



EVALUATIONS D'ENTREPRISES

Hugues Fronville
BDO DFSA Réviseurs d'entreprises



Plan du séminaire

Différences entre notion de prix et de valeur

Situations d'évaluations

Méthodologie d'une évaluation

Méthodes d'évaluation

Cas pratique

Conclusion





Notions de valeur et de prix

Objective/subjective

Zone de négociation

Fonction de l'opération

- Cession (vente, apport)
- Fusion

Fonction du destinataire



Situations d'évaluations

- Valorisation d'une participation au bilan
- En cas d'apport d'actions
- Acquisition d'entreprises
- Base imposable en cas de succession
- Limitation ou suppression du droit de préférence (598 C. Soc.)
- Clauses d'agrément ou de préemption
- Exclusion d'un associé - offre de retrait
- Fusion: rapport d'échange



Méthodologie de l'évaluation (1)

Définir la mission

- Sur **QUOI** porte la mission (Fdc/actions)
- Evaluation pour **QUI** (acheteur/vendeur)
- Evaluer pour quel **OBJECTIF**
- Evaluation à quelle **DATE**



Méthodologie de l'évaluation (2)

Connaissance générale de l'entreprise

- Comptable: revue analytique, comptes annuels, règles d'évaluation
- Produits/informations commerciales/production
- Secteur
- Personnel
- Contractuel et juridique
- Statuts
- Politique et stratégie: investissements, going concern



Méthodologie de l'évaluation (3)

Connaissance générale de l'entreprise

Objectif = analyse de l'environnement économique et social de l'entreprise afin de cerner les différents facteurs de l'évaluation



Méthodologie de l'évaluation (4)

Analyse des postes constitutifs du bilan

- Revue analytique
- Identification des corrections de valeurs
 - Frais d'établissement
 - Immobilisations incorporelles
 - Immobilisations corporelles
 - Immobilisations financières
 - Stocks
 - Créances
 - Etc...



Méthodologie de l'évaluation (5)

Analyse des postes constitutifs du bilan

Objectif = définir correctement la valeur de l'actif net rectifié de l'entreprise



Méthodologie de l'évaluation (6)

Analyse des projections financières

- Revue analytique (ratios)
- Identification des hypothèses
- Validation des hypothèses

- Projections propres ???



Méthodologie de l'évaluation (6)

Analyse des projections financières

Objectif = valider ou corriger les attentes raisonnables de l'activité dans le futur



Méthodes d'évaluations

Méthode de la valeur intrinsèque

Méthodes de rendement

Méthodes mixtes

Discounted cash Flow





Notion de valeur intrinsèque

Actif net comptable

+ Corrections d'actif net

- Sous évaluations d'actifs
- Surévaluations de passif
- Impact fiscaux
- Valeur du fonds de commerce: NON



Méthodes patrimoniales

Simplicité et objectivité

Vision statique de l'entreprise

Champ d'application

- Immobilières
- Rentabilité négative ?
- Discontinuité



Méthodes de rendement: définition

Ces méthodes associent la valeur de l'entreprise à l'actualisation des perspectives futures attendues. Ceci signifie que les chiffres escomptés pour l'avenir sont en fait ramenés en valeur d'aujourd'hui.

Autrement dit, estimer la valeur de rendement d'une entreprise consiste à estimer le prix (ou la fourchette de prix) qu'il est justifié de payer pour obtenir le flux des revenus nets attendus dans cette entreprise. L'entreprise est alors appréciée selon son efficacité, les revenus qu'elle est susceptible de générer.



Méthodes de rendement: définition

Flux utilisés comme critères peuvent être:

- Bénéfices
- Cash flows
- Dividendes



Méthodes de rendement

Passé/futur

Corrections des résultats fiscaux/économiques

Résultats exceptionnels

Impôts





Méthodes de rendement: éléments du calcul

Flux

Taux d'actualisation (à justifier)

- Taux de base (X%) actuellement de 5 à 7%
- + Prime de « blocage » (de 15 à 50% de X)
- + Prime de risque (de 25 à 50% de X)
- + Protection de dévaluation (de 2 à 3%)
- = Taux total

Durée d'actualisation



Rendement: capitalisation

La formule de la capitalisation financière est

$$(1 - (1/(1+i)^n))/i$$

i = taux d'intérêt total

n = nombre d'années

Rendement: capitalisation

Taux	6%	8%	10%	12%	15%	20%
3 ans	2,6730	2,5771	2,4869	2,4018	2,2832	2,1065
5 ans	4,2124	3,9927	3,7908	3,6048	3,3522	2,9906
7 ans	5,5824	5,2064	4,8684	4,5638	4,1604	3,6046
10 ans	7,3601	6,7101	6,1446	5,6502	5,0188	4,1925
15 ans	9,7122	8,5595	7,6061	6,8109	5,8474	4,6755
20 ans	11,4699	9,8181	8,5136	7,4694	6,2593	4,8696
40 ans	15,0463	11,9246	9,7791	8,2438	6,6418	4,9966
infini	16,6667	12,5000	10,0000	8,3333	6,6667	5,0000

Ce tableau donne la valeur actuelle de 1 €
actualisé au taux prédéfini
et encaissé durant la période mentionnée



Rendement: méthode préconisée

Moyenne entre durée infinie et durée définie

Exemple:

- flux 1.000 EUR
- taux de 10%
- sur 5 ans: 3.791 - infini: 10.000
- Moyenne = $13.791 / 2 = 6.896$ EUR



Rendement: observations

Vue dynamique de l'entreprise
Absence de référence à l'actif net de l'entreprise
Degré d'incertitude important
Sensibilité au taux et à la durée





Méthodes Mixtes

Valeur d'une entreprise =

- Actif net corrigé
- + Goodwill





Méthodes d'évaluation

Méthode classique: actif net rectifié (ANR) + multiple des résultats nets

Méthode UEC simplifiée: ANR + actualisation super profit (sur ANR)

Méthode UEC: ANR + actualisation super profit (sur prix d'acquisition)





Méthode mixte (1)

Actif net rectifié

+ Multiple du bénéfice économique net de l'entreprise

==> Méthode classique



Méthode mixte: UEC simpl (2)

Actif net rectifié

+ Super-profit = différence entre le résultat économique de l'entreprise et la rémunération (à un taux sans risque) de l'actif net rectifié

==> Méthode UEC simplifiée

Méthode mixte UEC simpl (3)

<u>Hypothèses</u>		
Actif net rectifié	1.000	ANR
Résultat économique	200	
Taux d'intérêt sans risque	5%	i
Taux d'actualisation total	10%	
Durée 5 ans		
<u>Solution: $VE = ANR + an(BEN-iANR)$</u>		
Résultat économique	200	
Rémunération ANR	-50	
Super profit	150	
Coefficient multiplicateur	3,791	an
Valeur du goodwill	569	GW
Valeur de l'entreprise (VE)	1.569	GW+ANR



Méthode mixte: UEC norm (4)

Actif net rectifié

+ Super-profit = différence entre le résultat économique de l'entreprise et la rémunération (à un taux sans risque) de LA VALEUR DE L'ENTREPRISE

==> Méthode UEC normale

Méthode mixte: UEC norm (5)

<u>Hypothèses</u>		
Actif net rectifié	1.000	ANR
Résultat économique	200	
Taux d'intérêt sans risque	5%	i
Taux d'actualisation total	10%	
Durée 5 ans		
<u>Solution: $VE = ANR + an(BEN-iANR)$</u>		
Résultat économique	200	
Rémunération VE	-74	VE*i
Super profit	126	
Coefficient multiplicateur	3,791	an
Valeur du goodwill	478	GW
Valeur de l'entreprise (VE)	1.478	GW+ANR

Méthode mixte: UEC norm (6)

Démonstration mathématique

$$an(BEN - (VE * i)) + ANR = VE$$

$$an BEN - anVE * i + ANR = VE$$

$$an BEN + ANR = VE + an*VE*i$$

$$an BEN + ANR = VE *(1 + an*i)$$

$$(an BEN + ANR)/(1+an*i) = VE$$



Discounted Cash flow

Cash is king

EBIT

BFR

(Dés)investissements

Impôts

WACC ou taux d'actu. propre

Rééval. Actifs non ops

Dettes financières

Taux d'actualisation et taux de croissance à perpétuité

Discounted cash flow: exemple

XYZ					
<i>in €</i>	2003	2004	2005	2006	Residual value
EBIT	235.737	319.417	406.112	414.234	414.234
- Tax (40%)	(94.295)	(127.767)	(162.445)	(165.694)	(165.694)
+ Depreciation	25.000	25.000	25.000	25.500	0
- Investments	(65.000)	(40.000)	(15.000)	(15.300)	0
- Increase in WCR	(30.000)	(20.000)	(10.000)	0	0
TOTAL FREE CASH FLOW	71.442	156.650	243.667	258.741	248.541
<i>Interest rate</i>	5,00%				
<i>Risk premium</i>	10,00%				
<i>Discount Rate</i>	15,00%				
<i>LT growth</i>	0,00%				
		<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>RV - TV</u>
NPV	71.442	136.218	184.247	170.126	947.359
Cumul NPV	71.442	207.660	391.907	562.033	1.509.392
Existing financial debts					(1.000.000)
Reevaluation non operating assets					0
Total value					509.392

Discounted cash flow: calculs

Calcul de la valeur escomptée pour les années N à N+X

On prend le NCF que l'on divise par $(1 + \text{taux d'escompte})^{\text{exposant } N}$

Pour le calcul de la valeur résiduelle

Net free cash flow de la perpétuité / $(\text{taux d'escompte} - \text{croissance LT}) / ((1 + \text{taux d'escompte})^{\text{exposant } (N+1)})$



Éléments particuliers

Valeur du marché (PER)

Valeur du marché (EBITDA)

Prime de liquidité/majorité





Cas pratique

Connaissance générale

Choix de la méthode

Éléments de référence

Correction des éléments de référence

Calculs





En conclusion

Les évaluations d'entreprises relèvent de:

- *Science* d'analyses quantitatives
- *Art* d'évaluations qualitatives
- *Interprétation* de comportements humains et d'entreprises



20 mai Gent
27 mai Liège
10 juin Mechelen
17 juin Court-St-Etienne

Pour en savoir plus : www.bdo.be

Journée Entreprendre BDO : *Save the date!*

4 lieux
3 salles à thèmes
2 approches
1 expert

BDO