

CHAPITRE V : L'ÉVALUATION FINANCIÈRE DE L'ENTREPRISE

L'évaluation des actifs en général, et des entreprises en particulier, est une tâche extrêmement importante et constitue la variable clé de toute politique financière. L'étude de la valeur d'une entreprise consiste dans sa valorisation ainsi que dans l'identification des éléments susceptibles de l'influencer, et en particulier des sources de création de valeur. La recherche des déterminants de la valeur, de même que la valorisation à proprement parler, ont fait l'objet depuis une cinquantaine d'année de très nombreuses recherches, qui permettent aujourd'hui d'appréhender les différents problèmes en se fondant sur des concepts théoriques solides.

La valorisation d'une entreprise est nécessaire lors de différentes opérations qu'il s'agisse d'une acquisition ou cession de titres, d'une fusion/acquisition, ... Il est fondamental de connaître avec le plus de fiabilité possible l'élément en question. Le but n'est pas d'arriver au prix de l'entreprise, qui n'est fixé qu'une fois les négociations achevées, mais de fixer une fourchette de prix dans laquelle la transaction peut être considérée comme raisonnable.

Des méthodes, diverses et variées, sont apparues afin de répondre à ce besoin. Elles ne sont pas toutes utilisées en toutes circonstances et leur utilisation dépend de l'entreprise sujette à l'évaluation. Le choix d'une méthode est lié à l'optique dans laquelle on se place :

- soit celle d'un investisseur qui cherche à rentabiliser ou à contrôler son entreprise ;
- soit celle d'un liquidateur qui cherche à évaluer le poids économique des actifs ;
- soit celle d'un administrateur fiscal qui cherche à déterminer la valeur qui sert d'assiette à l'impôt sur les sociétés.

On peut distinguer quatre sortes de méthodes d'évaluation : les méthodes patrimoniales basées sur le bilan (I), les méthodes dynamiques fondées sur la rentabilité (II), les méthodes mixtes (III) et enfin les méthodes comparatives dite de marché (IV).

1. Les approches patrimoniales

L'approche patrimoniale regroupe l'ensemble des méthodes qui représentent un caractère historique et non prévisionnel. On estime l'entreprise à partir de ce qu'elle a et non pas à partir de ce qu'elle fait, on se bas donc sur le bilan.

Cette approche statique 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.

1.1. L'actif net comptable(ANC)

ANC correspond à la valeur théorique de l'entreprise. C'est à partir du bilan que cette valeur sera déterminée en faisant la différence entre le total de l'actif diminué des non-valeurs et du passif exigible total.

Donc :

$$\text{ANC} = \text{Actif net total} - \text{l'actif fictif} - \text{le passif exigible total.}$$

L'actif fictif correspond à des non-valeurs qui comprennent les frais préliminaires, les charges à répartir sur plusieurs exercices et les primes de remboursement des obligations.

L'ANC peut se déterminer autrement à travers la relation suivante :

$$\text{ANC} = \text{capitaux propres} - \text{actif fictif}$$

A un moment donné de la vie de l'entreprise, le bilan donne une idée de la situation de celle-ci, et donc de la valeur comptable des éléments de l'actif et du passif. Il constitue une vision historique et non économique de l'entreprise, et pour passer de la première à la deuxième, des retraitements sont nécessaires. Ces derniers permettent de retenir la valeur de marché des immobilisations et de tenir compte des impôts latents.

On parle alors de l'actif net comptable corrigé (ANCC) lorsque le bilan est retraité.

1.2. L'actif net comptable corrigé(ANCC)

L'actif net comptable corrigé(ANCC) correspond à un actif net comptable(ANC), mais corrigé des éléments des données économiques et financières venant modifier les valeurs de certains postes du bilan : les éventuelles conséquences fiscales, une sous évaluation d'actifs immobilisés ou des impôts latents.

Les retraitements à apporter sur l'ANCC se décomposent comme suit :

a Élimination de l'actif fictif

Tous les postes sans valeur de l'actif sont éliminés de l'actif net comptable. Il s'agit des

comptes: «Frais préliminaire », « frais de recherche et de développement» (s'ils sont sans valeur),« Charges à répartir» et« Primes de remboursement ».

b Traitement des écarts de conversion

Les écarts de conversion - actif sont en principe compensés par une provision pour perte de change (sinon, ils font partie de l'actif fictif). *Les écarts de conversion - passif* (gains de change latents) sont ajoutés à l'actif net. .

c Rectification de la valeur des autres postes de l'actif

Quand la valeur comptable d'un bien est différente de la valeur vénale, on retient cette dernière. Différentes méthodes permettent de déterminer la valeur vénale (expertise, cotation, comparaisons, calculs).

d Prise en compte de la fiscalité différée

La reprise ou l'amortissement de certains postes va se traduire par des impôts supplémentaires (dettes fiscales latentes) ou par des économies d'impôt (créances fiscales latentes) pour les prochains exercices.

Postes (principalement) concernés:

. Au passif

Les postes destinés à être repris sont: «Provisions pour hausse des prix », «Amortissements dérogatoires », « Subventions d'investissement ».

L'impôt différé correspondant constitue une dette d'IS qui diminue l'actif net.

. À l'actif

Il s'agit des postes de l'actif fictif amortissables.

L'économie d'impôt se traduit par une créance d'impôt qui augmente l'actif et l'actif net.

Exemple

Une société présente un actif net comptable de 100000 DH. Il existe une plus-value latente sur un immeuble pour 50000 DH. Calculons l'ANCC.

L'actif net comptable corrigé est donc le résultat des retraitements effectués sur les postes d'actif et de passif du bilan de l'entreprise qui peut être définie de la façon suivante :

$$\text{ANCC} = \text{Actif net corrigé} - \text{Passif exigible corrigé}$$

La Valeur mathématique de l'action peut être obtenue en calculant le rapport:

$$\frac{\text{Actif net comptable corrigé}}{\text{Nombre d'actions}}$$

Application

Le bilan de la société DEFI se présente ainsi (en milliers de dhs) :

ACTIF	MONTANT	PASSIF	MONTANT
Actifs fictifs	150	Capital	20000
Actifs divers	36600	Réserves	7000
Titres A	1350	Prov.pour R et Charges	500
Titres T	900	Dettes	11500
TOTAL	39000	TOTAL	39000

Une estimation des actifs divers permet de constater une plus-value 2 292500 DH

Le compte de provision pour risque et charge peut être considéré comme surévalué de 100000 DH ;

La valeur nominale de l'action est de 100 DH

Travail à faire : Déterminer la valeur mathématique en faisant abstraction de toute considération fiscale.

1.3. La valeur substantielle brute

« La valeur substantielle brute représente la totalité des emplois corporels de l'entreprise engagés et organisés pour en réaliser l'objet sans tenir compte du mode de financement de ces emplois ». La VSB n'est jamais utilisée comme valeur de l'entreprise, mais sert au calcul du goodwill. Pour calculer la VSB :

-il faut déduire de l'actif tous les éléments corporels ou incorporels non nécessaires à l'exploitation.

-les éléments incorporels autres que le goodwill, tels que les brevets ou les marques, sont pris en compte dans la VSB à leur valeur d'évaluation.

-les frais préliminaires sont également inclus dans la VSB (contrairement au principe visant à calculer ANC).

$$\text{VSB} = \text{ANC} + \text{Dettes à CMT} + \text{compléments de substance (biens en location, biens de crédit-bail...)} + \text{Frais préliminaires} - \text{Frais de réparation à engager pour maintenir certains biens en état de fonctionnement.}$$

Valeur substantielle brute = *Actif réel corrigé*
 + *Biens exploités par l'entreprise*
 + *Dépenses de remises en état des équipements vétustes*
 - *Actifs hors exploitation*

1.4. Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation

La notion de capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE) a été introduite par Barnay et Calba. Elle représente le montant des capitaux à long terme indispensable au

fonctionnement normal de l'entreprise, soit la masse des ressources nécessaires pour financer les investissements et le besoin en fonds de roulement(BFR) normatif afin que l'entreprise soit en équilibre financier.

$$\text{CPNE} = \text{immobilisations d'exploitation} + \text{BFR d'exploitation.}$$

2. les méthodes dynamiques (fondées sur la rentabilité)

Contrairement aux méthodes patrimoniales statiques, ces méthodes présentent l'avantage d'évaluer les perspectives d'avenir de la société et non pas uniquement son passé.

2.1. La valeur de rendement

Elle est obtenue en capitalisant un taux de rentabilité choisi (k), le bénéfice net courant (B) de l'entreprise.

La valeur de l'entreprise :

$$V = B/k$$

Avec : V = valeur de l'entreprise ; B = bénéfice net réel ; k = taux de capitalisation

Il est recommandé de retraiter le résultat net et de n'intégrer que le résultat courant.

Pour calculer la VR, il faut calculer le résultat net moyen des 3 derniers exercices.

Cette méthode repose sur deux hypothèses pouvant en limiter l'application :

- ✓ Un bénéfice constant dans l'avenir pendant une période illimitée ;
- ✓ Le choix d'un taux de capitalisation.

Le grand avantage de cette méthode réside dans sa simplicité.

Application

La société A a réalisé en 2008 un résultat de 3420000 DH, le taux de capitalisation est de 8%. Déterminer la valeur de rendement de la société.

2.2 La valeur financière (de rentabilité)

On *actualise* le dividende distribué prévisionnel (on dit aussi qu'on procède à la capitalisation du dividende) en considérant un *nombre infini de périodes*.

Le taux d'actualisation le plus souvent utilisé est celui du marché financier (exemple: taux des obligations). Théoriquement, il s'agit du taux de rentabilité exigé par les actionnaires de l'entreprise.

Deux hypothèses sont considérées quant à l'évolution des dividendes.

. Dividendes constants

$$\text{Valeur financière} = D/t$$

. Dividendes croissants

Si g est le taux de croissance du dividende (et si on a $g < t$) et si D_1 désigne le premier dividende, on aboutit à la formule suivante (Formule de Gordon-Shapiro):

$$\text{Valeur financière} = \frac{D_1}{t-g}$$

Application

Les dividendes distribués par la société A s'élèvent à 340000 DHS, le taux de capitalisation est de 3%, calculer la nouvelle valeur financière

2.3. Les méthodes fondées sur l'actualisation

On part du principe qu'un actif vaut ce qu'il va rapporter. Elle consiste à déterminer les à leur investissement. Sa mise en œuvre nécessite donc la réalisation préalable

La valeur de l'entreprise V est calculée en fonction :

- D'une durée d'actualisation n fixée généralement entre 3 et 5 ans ;
- D'un paramètre de base estimé significatif P ;
- D'un taux d'actualisation i

$$V = \sum_{i=1}^n P_i (1+i)^{-n}$$

Le paramètre P_i peut être le résultat courant de l'exercice ou la CAF ou tout autre paramètre financier jugé significatif par l'évaluateur.

3. Les méthodes mixtes

Elles consistent en une combinaison entre les éléments de valorisation intrinsèque et de valorisation dynamique. Elles sont très couramment utilisées par les experts-comptables, car elles relativement faciles à mettre en œuvre et à expliquer aux clients.

3.1. Le Goodwill

L'entreprise peut avoir une valeur supérieure à celle de l'ensemble de ses éléments actifs et passifs corrigés (ANCC). Le fait que l'entreprise vaille plus que la somme des éléments qui la composent est due à différents facteurs tels que le savoir-faire, l'expérience, la clientèle de l'entreprise, l'image de marque, l'avancée technologique, le droit au bail, l'implantation commerciale, etc....

Chacun de ces facteurs est difficile à évaluer en soit. Par contre, chacun amène à une valeur supplémentaire à l'entreprise, ce supplément constitue généralement le Goodwill. Il s'agit de

« L'excédant de la valeur globale de l'entreprise sur la somme des valeurs des différents éléments corporels et incorporels qui la composent ».

Le goodwill représente donc une potentialité de bénéfices qui vient majorer la valeur patrimoniale à l'occasion d'une évaluation, assimilée à un élément incorporel non comptabilisé au bilan.

De manière générale, le GW peut être défini comme l'excédant, lié à la rentabilité, de la valeur globale de l'entreprise (V) sur sa valeur patrimoniale (VP).

$$V = \text{Valeur de base} + \text{survaleur} = VP + GW$$

La valeur de base peut être l'ANCC, la valeur substantielle, Les CPNE.

Pour déterminer la valeur de l'entreprise en se basant sur la détermination du goodwill par l'actualisation du superprofit il y a deux méthodes à envisager :

3.2 La méthode des Anglo-Saxons (Méthode directe)

La valeur de l'entreprise est constituée de la somme de son actif net comptable corrigé et d'un Goodwill.

La rente du goodwill est définie comme étant la différence entre, d'une part, le bénéfice net de l'entreprise et, d'autre part, l'actif net réévalué multiplié par le taux sans risque.

Le goodwill est égal à la capitalisation de la différence entre le résultat bénéfice de l'entreprise et la rémunération au taux sans risque de l'ANCC.

La rente du goodwill est définie comme suit :

$$r = B - ANCC \times i$$

Avec :

r = rente du goodwill ou superprofit

ANCC = actif net comptable corrigé

B = bénéfice prévisionnel

i = taux de rémunération sans risque

Le Goodwill est généralement déterminé par la formule suivante :

$$GW = r(1 + k)^{-1} + r(1 + k)^{-2} + \dots + r(1 + k)^{-n}$$

$$GW = \sum_{p=1}^n r(1 + k)^{-p}$$

Avec:

GW = goodwill

rp = rente du goodwill (ou superprofit) prévisionnelle

K = taux d'actualisation

n = durée d'actualisation

En cas, où la rente est constante, le goodwill se présente comme suit :

$$GW = r \frac{1 - (1+k)^{-n}}{k}$$

Et en cas où la rente est perpétuelle (c'est-à-dire n tend vers l'infini) :

$$GW = \frac{r}{k}$$

Ainsi présenter, La valeur de l'entreprise se détermine comme suit :

$$V = ANCC + GW$$

Avec :

V = valeur de l'entreprise

GW = goodwill

3.3 La méthode des Praticiens (Méthode indirecte)

Selon cette méthode, la valeur de l'entreprise est définie comme étant la moyenne arithmétique de son actif net comptable corrigé (VP) et de sa valeur de rendement (Vr), à savoir le dernier bénéfice connu divisé par le taux de rémunération sans risque.

$$V = \frac{ANCC + Vr}{2}$$

Avec :

V = valeur de l'entreprise

ANCC = actif net comptable corrigé

Vr = valeur de rendement

B = dernier bénéfice connu de l'entreprise

i = taux de rémunération sans risque

4. Les méthodes analogiques (par marché)

Il s'agit de la méthode la plus couramment utilisée car le calcul est relativement simple et rapide, mais son utilisation devient limitée, notamment dans le cas d'entreprises en forte croissance.

4.1 Principe de base

Le principe de ces méthodes consiste à calculer la valeur de l'entreprise en multipliant un facteur pertinent représentatif de la capacité bénéficiaire future par un coefficient multiplicateur. La valeur du coefficient est généralement estimée sur la base des dernières évaluations réalisées sur le marché pour des entreprises similaires.

Les facteurs pertinents généralement retenus peuvent être le chiffre d'affaire, l'IBIT¹, l'EBITDA², le nombre d'abonnés... on calcule un multiple moyen grâce aux observations d'un échantillon que l'on applique ensuite par exemple à l'EBIT prévisionnel et l'on obtient ainsi la valeur de la société :

$$\text{VS} = \text{multiple} * \text{EBIT prévisionnel}$$

Les multiples boursiers peuvent être :

- Le rapport VE/EBIT
- Le rapport VE/EBITDA
- Le rapport P/E (cours de la bourse rapporté au bénéfice net)
- Le rapport VE/CA
- Le rapport P/MBA (valeur des fonds propres sur marge brute d'autofinancement).

4.2 Typologie

On distingue :

***Les multiples boursiers (comparaisons boursières)**

La valorisation par comparaisons boursières constitue la méthode la plus fréquemment utilisée d'une part par les analystes dans le cadre de la détermination d'un cours objectif pour l'action d'une société cotée, d'autre part par les établissements présentateurs d'une offre publique (OPA, OPE ...) dans le cadre de la présentation de leur appréciation du prix d'offre.

¹ Notion proche du résultat d'exploitation ou du résultat opérationnel.

² Notion proche de l'excédant brut d'exploitation.

La méthode des comparaisons boursières permet de calculer la valeur de l'entreprise en multipliant un élément représentatif de la capacité bénéficiaire future (par exemple, le résultat net) par un multiple observé sur un échantillon de sociétés (généralement le PER).

Le rapport du cours d'une entreprise cotée par son bénéfice par action donne son multiple boursier encore appelé « Price Earning Ratio » et noté PER.

***les multiples de transactions**

Le principe est le même que pour les comparaisons boursières :

- constitution d'un référentiel boursier de transactions comparables, c'est-à-dire d'acquisitions de sociétés du même secteur d'activité que la société à valoriser ;

- détermination de multiples d'agrégats comptables pour chaque transaction : multiple de chiffre d'affaires, d'EBITDA, d'EBIT, PER...la seule différence réside dans le fait que la capitalisation boursière est remplacée par le montant de la transaction ;

- calcul de multiples moyens ;

- application des multiples moyens aux agrégats correspondant de la société à valoriser. Il convient de noter que les multiples issus des agrégats du dernier exercice avant la réalisation des transactions comparables sont appliqués aux agrégats publiés lors du dernier exercice par la société à valoriser.

Bref, l'évaluation des entreprises constitue un problème multidimensionnel en raison de la multiplicité des méthodes d'évaluation utilisées par les professionnels ainsi que de la recherche des déterminants de la valeur de l'entreprise et des éléments susceptibles de l'influencer.

Toutefois, il faut souligner qu'aucune méthode ne fournit une évaluation exacte et indiscutable. Une évaluation juste serait, en réalité, constituée par la valeur sur laquelle un acheteur et un vendeur s'entendent. Elle est donc sensible aux motivations propres des négociateurs qui peuvent modifier considérablement la valeur de l'entreprise déterminée au préalable par les experts.

De plus, il convient de préciser que ces méthodes qui se présentent comme des méthodes d'évaluation objectives, n'ont pas pour but de déterminer la valeur exacte d'une entreprise dans la mesure où beaucoup de facteurs immatériels ne peuvent pas être pris en compte.

Bibliographie sélective

- ✓ BEKAHIA .R et OUDAD .H , Finance d'entreprise tome 1 Analyse et diagnostic financiers, gaëtan morin éditeur Maghreb, 1997.
- ✓ CHARREAUX .G, Gestion financière, Litec, Paris, 1996.
- ✓ MOLLET .A , Gestion financière épreuve n° 4 DECF , Foucher, 2003-2004.
- ✓ RIVERT .A , Gestion financière analyse et politiques financières de l'entreprise, TEcnosup,2003.
- ✓ EMMANUEL T (2010), *L'évaluation des entreprises*, Paris, Edition Economica, 4ème édition.
- ✓ J-C TOURNIER, JB TOURNIER, *Evaluation d'entreprise*, Paris, Edition Eyrolles, 4eme édition.