charge du personnel -500

Dotations amortissement -210

Charges financières (500x10%) -50

Impôt -97

Résultat net : 193

Bilan après affectation du résultat

Actif immobilisé 1200 Actif circulant 843 Capitaux propres 1543 Dettes 500

**Evaluation à nouveau : par patrimoine**

Actif 2043

Dettes -500

Valeur 1543

Par Flux :

Actualisation au coût du capital, soit :

$$(10\% \times 1543) + (10\% \times 500) / (1543 + 500) = 10\%$$

Taux d'actualisation 10% > suit perpétuelle de bénéfice égaux à 193

Valeur  $193/10\% = 1930$  Ces résultats montrent qu'il y a création de valeur (valeur par flux supérieure au coût des capitaux).

Caractéristique des entreprises de croissance, dans ce cas la différence entre les deux valeurs prend le nom de « Goodwill » ou Sur Valeur.  $\text{Goodwill} = 1930 - 1543 = 387$

**La rentabilité** de cette entreprise = résultat net / capitaux propres =  $193/1543 = 12,5\%$

Toutes les méthodes d'évaluation partent d'une même constatation :

Les actifs économiques d'une entreprise sont évalués en valeur comptable et non par valeur de marché.

**Préparation de l'évaluation : analyse des données et diagnostic :**

Collecte d'informations

Diagnostic stratégique

Diagnostic financier : appréciation et traitement de l'information disponible, analyse

financière

Evaluation de l'entreprise

Collecte d'informations : Edition SEF /DAFSA fiche d'information, les centrales des bilans Caisse de dépôts, Crédit national, INSEE.

La segmentation stratégique : consiste à recherché les différents segment stratégique qui constituent son activité : technologie, type de clientèle, circuits des distribution...

Stratégie de réduction des coûts par volume, renforcement position concurrentielle, la fabrication de nouveaux produits et phénomène d'apprentissage, les stratégies de différenciation, spécificité de l'offre produit.

L'analyse concurrentielle du domaine d'activité : cette analyse externe repose sur l'étude du secteur d'activité de l'entreprise mais aussi sur tous les acteurs susceptibles d'y jouer un rôle.

L'avantage compétitif et la notion de compétence distinctive : une domination sur ses concurrents ne peut se réaliser que si l'on dispose d'une compétence distinctive valorisé par le marché. La perte de celle-ci conduit à la disparition de l'avantage compétitif.

La gestion d'un portefeuille d'activités Le positionnement de l'entreprise sur ses différents segments crée un portefeuille stratégique qu'il faut manager : stratégie fondée sur la différenciation ou sur la réduction des coût.

### **L'information financière**

Cette mission de révision doit s'assurer :

- De la réalité physique du patrimoine immobilisé, des stocks et des autres valeurs d'actif et de passif,
- de la pleine propriété des immobilisations,
- que les états comptables ont été retraités, chaque fois que cela est nécessaire, pour obtenir une information économique et financière qui répond aux exigences de l'analyse,
- que le système de gestion provisionnelle est suffisamment élaboré pour permettre de chiffrer les résultats prévisionnels et les hypothèses des sociétés.

Tout diagnostic financier, dans le cadre d'une évaluation, s'appuie nécessairement sur une démarche mettant en évidence les éléments financiers remarquables caractérisant la société :

analyse de la performance et du risque

analyse coût volume profit

### **Principes généraux de l'analyse**

regrouper les opérations et les éléments du patrimoine selon un classement fonctionnel adapter à l'étude du comportement économique et financier de l'entreprise.

privilégier l'analyse en termes dynamique en mettant l'accent sur l'observation pluriannuelle des opérations et des flux financiers

situer, à l'aide de ratios, l'entreprise dans son environnement économique.

évalué, dans la mesure du possible, son degré de vulnérabilité.

### **L'analyse comparative des résultats et des moyens mis en ouvre**

Tous les moyens mis en œuvre par l'entreprise ont un coût : les moyens économiques : personnel, immobilisations et actif circulant génèrent des charges telles que les salaires et les dotations aux amortissements, par exemple.

les moyens financiers : capitaux propres et endettement, les charges d'intérêts.

### **Exemple d'indicateurs retenus sur les moyens d'exploitation mis en œuvre**

taux d'investissement d'exploitation ( $I_e / VA$  valeur ajoutée) poids du BFRE, besoin en fonds de roulement d'exploitation, ( $BFRE / Volume$  d'affaires HT x 360j)

### **Exemple d'indicateurs retenus sur l'activité, les marges et les résultats d'exploitation**

évolutions du chiffre d'affaires ( $CAHT_n - CAHT_{n-1} / CAHT_{n-1}$ )

taux de marge commerciale (marge commerciale / vente de marchandises HT) :  
évolution de la valeur ajoutée : ( $Valeur\ actuelle\ nette - Va_{n-1} / Va_{n-1}$ )

rendement apparent de l'équipement ( $VA/E$ )

taux de rentabilité brut d'exploitation ( $R_{bE} / Capital$  d'exploitation)

### **Exemple d'indicateurs retenus sur la formation des résultats globaux**

taux de marge brute globale (résultat brut global/volume d'affaire HT)

poids des intérêts par rapport au RBG (intérêts/résultat brut global)

rentabilité nette globale (résultat net global)

rentabilité financière (résultat de l'exercice /capitaux propres appelés)

### **Analyse dynamique des flux de trésorerie**

L'analyse de flux de trésorerie occupe une place essentielle au sein des instruments utilisés pour le diagnostic financier. La présentation d'un « tableau des flux de trésorerie » est indispensable dans ce travail.

toutes les opérations engagées avec les tiers au cours de l'exercice

(vente, achat, investissement, répartition) se traduisent avec un décalage plus ou moins long, par des mouvements de trésorerie, ces mouvements ont un impact sur la situation financière.

l'équilibre entre les différents flux d'entrée et de sortie de fonds est indispensable à la pérennité de l'entreprise.

l'observation pluriannuelle des flux de trésorerie met en évidence le comportement financier et la stratégie engagée.

la perspective des flux est propice pour l'étude prévisionnelle

la trésorerie est une variable stratégique elle permet d'évaluer les performances

### **Les étapes de l'analyse des rubriques :**

liés à l'exploitation, (activité).

liés à l'acquisition ou à la cession d'actif immobilisé (investissement)

flux de mesure (son exploitation cyclique).

flux liés aux investissements et cession (choix stratégique).

### **La logique stratégique**

attitude de l'entreprise à générer des liquidités à partir des opérations réalisées au cours de l'exercice.

capacité à conserver un flux de trésorerie en rapport avec l'investissement.

destination des flux excédentaires (désendettement ou trésor de guerre)

### **Analyse coût/volume/profit, décomposition charges fixes et charges variables**

charges variables proportionnelles (consommations de matières, petit outillage, électricité certaines coûts salariaux : les commissions des vendeurs)

charge variable non proportionnel

charges de structure (administratives, amortissement bâtiment, main-d'oeuvre mensualisé, personnel d'encadrement, primes assurances, frais de commercialisation.

### **Calcul d'un seuil de rentabilité ou point mort**

chiffre d'affaire critique est CA pour lequel l'entreprise couvre la totalité de ses charges sans perte ni bénéfice, l'objectif de la méthode est de rechercher quel niveau les ventes doivent attendre pour que les charge fixes soient couvertes.

en appelant marge sur coût variable la différence entre le CA et les charges variables, le résultat peut se calculer de plusieurs façons :

Résultat = CA - Charges totales ou Résultat = Marge sur coût variable - charges fixe

### **La mesure du risque d'exploitation**

le risque d'exploitation est lié à la proportion des charges fixe d'exploitation dans l'ensemble des charges.

l'approfondissement de la relation liant chiffre d'affaire et coût fixe permet de mieux comprendre le comportement d'une entreprise face à son environnement de marché.

cette connaissance est utile pour modifier le ratio Charge variables/Charges fixes.

### **Les méthodes d'évaluation fondées sur la valeur patrimoniale**

Cette méthode statistique fondée seulement sur les actifs ne constitue pas, cependant aujourd'hui la méthode la plus appropriée pour valoriser les entreprises. Son utilisation est possible pour les entreprises en phase de maturité, achetées pour leurs actifs et leur savoir-faire et non pour le potentiel de croissance de leur rentabilité.

la valeur patrimoniale s'applique mal aux entreprises à forte croissance dont la valeur patrimoniale est faible.

est donc indispensable de réaliser, en complément de cette approche patrimoniale, une valorisation du « goodwill » (ou badwill) 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.

### **La notion d'actif net :**

A partir du bilan que nous déterminerons la valeur de l'entreprise en faisant la différence entre

le cumul des biens inscrits à l'actif et les dettes et provisions pour risques et charges figurent au passif.

Actif fictif / Capitaux propres

Actif réel / Dettes et provisions pour risques

Actif net comptable = Capitaux propre - Actif fictif

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

Les actifs fictifs correspondent à des non- valeurs qui comprennent

les frais d'établissement : frais de constitution, frais d'augmentation de capital...

les charges à répartir sur plusieurs exercices : frais d'acquisition des immobilisations, frais d'émission des emprunts....

les primes de remboursement des obligations

les frais de recherche et de développement (si ne débouchent pas en une rentabilité commerciale déjà prouvée)

Provision pour risques ex. : perte de change, emprunt en devise.

Voir tableaux pages 36 : Les méthodes d'évaluation d'entreprise, J-M Palou - Groupe Revu Fiduciaire- 2003 Paris. (1)

L'actif net comptable :

Déterminons l'actif net comptable de la société X :

### **Actif réel**

Immobilisations incorporelles (inclus les frais de recherche) 1 214000

Immobilisations corporelles 8 514700

Immobilisations financières 450000

Stocks et en cours 1 300000

Avances et acomptes 567500

Créances clients 2 389000

Valeurs mobilières de placement 50000

Disponibilités 128000

Charges constatées d'avance 40 000

Ecart de conversion actif 10 000

(Uniquement le montant compensé par la perte de charge)

**14 663 200**

### **Passif exigible**

Provision pour risques et charges 540000

Emprunts obligataires 3 500000

Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit 1 650000

Avances et acomptes 30000

Dettes fournisseurs 1 457000

Dettes fiscales et sociales 345000

Dettes sur immobilisations 273400

Autres dettes 123500

Produits constatés d'avance 23000

Dividendes à payer (50 000 x 7 euros) 350000

## **8 291 900**

Actif net comptable = 14 663 200 - 8291 900 = **6 371 300**

La valeur comptable et la valeur des actifs coïncident seulement au moment de la création de l'entreprise, cette situation est la première étape conduisant au calcul de l'actif net comptable corrigé.

### **L'actif net comptable corrigé**

Il est indispensable de :

contrôler la présence réelle des éléments du patrimoine à la date d'évaluation

vérifier l'état actuel des biens

distinguer les biens liés à l'exploitation de ceux qui en sont indépendants. Les biens hors exploitation peuvent être cédés sans dommage pour l'activité et seront évalués dans cette perspective.

Valeurs actuelles

La valeur actuelle est la valeur à donner à chaque immobilisation est définie comme étant celle qui correspond au prix donner par un chef entreprise avisé.

aux cours pratiqués sur un marché approprié

En théorie, la valeur d'utilité est égale à la valeur actualisée des flux de profits qui seront générés par ces immobilisations sur les années à venir. La valeur de liquidation correspondant à la valeur marchande des actifs.

### **Evaluation des catégories des biens**

Incorporel :

un actif incorporel est un actif identifiable non monétaire sans substance matérielle

les méthodes d'évaluation sont fondées sur la valeur d'utilité, considérée comme la capitalisation de revenus futures : pour les marques méthode de capitalisation du différentiel de marge, méthode de la capitalisation de la redevance...

le principe de prudence conduit par ex. à traiter l'essentiel des dépenses de recherche comme des charges et non comme des actifs.

Sur les marchés financiers, on peut observer un écart croissant entre les valeurs de marché et les valeurs comptables (ou patrimoniales). Les analystes estiment que la valeur immatérielle d'une entreprise peut représenter jusqu'à 70 à 80 % de la valeur totale.

le capital humain (35%)

le capital structure /organisation (23%)

et les barrières à l'entre (15%)

L'évaluation par les revenus futurs nets actualisés, qui prend en compte l'actif considéré, reste la méthode préconisée par nombre de cabinets spécialisés.

### **L'évaluation des actifs incorporels**

Les actifs incorporels séparables sont évalués à leur valeur de marché par référence à un marché actif.

l'évaluation par les revenus futurs nets actualisés, qui prend en compte les effets bénéfiques de l'actif considéré, reste la méthode préconisée par nombre de cabinets spécialisés.

Droit au bail : pour mesurer l'avantage acquis

prix au mètre carré pondéré en fonction des prix pratiqués dans le secteur.

le montant du loyer par référence à des locaux neufs, la différence par rapport au loyer réellement payé est actualisée pour déterminer la valeur du droit de bail.

La marque :

Les méthodes d'évaluations des marques reposent sur une approche patrimoniale (accumulation de coûts lors d'une production interne) ou sur une approche de rendement (mesure de la capacité d'un bien à engendrer des flux périodiques futurs)

Méthode de capitalisation de la redevance :

cette méthode détermine le montant des redevances futures (nette impôt) que percevrait le titulaire de la marque, s'il avait consenti une licence à un tiers sur durée de vie de la marque.

l'horizon retenu est entre 3 à 10 ans. Jusqu'à 20 ans lorsque l'étendue de la marque est très large ou notoire

Valeur de la marque = (somme de flux des redevances nettes d'impôt sur n° années actualisées) + (valeur résiduelle actualisée de la marque en fin de l'année n°)

les redevances futures s'obtiennent en appliquant un taux de redevance aux chiffres d'affaires prévisionnels établis sur l'horizon retenu.

selon les usages, le taux est plus élevé lorsqu'il s'agit d'une marque de produit de grande consommation (taux compris entre 1 et 6% du chiffre d'affaires)

Valeur de la marque = durée d'exploitation de la marque x Chiffre d'affaires annuel effectivement réalisé ou Potentiel x Taux de redevance x (1- taux d'abattement lié à l'incertitude de l'exploitation marque)

le taux d'abattement est compris dans la pratique entre 40% et 60%

taux de redevance à retenir par expérience,

% x chiffre d'affaires réalisé par type de produit :

entre 1 et 2% produits grande consommation

entre 2 et 3% produits simples, manufacture non consommable, (casseroles)

entre 2 et 5% produits spéciaux, pharmaceutique

entre 2 et 5% produits importants, électroménager

entre 2 et 7% haute couture

jusqu'à 10% et plus, produit luxe

Exemple : Société d'un CA 8 979 500 pour l'année N, l'entreprise espère encore exploiter sa marque pendant 20 ans,

Valeur de la marque = 20 ans x 8 979 500 x 5% (taux de redevance, secteur de l'électroménager) x (1- 60%) taux d'abattement = 3 591 800

Méthode capitalisation du différentiel de marge ventes sous marque/ventes hors marque

Valeur de rendement = Somme des rentes annuelles futures engendrées par la marque pendant N années, actualisées + Valeur résiduelle actualisée de la marque à la fin de l'année N.

Avec rente annuelle engendrée par la marque :



Taux de marge des ventes de produits sous marque - Taux de marge des ventes de produits hors marque x Montant des ventes réalisées sous marque

La marge est ici égale au montant des ventes HT diminué des achats et des charges affectables à l'activité, compte tenu de la variation des stocks et en-cours.

Le taux de marge est égal à : marge/ventes

si la rente annuelle est constante, Valeur de rendement = Rente annuelle / Taux d'actualisation

si la rente annuelle croît à un taux annuel de croissance constant, Valeur de rendement = Rente annuelle de la 1re année observée / Taux d'actualisation - Taux de croissance

Exemple :

Deux branches ont été distinguées au sein de cette entreprise pour différencier les produits " sous-marque " et les produits " hors marque " :

En Euro Ventes des produits sous marque/ Ventes des produits hors marque

Ventes HT 5 432 500 / 3 547 000

Charges rattachable 3 802 750 / 2 695 720

Marge 1 629 750 / 851 280

Le différentiel moyen du taux de marge est de :

$1\,629\,750 / 5\,432\,500 - 851\,280 / 3\,547\,000 = 6\%$ . Il ne bénéficie qu'au chiffre d'affaires réalisé sous marque.

D'où, la rente annuelle :  $5\,432\,500 \times 6\% = 325\,950$

Le taux d'actualisation retenu est de 10%, rente constante, la valeur de rendement de la marque est égale à :  $325\,950/10\%=3\,259\,500$  euros.

### **Méthode Sorgem d'évaluation financière de la marque :**

Valeur de la marque = Somme actualisée des résultats attribuable à la marque à l'horizon T des prévisions financières de l'entreprise + Valeur résiduelle des résultats futurs estimés à l'année T

Ces paramètres sont déterminés à l'aide d'une analyse stratégique du fonctionnement de l'entreprise.

L'identification des sources des résultats futurs se fait à partir :

du différentiel des prix de vente, net des coûts spécifique aux produits marqués.

des revenus spécifiques de licence réelles ou implicites, nets des coûts d'entretien de la marque.

de l'attribution d'une quote-part des flux économique de trésorerie à la marque, nette de la rémunération des capitaux nécessaires à l'exploitation de la marque.

La prise en compte de la croissance et de la pérennité des résultats futures est réalisée en partageant l'horizon prévisionnel en deux parties :

de 3à5ans, le taux de croissance des résultats est estimé à l'aide des plans financiers de l'entreprise.

au-delà, le taux de croissance et la pérennité dépendent de l'analyse des sources de la valeur de la marque.

Le choix du taux d'actualisation, qui correspond au taux exigé par les investisseurs

pour des fonds propres investi dans un actif de même risque que la marque, est déterminé de la manière suivante :

note de risque au marché de la marque en comparaison aux autres marchés.

attribution d'une note de risque à la marque en comparaison aux autres marques du marché.

### **Les brevets et les licences**

chiffre d'affaires de bénéfice sont établies et ensuite actualisées sur une durée de protection légale de 20 ans.

Exemple une société a déposé un brevet pour une invention l'année N-7. Les bénéfices annuels estimés s'élèvent à 25 000 Euro. Pour tenir en compte d'une éventuelle invention concurrente, l'actualisation sera limitée à 6 ans et non pas à la durée restante de la protection qui ici est de 12ans (taux d'actualisation 9%).

**Valeur brevet** =  $25\,000 \times 1 - (1,09)^{-6} / 0,09 = 168\,200$  euro

### **Le fonds de commerce**

utilisation des barèmes par professions

le % des barèmes doivent être sensiblement réduits dès que le chiffre d'affaire atteint une somme important

les stocks sont exclus de l'évaluation et doivent être évalués distinctement

l'évaluation finale doit intégrer des corrections au barème pour tenir compte des caractéristiques propre de l'entreprise.

Exemple :

Nature du commerce Barème utilisé (en fonction du CA ou du bénéfice)

Accessoires automobiles .....15% à 35% du CA annuels

Les valeurs fondées sur la rentabilité attendue sont nécessairement différentes de celles obtenues à travers les méthodes patrimoniales. Cette différence représente précisément la création de valeur. Voici les méthodes :

il s'agit d'apprécier directement la survaleur (goodwill) pour l'additionner à l'actif net corrigé et en déduire une valeur de marché.

Valeur de marché = Valeur patrimoniale + Goodwill

### **La notion de Goodwill**

La valeur de l'entreprise n'est pas toujours égale à la différence entre une somme d'actif moins les dettes. Il est nécessaire d'y ajouter des actifs immatériels non comptabilisé, appelés Goodwill.

Nous pouvons citer :

La valeur des personnels : niveau de qualification, faible abstentionnisme, compétences technique des employés, faible mouvements d'entrée et sorti du personnel, relation entre la direction et le personnel.....

les éléments liés à la valeur de la clientèle de l'entreprise

les éléments liés à la valeur des relations avec les banques

les éléments liés à la valeur des fournisseurs de l'entreprise

les éléments liés à la valeur des relations avec les organismes sociaux, l'administration fiscale, les syndicats....

les éléments liés à la qualité des actifs de l'entreprise : outillage moderne, qualité des locaux .....

les éléments liés à la valeur de l'organisation commerciale

l'investissement en publicité importante et soutenue

Cette première approche consiste à ajouter à l'actif net corrigé une survaleur censée représenter la valeur de ces éléments incorporels.

Valeur de l'entreprise  $V = \text{ANCC (Actif net comptable corrigé)} + \text{GW (Goodwill)}$

### **Seconde approche**

Cette seconde approche consiste à réinterpréter le goodwill ou le badwill comme une valeur résiduelle s'ajoutant à la valeur des éléments incorporels évalués directement.

La surrentabilité d'une entreprise résulte, soit d'une capacité distinctive (supériorité technologique, meilleure image de marque que celle des concurrents...) soit d'une rente de situation (concession de service public, monopole géographique...). La rente de goodwill calculée après rémunération de la totalité des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation, représentera effectivement cette survaleur.

L'incorporation des actifs incorporels à la valeur patrimoniale peut avoir pour conséquences un écart négatif (accumulation des erreurs et des défaillances) représenté par le Badwill (BW)

$V = \text{ANCC (incluant les éléments incorporels)} + \text{GW ou BW}$

Calcul de la goodwill

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

$$\text{GW} = (\text{CB} - rA) \times \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

CB = capacité bénéficiaire calculée à partir des résultats des deux ou trois dernières exercices corrigés pour tenir compte de la capacité bénéficiaire prévisionnelle

r = taux de rémunération de l'actif considéré comme normal

i = taux d'actualisation

A = actif nécessaire à l'exploitation

Le fondement des méthodes d'évaluation du goodwill est la notion de rentabilité des actifs d'exploitation investis dans l'entreprise. La différence entre la capacité bénéficiaire de l'entreprise (CB) et la rentabilité normale des actifs d'exploitation (rA) représente le surprofit ou rente de goodwill.

### **Méthode des anglo-saxons :**

La rente de goodwill (ou surprofit) est calculée par rapport :

à la capacité bénéficiaire espérée (CB)

à la rémunération au taux de placement sans risque (t%) ou au coût des capitaux propres de l'actif net comptable corrigé.

La survaleur ou goodwill est obtenue par capitalisation de ce surprofit au taux  $i$  exprimant le coût des capitaux propres.

$$\text{GW} = \frac{\text{CB} - t \times \text{ANCC}}{i} \text{ et } \text{Ve (valeur de l'entreprise)} = \text{ANCC} + \frac{\text{CB} - t \times \text{ANCC}}{i}$$

### **Méthode de l'Union européenne des experts comptables, économique**

Le surprofit est calculé par rapport à la rémunération de la valeur globale de l'entreprise  $V_e$  et non de la valeur de base. La survaleur correspond à la valeur

actualisé de ce surprofit, soit :

$$GW = [CB - t (VSB + GW)] \times 1 - (1+i)^{-n} / i$$

VSB : valeur substantielle brute

La rente de goodwill n'est plus considérée comme un excédent d'une capacité bénéficiaire durable sur la rémunération de ANCC, de la VSB ou des CPNE (coût moyen pondéré du capital). L'acheteur aura investi et payé un prix qu'il convient, à ce titre, de rémunérer.

Méthode goodwill actualisée

Méthode la rémunération de l'actif net comptable corrigé (ANCC)

$$Ve = ANCC + (CB - t \times ANCC) 1 - (1+i)^{-n} / i$$

Méthode des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPEN)

$$Ve = ANCC + (CB - t \times CPNE) 1 - (1+i)^{-n} / i$$

Méthode de la valeur substantielle brut (VSB)

$$Ve = ANCC + (CB - t \times VSB) 1 - (1+i)^{-n} / i$$

(Voir exemple d'application pages 97 (1))

### **Le principe de la création de valeur : la méthode EVA / MVA du cabinet Stern Steward**

Le principe retenu est de dire qu'une entreprise doit non seulement générer un résultat opérationnel positif mais aussi rémunérer les actionnaires au taux de retour qu'ils attendent de leur investissement. Si l'EVA est positive (Economic Value Added ou flux de liquidités libres de toute affectation pouvant potentiellement être distribuées) l'entreprise crée de la valeur. Le profit opérationnel qu'elle dégage est supérieur à la rémunération du capital qu'un actionnaire est en droit d'exiger.

$$EVA = RE \text{ net d'impôt} - (AE \times CMPC)$$

RE= résultat d'exploitation

AE= actif économique ou capitaux engagé

CMPC= coût moyen pondéré des capitaux

Les séquences des flux de EVA permettent de déterminer, dans un deuxième temps, la Market Value Added (MVA) en les actualisant au coût moyen pondéré du capital.

**L'EVA** permet d'identifier les activités génératrice ou destructrice de valeur et contribue ainsi aux décisions stratégiques, de renforcer ses positions, investir mais uniquement dans des actifs dont le rendement est supérieur ou coût moyen pondéré du capital et/ ou désinvestir ou se désengager des actifs dont le rendement est insuffisant. Il convient de mesurer le profit économique à un niveau assez fin dans l'organisation : filiales, produits, marchés, clients...

### **Le calcul de la création économique de valeur**

Le profit économique est la différence entre le résultat économique après impôts et une charge capitalistique qui est destinée à rémunérer les apporteurs de fonds. Cette charge capitalistique se calcule en multipliant l'actifs économique d'ouverture (immobilisations nettes plus le besoin en fonds de roulement) par le coût moyen pondéré du capital.

**Le profit économique est donc égal à :**

Résultat d'exploitation retraité + Solde financier encaissable

- Impôts = Résultat économique après impôt
- (Actif économique d'ouverture x CMPC) avec CMPC = Coût moyen pondéré du capital = **Profit économique (EVA)**

Des ajustements doivent être faits pour obtenir un profil vraiment économique. En pratique, le cabinet d'évaluation se limite aux retraitements qui influencent le plus significativement le résultat.

le solde encaissable sur opération financière est calculé hors considération des intérêts des emprunts

les frais de recherche, déduits du résultat de l'année, sont assimilés à des investissements et amorties généralement sur ans

le loyer est retraité sous forme d'une dotation aux amortissements et d'une charge financière.

le résultat est également net d'amortissement sur les équipements, les quels sont considérés comme un coût qu'il faut gérer

Le passage du résultat économique à l'EVA se fait en soustrayant la charge de capital. Le résidu est donc bien l'excédent (ou insuffisance) des profits par rapport aux coûts (y compris le taux minimum de rendement des fonds propres).

CMPC (Coût moyen pondéré du capital) c'est une moyenne des coûts des capitaux engagés dans l'exploitation de l'entreprise : capitaux propre et dette financières.

### **Les méthodes d'actualisation des bénéfices**

Pour obtenir la valeur de l'entreprise pour les actionnaires, il suffit alors d'estimer le résultat permanent net attendu par les actionnaires puis de le capitaliser à un taux de rentabilité exigé.

La valeur de rendement est égale à :  $V_0 = B/i$

$V_0$  = valeur de rendement année 0 B = résultat courant retraité par titre i = taux d'actualisation

### **Le PER** (price earning ratio) de marché

Le PER est égale à : cours de l'action/ bénéfice par action. Il exprime le nombre de fois que le marché boursier paye le bénéfice par action d'une société.

Un PER de 11 indique que les investisseurs sont prêts à acheter une entreprise à un prix correspondant à 11 fois son bénéfice par action.

Le PER sera donc égal à l'inverse du taux d'actualisation retenu pour calcul de la valeur de rendement.

$V_0 = B/i$

Soit  $V_0/ B = PER$

et  $PER = 1/i$

Pour construire cette méthodologie je me suis inspiré de : "Les méthodes d'évaluation d'entreprise, J-M Palou - Groupe Revu Fiduciaire- 2003 Paris" [1]