

# LES 10 POINTS CLÉS DE L'ÉVALUATION

DANS LE CADRE D'UNE  
TRANSMISSION

VENTE EXTERNE – VENTE INTERNE



# **TRANSFAIR**

LES RENCONTRES DE LA TRANSMISSION D'ENTREPRISE

---

**4 décembre 2018**  
au Palais Brongniart, Paris

© CCEF

**INFOPRO**  
*digital*



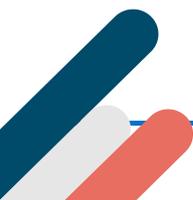
<b>1</b>	<b>Les préalables incontournables</b>	<b>4</b>
1.1	Comprendre le contexte	5
1.2	Réaliser une analyse stratégique	6
<b>2</b>	<b>Préparer les agrégats de valorisation</b>	<b>12</b>
2.1	Maîtriser la démarche	13
2.2	Comprendre les résultats passés pour déterminer le résultat normatif	18
2.3	Avoir une vision économique de son bilan	33
2.4	Déterminer la dette nette	36
<b>3</b>	<b>Mettre en oeuvre les approches de valorisation</b>	<b>37</b>
3.1	Identifier les méthodes appropriées	38
3.2	Savoir mettre en oeuvre la méthode des DCF	41
3.3	Savoir mettre en oeuvre les méthodes analogiques	45
3.4	Eviter les embûches	49



# 1 Les préalables incontournables

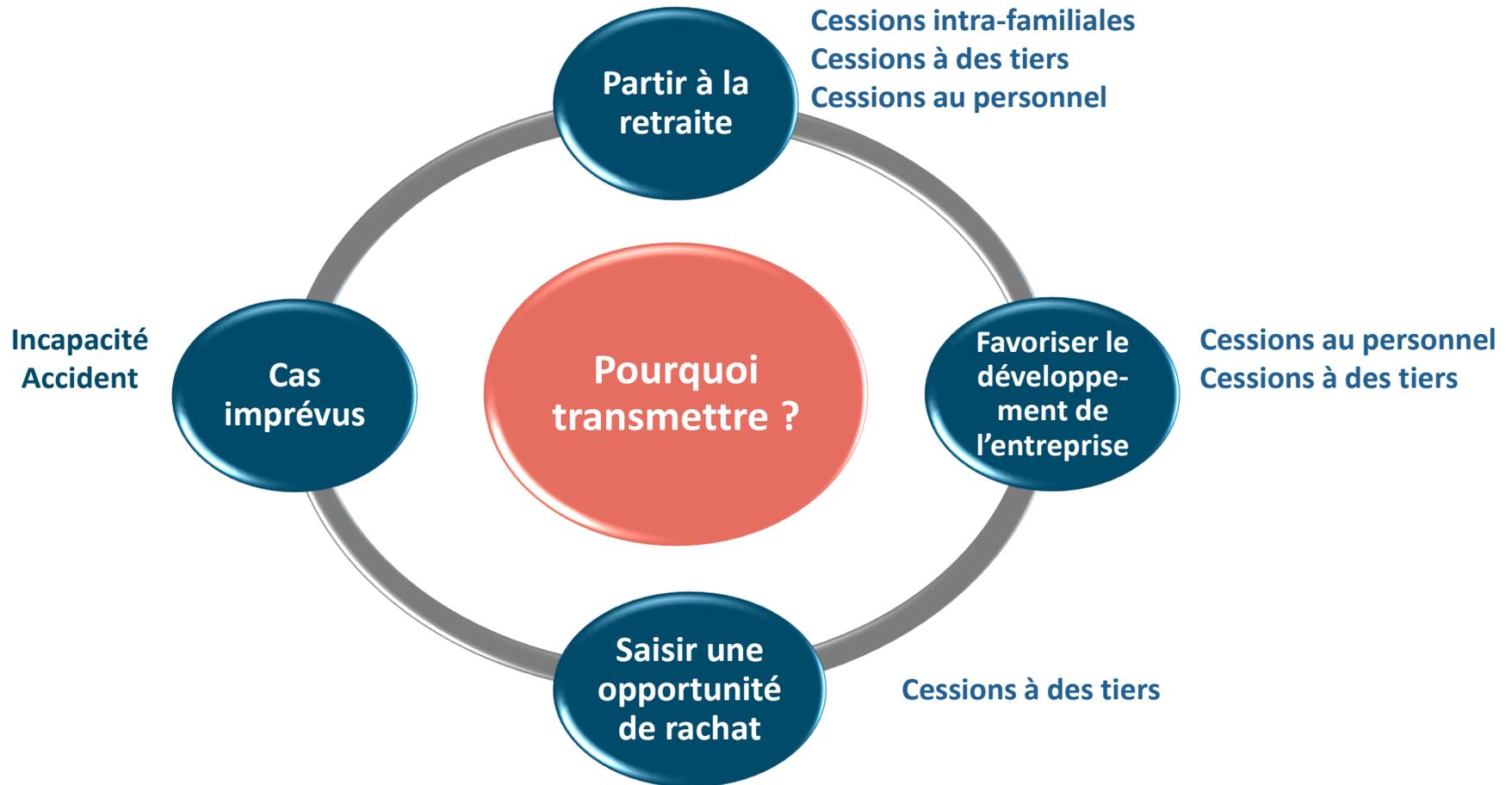
---

- 1.1 Comprendre le contexte
- 1.2 Réaliser une analyse stratégique



# Cerner les contextes

Comprendre le contexte



**En fonction du cessionnaire, l'entreprise n'aura pas le même prix !**

**La valeur n'est donc pas le prix....**

# Se connaître soi-même...

*Réaliser une analyse stratégique*

Comment ?		Quoi ?	Qui ?	
Partenaires clés	Activités clés	Offre	Relations clients	Segments de clients
	Ressources clés		Canaux	
Combien ?				
Structure des coûts			Sources de revenus	

- **L'analyse stratégique préalable est un incontournable**
- **Une approche pragmatique et aisée à mettre en œuvre : le modèle « Canvas »**

# ... pour mieux se projeter

Réaliser une analyse stratégique

	POSITIF	NEGATIF
INTERNE	<b>FORCES</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Produit, qualité, prix</li><li>Image, notoriété, emplacement</li><li>Distribution, force commerciale</li><li>Communication, marketing</li><li>Gestion, organisation, partenariats</li><li>Maîtrise technique</li><li>Moyens humains, compétences</li><li>Équipement, outillage</li></ul>	<b>FAIBLESSES</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Produit, qualité, prix</li><li>Image, notoriété, emplacement</li><li>Distribution, force commerciale</li><li>Communication, marketing</li><li>Gestion, organisation, partenariats</li><li>Maîtrise technique</li><li>Moyens humains, compétences</li><li>Équipement, outillage</li></ul>
EXTERNE	<b>OPPORTUNITES</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Tendances générales au niveau de l'offre</li><li>Tendances au niveau de la demande</li><li>Environnement technologique</li><li>Environnement légal</li><li>Demande au niveau de la zone de chalandise</li><li>Concurrence</li><li>Fournisseurs</li><li>Environnement local, économique</li></ul>	<b>MENACES</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Tendances générales au niveau de l'offre</li><li>Tendances au niveau de la demande</li><li>Environnement technologique</li><li>Environnement légal</li><li>Demande au niveau de la zone de chalandise</li><li>Concurrence</li><li>Fournisseurs</li><li>Environnement local, économique</li></ul>

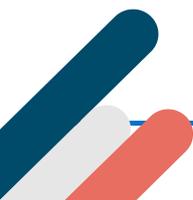
Source : Wikicréa



# 2 Préparer les agrégats de valorisation

---

- 2.1 Maîtriser la démarche
- 2.2 Comprendre les résultats passés pour déterminer le résultat normatif
- 2.3 Avoir une vision économique de son bilan
- 2.4 Déterminer la dette nette



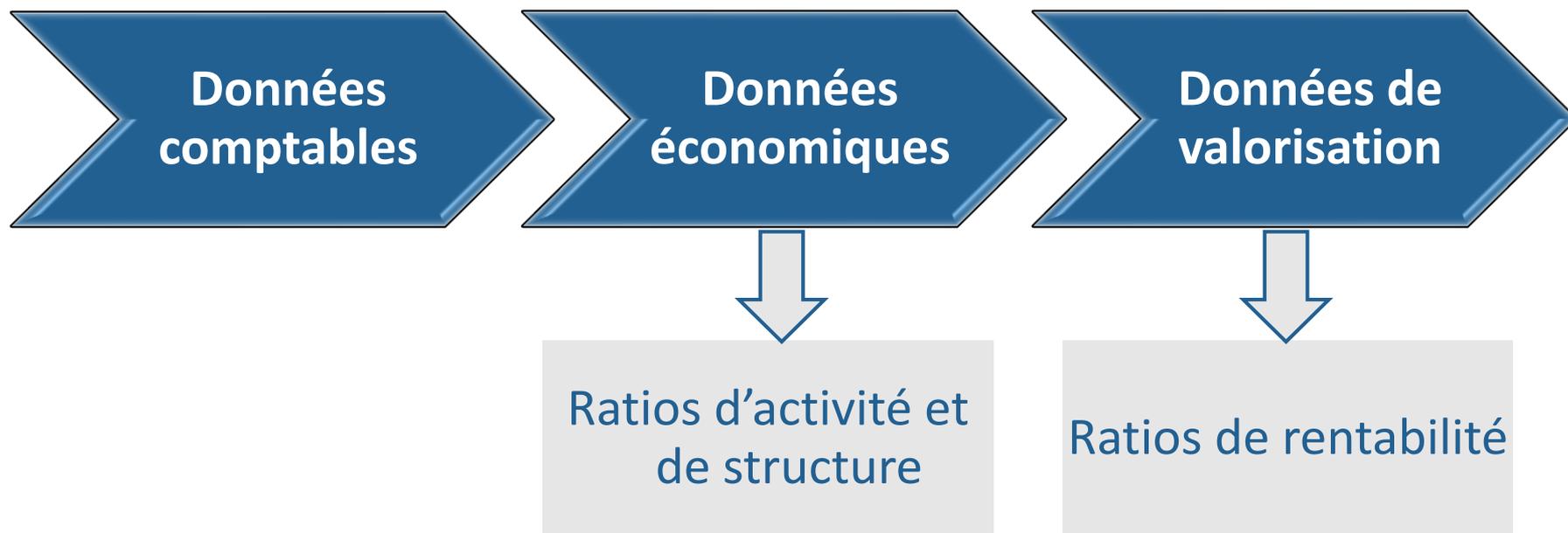
- **Constat**

- ▶ Dans le cadre de cession d'entreprises matures et in bonis, les méthodes d'évaluation les plus utilisées s'appuient sur les multiples ou sur les flux de trésorerie actualisés

- **La mise en œuvre de ces méthodes nécessitent**

- ▶ D'identifier le compte d'exploitation qui représente la situation « récurrente » de l'entreprise à la date d'évaluation
- ▶ D'identifier les actifs et passifs non nécessaires à l'exploitation
- ▶ De déterminer la « dette nette » de l'entreprise à la date d'évaluation

**→ Nécessité de réaliser un diagnostic économique et financier**



## Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

- **Exclut**
  - ▶ Le résultat financier
  - ▶ L'impôt sur les bénéfices
  - ▶ Les amortissements et dépréciations d'actifs immobilisés
- **Exclut naturellement le résultat exceptionnel**
  - ▶ La notion n'existe pas en normes internationales
  - ▶ Le résultat de cession des immos vient s'imputer sur le CAPEX
- **Inclut en revanche, contrairement à nos habitudes, les dépréciations de stocks et créances ainsi que les dotations et reprises s/ provisions pour risques et charges, dès lors qu'elles se dénoueront par du cash**
  - ▶ Notion d'«accruals» en comptabilité anglo-saxonne
  - ▶ Seules les provisions à caractère prudentiel devraient donc être exclues du calcul

**EBITDA ≠ EBE**

## Earnings Before Interest and Taxes

- **Exclut**
  - ▶ Le résultat financier
  - ▶ L'impôt sur les bénéfices
  
- **Exclut naturellement le résultat exceptionnel,**
  - ▶ La notion n'existe pas en normes internationales
  - ▶ Le résultat de cession des immos vient s'imputer sur le CAPEX

**EBIT ≠ REX**

# Agrégats de bilan et rentabilités

Maîtriser la démarche

## Actif économique

**Actifs immobilisés**



**Besoin en fonds de roulement**

**Ce dont l'entreprise a besoin pour fonctionner**

**Objet même de l'évaluation !**

## Les capitaux investis

**Capitaux propres**



**Dette nette**

**A retenir en valeur comptable**

## ROCE (Return on capital Employed)

**Mesure de la rentabilité de l'actif économique**

**Se détermine en valeur de marché**

$$\text{ROCE} = \frac{\text{EBIT} - \text{IS}}{\text{CE}} = \frac{\text{EBIT} - \text{IS}}{\text{CA}} \times \frac{\text{CA}}{\text{CE}}$$

*A ne pas confondre avec le ROIC, en valeur comptable, et comprenant le hors exploitation*

## ROE

**Mesure la capacité d'une entreprise à générer des profits à partir de ses seuls capitaux propres**

**Se détermine en valeur de marché**

$$\text{ROE} = \frac{\text{NI}}{\text{E}}$$

**Permet de mesurer l'effet de levier**

# Du résultat comptable au résultat récurrent

Comprendre les résultats passés pour déterminer le résultat normatif

## Résultat Comptable

## Résultat Economique

## Résultat récurrent

Chiffre d'affaires	Chiffre d'affaires net d'escomptes, budgets commerciaux, dépréciations & pertes s/ créances	Chiffre d'affaires retraité, neutralisé des pertes exceptionnelles et éléments pilotés (eg management fees)
Produits d'exploitation	Coûts directs (consommations- études & sous-traitance - énergie et fluides - personnel direct), nets des effets changes et escomptes	Coûts directs retraités, corrigés des éléments pilotés (eg méthodes de valorisation des stocks)
Charges d'exploitation	<b>MARGE BRUTE</b>	<b>MARGE BRUTE</b>
<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>	Charges indirectes (services hors crédit-bail - impôts & taxes - personnel - dépréciations - PRC "décaissables" - autres charges nettes des autres produits)	Charges indirectes retraitées, corrigées des éléments pilotés (immobilier, management fees, rémunération dirigeants)
Produits financiers	<b>EBITDA</b>	<b>EBITDA</b>
Charges financières	Amortissements (yc Crédit-bail) et provisions à caractère de réserves	Amortissements (yc crédit-bail) et provisions à caractère de réserves, après révision des durées d'amortissement
<b>RESULTAT FINANCIER</b>	<b>EBIT</b>	<b>EBIT</b>
<b>RESULTAT COURANT AVANT IMPOTS</b>	<b>RESULTAT FINANCIER (yc crédit-bail)</b>	<b>RESULTAT FINANCIER (yc crédit-bail)</b>
Produits exceptionnels	Impôt sur les sociétés (yc CIR - hors effet extraordinaire)	Impôt sur les sociétés, hors CIR et effet extraordinaire)
Charges exceptionnelles	<b>RESULTAT NET</b>	<b>RESULTAT NET</b>
<b>RESULTAT EXCEPTIONNEL</b>		
Participation des salariés	<b>RESULTAT EXTRAORDINAIRE (yc PV/MV d'actifs), net d'impôt</b>	<b>RESULTAT EXTRAORDINAIRE, hors cessions d'actifs, net d'impôt</b>
Impôts sur les sociétés (yc CIR)		
<b>RESULTAT NET</b>		<b>PV/MV de cessions d'actifs net d'IS</b>
		<b>CIR</b>
		<b>FINANCEMENT DU CAPEX</b>

# Les retraitements économique vs comptable

*Comprendre les résultats passés pour déterminer le résultat normatif*

## ● Objectifs

- ▶ S'affranchir des classements comptables pour obtenir une vision économique du compte de résultat
  - Approche « reporting » et non comptes annuels
- ▶ Assurer la comparabilité avec le plan d'affaires prévisionnel

## ● Principaux reclassements, pour autant qu'ils soient significatifs

- ▶ Chiffre d'affaires
- ▶ Coûts directs
- ▶ Charges externes
- ▶ Frais de personnel
- ▶ Résultat exceptionnel

# Focus sur la dépréciation des stocks

*Comprendre les résultats passés pour déterminer le résultat normatif*

- **Une dépréciation ponctuelle des encours ou des stocks figurant au bilan n'a pas d'impact direct sur le cash et la trésorerie**
  - ▶ Concernant son impact sur la rentabilité, il convient de bien prendre en compte la nature de cette dépréciation du point de vue économique
    - Une dépréciation significative, récurrente et inhérente à l'activité de l'entreprise vient minorer l'EBIT, pour un montant annuel moyen
    - Une dépréciation liée à un évènement exceptionnel, non reconductible et éloigné dans le temps peut ne pas impacter la valorisation
- **Certains praticiens considèrent qu'une dépréciation des stocks au moment de l'évaluation se traduit par une diminution équivalente de la valeur des titres**
  - ▶ Approche erronée

# Incidence d'une correction de stocks

*Comprendre les résultats passés pour déterminer le résultat normatif*

## ● Illustration

	Selon états financiers	Dépréciation à constater	Données corrigées
EBIT net d'IS	161	-90	71
Actif économique	2 890	-90	2 800
ROI	5,57%		2,54%
<b>Multiple apparent (inverse du ROI)</b>	<b>17,95</b>		<b>39,44</b>

# Valorisation des encours de production

*Comprendre les résultats passés pour déterminer le résultat normatif*

- **La variation des encours a un impact très important sur l'EBIT**
  - ▶ Une augmentation des encours de 100 augmente directement l'EBIT de 100 !
- **Les encours sur des productions de série sont à examiner en étudiant les variations d'une année sur l'autre**
- **Le cas des activités incluant de gros projets est encore plus délicat :**
  - ▶ Valorisation de l'avancement du projet soit au coût de fabrication, soit au prix de vente
  - ▶ Calcul de l'avancement soit au % du temps passé, soit au % du coût total (temps passé + achats)
  - ▶ Que faire ?
    - Toujours revenir au modèle d'affaires de l'entreprise, et retenir la méthode qui reflète le mieux la réelle valeur créée au cours de la période considérée.

# Exemple d'encours de production

*Comprendre les résultats passés pour déterminer le résultat normatif*

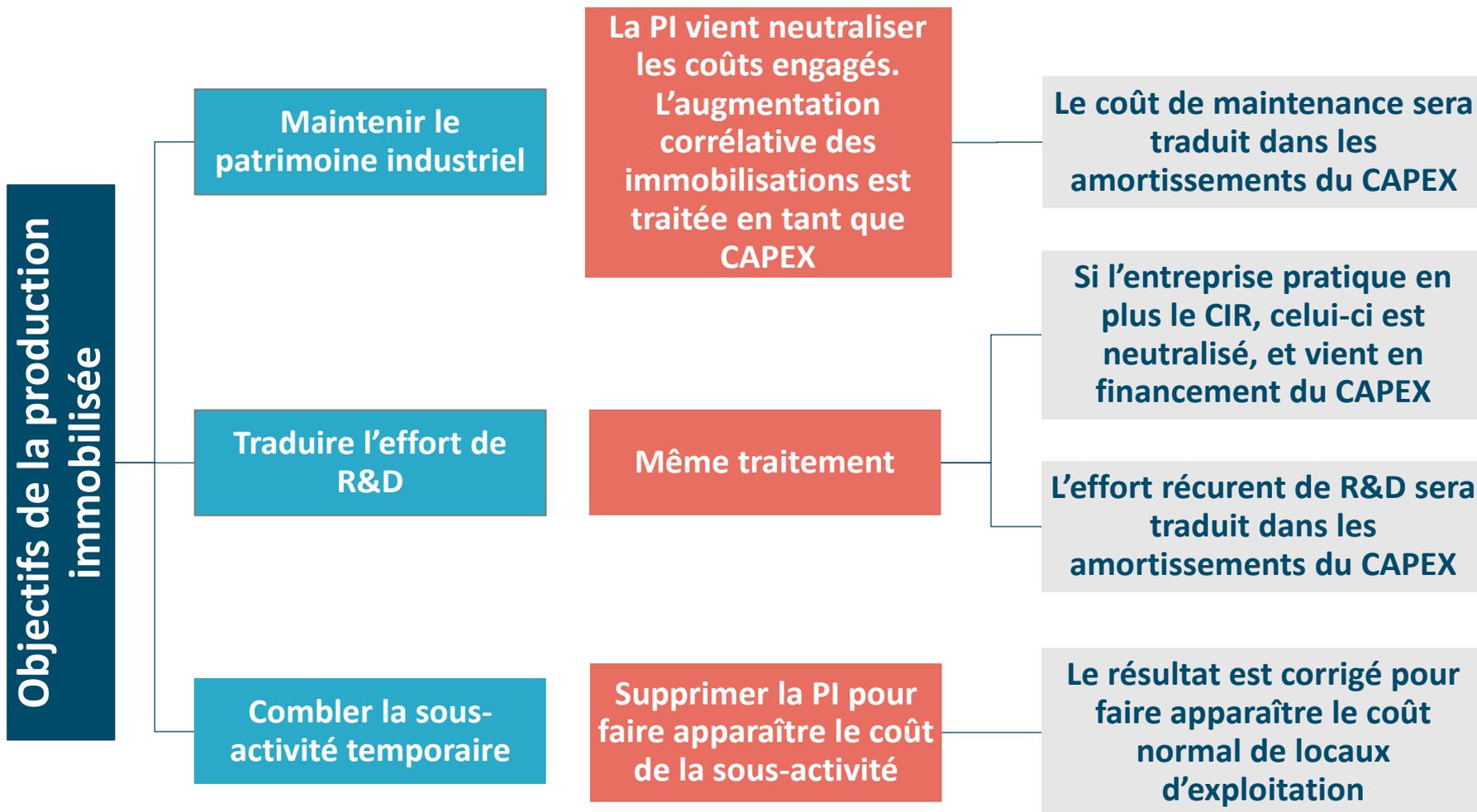
- Une entreprise réalisant 10 M€ de CA est évaluée sur une base 31 décembre (date de clôture).
- Elle dispose d'une commande en cours d'un projet de 3 M€, livrable en avril de l'exercice prochain, dont les hypothèses budgétaires sont les suivantes :
  - ▶ Matières 1,5 M€
  - ▶ Main d'œuvre 0,9 M€
  - ▶ → marge prévisionnelle 0,6 M€
- La réalisation du projet comprend une première phase d'études, puis d'achats de composants, suivis d'un peu d'intégration
- Au 31/12, le % d'avancement effectif représente 

	en heures : 60%
	en achats : 20%
- L'évaluation projet en cours au 31/12 peut être réalisée
  - ▶ d'après les heures à l'achèvement : 1,44 M€ à l'avancement : 1,8 M€
  - ▶ d'après le coût total (heures + achats) à l'achèvement : 0,84 M€ à l'avancement : 1,05 M€

**D'où une variation de l'EBIT selon la méthode retenue jusqu'à 0,96 M€, pour une entreprise dont la marge est 20%, soit 2 M€, et l'EBIT de l'ordre de 1 M€ : la méthode de calcul peut faire varier la valeur d'entreprise du simple au double ! !**

# La production immobilisée

*Comprendre les résultats passés pour déterminer le résultat normatif*



# Les loyers immobiliers

*Comprendre les résultats passés pour déterminer le résultat normatif*

- **A comparer aux loyers de marché à l'adresse concernée**
  - ▶ Retraitement fréquent lorsque le patrimoine immobilier est détenu par les dirigeants
- **Exemple d'une société de CA 5 M€ et EBIT de 260 k€.**
  - ▶ Locaux dans une SCI possédée par le dirigeant et sa famille.
    - Loyer annuel : 90 k€ HT pour 2 500 m<sup>2</sup> de bureaux et ateliers.
    - Loyer annuel « de marché » dans cet endroit précis est évalué à 120 k€.
  - ▶ Le loyer doit être retraité de 30 k€, ce qui réduit l'EBIT à 230 k€.
  - ▶ Impact de ce retraitement pour la famille cédante ?
    - Si le multiple retenu est de 5, la valeur d'entreprise est réduite de  $5 \times 30 = 150$  k€.
    - Mais le loyer est augmenté de 30 k€, ce qui correspond à une valeur d'immobilier de l'ordre de 300 k€ (multiple de 10)
    - Finalement, le retraitement est positif pour le cédant, tout en étant rassurant pour l'acquéreur.

# Salaires et frais de confort

*Comprendre les résultats passés pour déterminer le résultat normatif*

- **Salaires des dirigeants normalisé à la hausse ou à la baisse afin de refléter le marché**
  - ▶ Certains intervenants retraitent en fonction de la rémunération qu'ils comptent octroyer à la nouvelle direction
- **Bien identifier les salariés concernés : dirigeants, collatéraux et autres salariés disposant d'un niveau de salaire atypique qui ne serait pas maintenu post cession**
- **Frais « de confort » neutralisés**

- **Montant économique plutôt que fiscal**

- ▶ Neutraliser notamment les dispositifs d'amortissement accéléré
- ▶ S'assurer que l'amortissement des biens pris en crédit-bail reflète bien la durée réelle d'utilisation

- **EBITDA & CAPEX**

- ▶ Evaluer le montant « récurrent » annuel d'investissement à réaliser, lequel, avec un raisonnement « récurrent » lissé doit être égal au montant d'amortissements
- ▶ Tenir compte le cas échéant du fait que le matériel peut être vieillissant

# Du bilan comptable au bilan d'évaluation

*Avoir une vision économique de son bilan*

## Bilan Comptable

Actif Immobilisé	Capitaux propres
Actifs circulants et comptes de régularisation	Dettes financières
Trésorerie	Autres dettes

## Bilan Economique

Actifs d'exploitation, y compris le Besoin en fonds de roulement (net de dépréciations et majoré cessions Dailly / Escompte)	Capitaux propres
Autres actifs, nets des passifs hors exploitation	Endettement financier net (y compris encours escompte / Dailly)

## Bilan d'Evaluation

Valeur d'entreprise	Valeur de marché des capitaux propres
Valeur des autres actifs, nets des passifs hors exploitation	Valeur de marché de la dette nette

# Objectifs poursuivis

*Avoir une vision économique de son bilan*

- **Neutraliser les non valeurs**
  - ▶ Frais d'établissement
- **Répercuter sur le bilan les reclassements opérés sur le compte de résultat**
- **Identifier les biens non nécessaires à l'exploitation**
  - ▶ Leur utilisation ne doit pas être traduite dans le Business Plan
  - ▶ Ils font l'objet d'une valorisation distincte, nette de l'IS sur la plus-value
    - **Prix de marché, décoté si une cession rapide ne peut être envisagée**
  - ▶ Attention aux brevets proches du lancement (ie en pharma)
    - **Il peut être judicieux de prendre en compte la marge brute ou nette d'exploitation (probabilisée ou en utilisant un taux d'actualisation prenant en compte le risque spécifique)**
    - **Sa valorisation est alors prise en compte via la valeur d'entreprise**
- **Déterminer la véritable position de la dette nette / trésorerie nette**

- **Le retraitement vise à tenir compte de la différence entre le taux d'actualisation d'un actif immobilier et celui d'un actif d'entreprise**
  - ▶ A titre d'exemple, pour l'immobilier, le multiple du loyer est de l'ordre de 10 (jusqu'à près de 20 dans des cas particuliers), alors que le multiple de l'EBIT est en général de l'ordre de 4 à 5 et dépasse rarement 7.
- **Principe du retraitement**
  - ▶ On simule une cession de l'immobilier, au prix réel du marché (cette cession doit également être possible sous forme de crédit-bail). La trésorerie va en être augmentée d'autant.
    - La question de l'IS fait débat et fait donc l'objet de négociations, le plus souvent l'IS est déduit.
  - ▶ On estime, au prix du marché, le loyer que l'entreprise devra payer pour ces locaux si elle ne les possède plus. On déduit ce loyer de l'EBIT.
  - ▶ In fine, on obtient un supplément de trésorerie, et une diminution de l'EBIT → le résultat final sera une augmentation de la valeur des titres.
    - L'ordre de grandeur de cette augmentation est très approximativement dans les cas standards de l'ordre de la moitié de la valeur de marché de l'immobilier (puisque le multiple de l'EBIT est de l'ordre de la moitié du multiple du loyer)

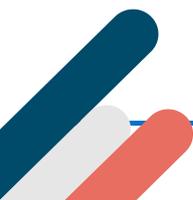
- **Dettes bancaires telles qu'apparaissant au bilan**
- **Encours de créances cédées (factor, Dailly) ou escomptées**
  - ▶ Tout financement décomptabilisant les créances doit être neutralisé pour faire apparaître le montant réel des créances clients en contrepartie des concours bancaires obtenus
- **La trésorerie excédentaire est traitée en actif hors exploitation**
  - ▶ Objectif : neutraliser son impact sur le gearing et donc sur le taux d'actualisation



# 3 Mettre en oeuvre les approches de valorisation

---

- 3.1 Identifier les méthodes appropriées
- 3.2 Savoir mettre en oeuvre la méthode des DCF
- 3.3 Savoir mettre en oeuvre les méthodes analogiques
- 3.4 Eviter les embûches



## ● Deux approches possibles

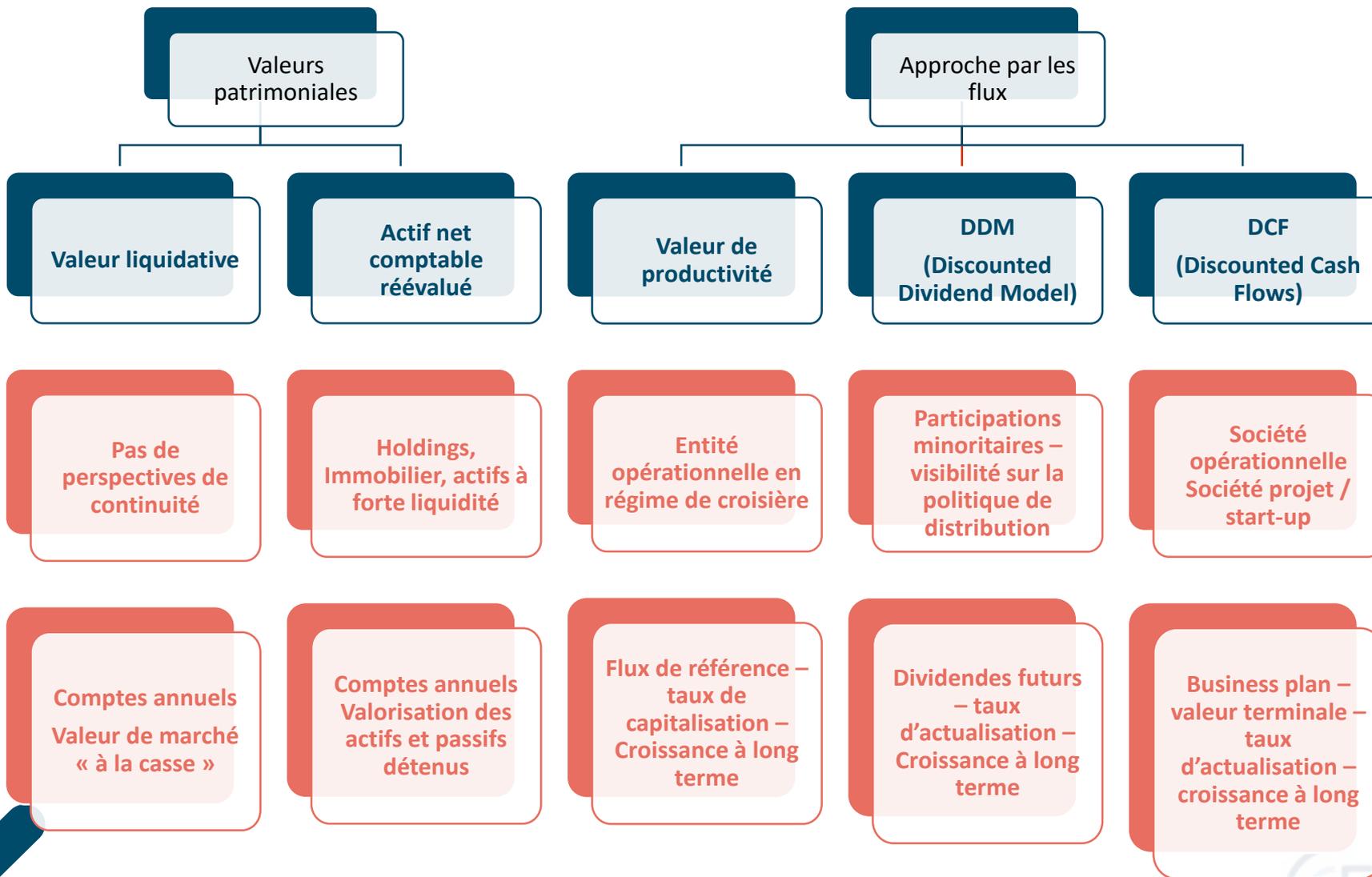
- ▶ Les méthodes intrinsèques, qui prennent appui sur les caractéristiques propres de l'entreprise
  - Passées
  - Prévisionnelles
  
- ▶ Les méthodes analogiques, qui valorisent la société par comparaison avec des références externes
  - Références boursières
  - Références transactionnelles
  - Références professionnelles (multiples de CA – VU s/ interne – MWh en ENR...)

## ● Un principe majeur

**On ne réalise jamais la moyenne de ces méthodes**

# Principales méthodes intrinsèques

Identifier les méthodes appropriées



# Principales méthodes analogiques

*Identifier les méthodes appropriées*

**Multiples boursiers**

**Multiples transactionnels**

**Multiples sectoriels**

**Secteur bien représenté en bourse**

**Secteur visible en termes de transactions**

**Secteurs spécifiques (détail – internet – ENR..)**

**Echantillon d'entités comparables en termes de secteur, de marché, de croissance, de rentabilité, de méthodes comptables – titres liquides : accès aux BDD**

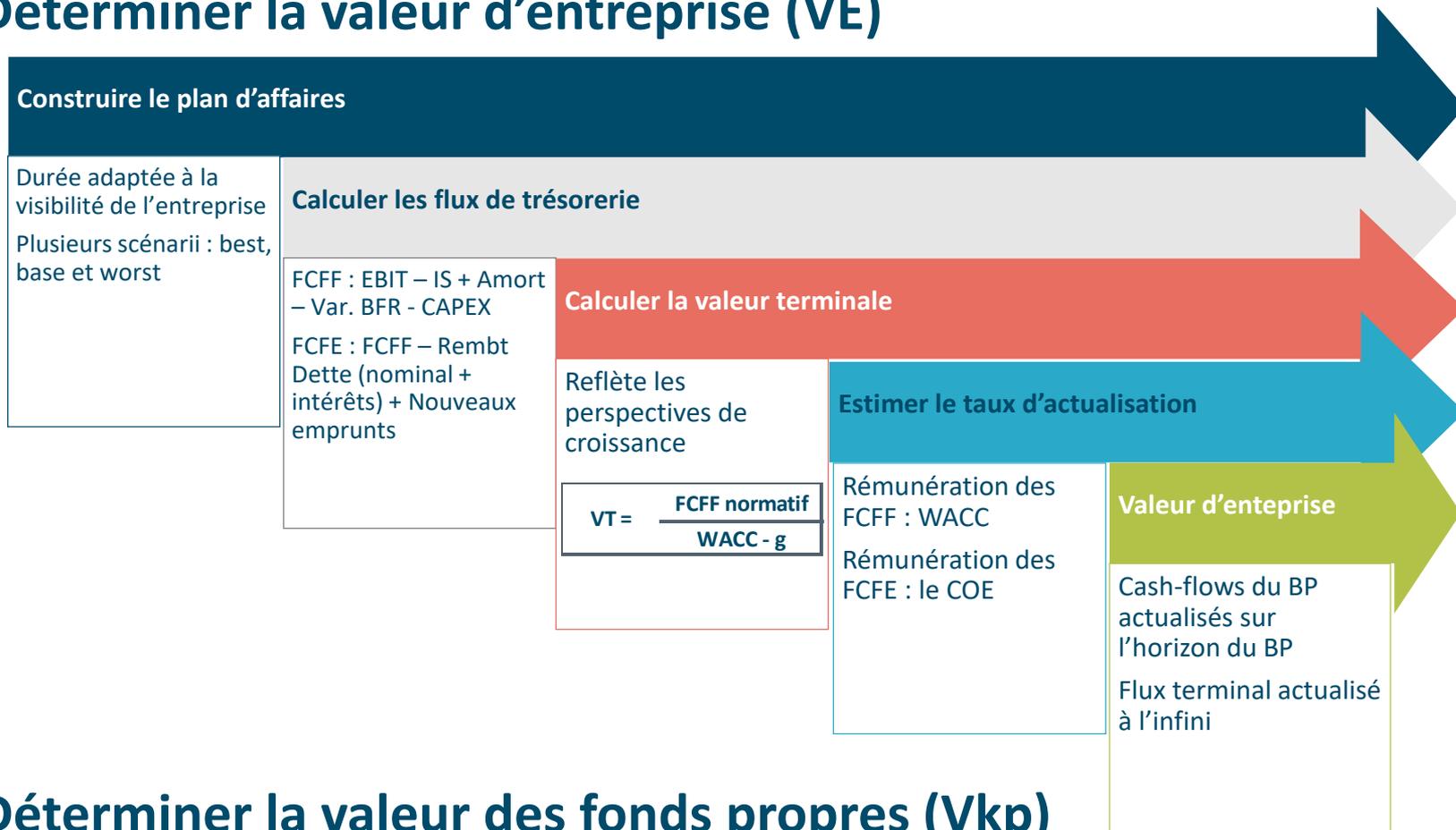
**Transactions récentes, librement consenties, majoritaires, réglées en numéraires, dont l'intégralité du prix de cession est déterminable**

**Usages sectoriels (CA en détail - VU, GMV s/ internet – Mkw en ENR)**

# Focus sur la méthode DCF

*Savoir mettre en oeuvre la méthode des DCF*

## ● Déterminer la valeur d'entreprise (VE)



## ● Déterminer la valeur des fonds propres (Vkp)

$$Vkp = VE - \text{dette nette} + \text{Actifs nets des passifs hors exploitation}$$

# La rémunération des flux de trésorerie

*Savoir mettre en oeuvre la méthode des DCF*

Nature des flux	FCFF	FCFE	Dividendes
Qui rémunérer ?	Apporteurs de fonds	Actionnaires	
Quoi rémunérer ?	Apport en capital Apport en dette	Apport en capital	
A quel taux ?	WACC	COE (k)	
Pour obtenir quelle valeur ?	VE	Vkp	

- Le WACC : coût moyen pondéré du capital**

Formule de Modigliani Miller

$$\text{WACC} = k_e \times \frac{E}{D+E} + k_d \times \frac{D}{D+E}$$

- $k_e$  Coût des fonds propres (COE)
- $k_d$  Coût de la dette, soit  $r_d \times (1 - IS)$
- $r_d$  Taux d'intérêt de la dette
- IS Taux d'IS
- E Equity (Fonds propres), en valeur de marché
- D Dette (en valeur de marché)

==> nécessite une approche itérative

- Le coût des fonds propres (COE) selon modèle du MEDAF**

$$k_e = r_f + \beta (r_m - r_f) + r_s$$

- $k_e$  Coût du capital
- $r_f$  Taux sans risque
- $\beta$  Béta (réendetté)
- $(r_m - r_f)$  Prime de risque du marché
- $r_s$  Prime de risque spécifique

# Où trouver ces taux ?

*Savoir mettre en oeuvre la méthode des DCF*

## Taux sans risque

- OAT 10 ans
- <https://www.aft.gouv.fr/fr/tec-10-du-jour>

## Prime de risque de marché

Plusieurs providers, gratuits (Damodaran) ou payants  
La CCEF publie 2 fois par an cette prime de risque pour le marché français

## B sectoriel

Plusieurs providers, gratuits ou payants  
La CCEF publie 2 fois par an ces  $\beta$  sectoriels, désendettés

## Prime de risque spécifique

S'agissant de société non cotée, cette prime est principalement couverte par la prime de taille

## Le taux de croissance à l'infini

Données macro économiques

# La prime de risque spécifique

*Savoir mettre en oeuvre la méthode des DCF*

- **Littérature nombreuse sur le sujet – pas de norme**
- **Une approche possible est d'intégrer une prime de taille**
  - ▶ Permet de prendre en compte la différence de taille entre l'échantillon de sociétés cotées, et la société évaluée
  - ▶ Prime de taille proposée par la CCEF dans son observatoire de la valeur des entreprises (publication annuelle – dernière parution début 2018)

$$SP = 6,4518\% - 1,362\% \times \text{Log (EBITDA)}$$

- **Si d'autres risques spécifiques doivent être intégrer, adopter une démarche construite**

# Quel multiple pour quelle valeur ?

*Savoir mettre en oeuvre les méthodes analogiques*

## ● Agrégats indépendants de la structure financière → VE

Agrégat	Avantages	Inconvénients	Précautions
CA	Moins volatil que les multiples de résultat Permet d'obtenir une valorisation malgré un défaut de profitabilité	Pas de notion de rentabilité. Valeur de franchise	Nécessité d'avoir un échantillon comparable en termes de marge et intensité capitalistique. A défaut, à l'aide d'une régression linéaire, ajuster le multiple de CA en fonction de la rentabilité observée chez les comparables
EBITDA	Permet de s'affranchir des politiques d'amortissement des entités de l'échantillon Agrégat qui se rapproche au mieux de la trésorerie créée	Pas de notion d'intensité capitalistique	Attention au statut propriétaire / locataire de l'immobilier d'entreprise de l'entité évaluée et des ses comparables Attention au traitement des frais de R&D, activés (hors EBITDA) ou non (dans l'EBITDA) Identifier le niveau de consolidation des SME
EBIT	Intègre l'intensité des capitaux investis au travers de la prise en compte des dotations aux amortissements	Plus souvent influencé que l'EBITDA par des distorsions entre les référentiels comptables	

## ● Donc :

$$V_{kp} = VE - \text{dette nette} + \text{Actifs nets des passifs hors exploitation}$$

# Quel multiple pour quelle valeur ?

*Savoir mettre en oeuvre les méthodes analogiques*

- Agrégats dépendants de la structure financière → **Vkp**

Agrégat	Avantages	Inconvénients	Précautions
Résultat net	Aisément disponible sur les titres cotés (il suffit d'avoir le dernier cours connu, le bénéfice net et le nombre de titres cotés)	Le PER implique de nombreux retraitements du résultat net afin de tendre vers un résultat net normatif Le PER met une valeur implicite sur les intérêts minoritaires et les SME	S'assurer que l'entité à évaluer et ses comparables sont strictement la même structure financière
CAF	Adapté aux secteurs exigeant un lourd outil de production		
Capitaux propres	Adapté aux sociétés financières ou immobilières : le P/B constitue alors un indicateur de l'ANR		

- **Donc :**

**Vkp totale = Vkp + Actifs nets des passifs hors exploitation**

- **Attention à la constitution des échantillons de comparables**
  
- **Attention aux références publiques**
  - ▶ Ne pas les utiliser en dehors de leur contexte !
  - ▶ Un multiple boursier ne s'applique pas tel quel aux entités que nous sommes conduits à évaluer
    - Ces multiples sont internationaux
    - La taille des entités cotées est loin d'être comparable à celle des entités que nous évaluons
  - ▶ Il en est aussi ainsi de l'indice « Argos Mid-Market » publié par Epsilon Research et mis à disposition de la CNCC
    - Multiple d'EBITDA de 9,9x (acquéreurs stratégiques) et 9,3x (capital-transmission) pour le 3<sup>ème</sup> trimestre 2018
    - Concernant des opérations de fusions-acquisitions européenne du Mid-Market : de 15 M€ à 500 M€

# Comment prendre en compte la taille ?

*Savoir mettre en oeuvre les méthodes analogiques*

- **Des ordres de grandeurs à retenir**

- ▶ Les marchés cotés de pays non émergents font apparaître pour les sociétés réputées liquides :
  - Des capitalisations s'inscrivant dans des fourchettes de 1,4 md€ à 85,4 md€ (hors extrêmes)
  - Des multiples tous secteurs confondus de 9,1 à 12,3, soit une décote de 25%
- ▶ Pour les sociétés cotées, les travaux réalisés par Eric Eugène Grena aboutissent à une décote de taille maximale 40% pour des sociétés < à 2% des fonds propres de référence

- **Pour éviter l'arbitraire, recourir aux multiples publiés par l'Observatoire de la CCEF, déterminés en tenant compte de la prime de taille évoquée ci-avant**

- **Utiliser l'actif net comptable corrigé comme seule approche de valorisation**
  - ▶ L'ANCR n'est véritablement justifiée
    - Que pour les sociétés holdings et immobilières, les entités sous-jacentes étant alors valorisées en utilisant les méthodes adaptées
    - Ou alors pour les sociétés en liquidation
  - ▶ Eventuellement, le déterminer (yc goodwill) pour appréhender le point bas de valorisation
- **Valoriser la société sur la base du PER de l'échantillon des « comparables »**
  - ▶ Le PER est un multiple de résultat net, et tient donc compte de la structure financière propre à chaque entité de l'échantillon :
    - Un PER faible peut traduire simplement une société très endettée,
    - Un PER élevé peut traduire simplement une société qui dispose de beaucoup de liquidités,
  - ▶ Sauf à ce que l'ensemble des entités comparables et la société évaluées aient strictement la même structure financière, il est impossible de conclure sur la valeur

- **Utiliser des prévisions de cash-flows irréalistes**
  - ▶ Faute d'une analyse stratégique circonstanciée....
- **Utiliser des comparables qui ne le sont pas**
  - ▶ Bien étudier la composition de l'échantillon retenu
  - ▶ A défaut, utiliser les comparables sectoriels
- **Se tromper sur le taux d'actualisation**
  - ▶ Qu'est ce qu'un taux d'actualisation ?
    - C'est un paramètre exprimé en % qui permet de ramener la valeur courante d'une dépense ou d'une recette future à sa valeur actuelle compte tenu de la dépréciation propre au temps et au risque relatif à l'actif.
  - ▶ Pourquoi actualiser ?
    - Pour déprécier le futur, et être plus exigeant vis-à-vis des flux futurs que vis-à-vis des flux actuels car ils ne peuvent pas être consommés ou investis immédiatement, contrairement à un flux actuel.

- **Se tromper sur la détermination de la valeur terminale (DCF)**
  - ▶ Attention, celle-ci représente  $\frac{2}{3}$  de la valeur d'entreprise !
- **Confondre la valeur des actions (capitaux propres) et la valeur de l'entreprise**
  - $V_{kp} = VE - \text{dette nette} + \text{Actifs nets des passifs hors exploitation}$**
  - ▶ Attention à la valeur obtenue en fonction de l'approche utilisée
- **Calculer la moyenne des méthodes**
  - ▶ Elle a très rarement un fondement logique : vision patrimoniale et vision opérationnelle recouvrent deux logiques différentes
  - ▶ Elle se fonde souvent sur deux hypothèses contradictoires : la poursuite de l'entreprise (approche DCF) et sa liquidation.

# Des questions ?

## **André Paul BAHUON**

Président de la Compagnie des  
Conseils et Experts Financiers (CCEF)  
Expert comptable – Commissaire aux  
comptes

[apbahuon@creatisgroupe.com](mailto:apbahuon@creatisgroupe.com)

## **Maud BODIN VERALDI**

Membre du collège des évaluateurs  
de la CCEF  
Expert comptable – Commissaire aux  
comptes

[maud.bodin@groupe-aplitec.com](mailto:maud.bodin@groupe-aplitec.com)

# MERCI