

Évaluation d'entreprise

Transparents réalisés en collaboration avec
Christophe Torset
Maître de conférences au CNAM-Intec

Objectifs du cours

- ▲ Comprendre la problématique de l'évaluation
- ▲ Appréhender les différentes méthodes d'évaluation existantes
- ▲ Mettre en œuvre des méthodes d'évaluation adaptées au contexte
- ▲ Proposer une fourchette d'évaluation, base de négociation

Bibliographie de base

- ▲ Thauvron A. (2005), *Evaluation d'entreprise*, Economica, 224 p.
- ▲ Berk J. et DeMarzo P. (2011), *Finance d'entreprise*, Pearson Education, 1018 p.

Plan du cours

1. Introduction à l'évaluation d'entreprise
2. L'approche patrimoniale
3. L'approche par le rendement et la détermination du coût du capital
4. Les méthodes hybrides et l'évaluation par les flux
5. L'approche par les comparables

1. Introduction à l'évaluation

- ▲ Pourquoi évaluer l'entreprise ?
- ▲ La notion de valeur
- ▲ Les étapes de l'évaluation
 - Prise de connaissance générale de l'entreprise
 - Diagnostic général
 - Diagnostic comptable et financier
 - Évaluation de l'entreprise

Pourquoi évaluer l'entreprise ?

LES ÉTAPES DE L'ÉVALUATION

Pourquoi évaluer l'entreprise ?

- ▲ L'achat ou la vente de l'entreprise
- ▲ La fusion/scission/prise de participation
- ▲ La transmission de l'entreprise
- ▲ Le placement en bourse
- ▲ L'introduction en bourse
- ▲ La prise de contrôle de l'entreprise (par le moyen du marché)

L'évaluation dépend fondamentalement de l'objectif poursuivi

La notion de valeur

LES ÉTAPES DE L'ÉVALUATION

La notion de valeur

- ▲ La valeur pour qui ? Pour quoi ?
- ▲ Les différentes approches de la valeur
 - La valeur vénale ou de marché
 - La valeur comptable (historique)
 - La valeur d'utilité
 - La valeur calculée (le coût comme mesure de la valeur)
 - La valeur de liquidation
 - La valeur à la casse

La valeur est une notion subjective liée aux besoins (l'Utilité), aux croyances et au contexte

La valeur est-elle un prix ?

« La valeur est une possibilité, le prix est une réalité et ne se forme qu'à l'instant de l'accord entre vendeur et acheteur. Il n'y a pas coïncidence entre la valeur et le prix, sauf dans le cas d'un marché de concurrence à peu près parfaite. À partir d'une estimation de la valeur, même la meilleure que l'on puisse imaginer, il est à peu près sûr que de la libre négociation résulte ensuite un prix qui sera différent. Cela est normal et ne signifie en aucune façon que l'estimation a été erronée ». (Barnay et Calba, 1968, Combien vaut votre entreprise ?)

Déterminer la valeur d'une entreprise consiste à estimer ce qu'elle pourrait valoir dans un échange, mais ne préjuge pas du prix auquel l'entreprise peut être, partiellement ou en totalité, cédée

La valeur est-elle identique en tous lieux ?

▲ Quelle est pour vous la valeur d'une bouteille d'eau minérale ?

▲ Quelle serait pour vous la valeur d'une bouteille d'eau minérale si vous étiez perdu(e) dans le désert ?

La valeur d'une entreprise est également dépendante de sa localisation géographique et de son activité. Une boulangerie aura une valeur plus élevée si elle est située dans une région dépourvue de boulangeries...

La valeur est-elle identique tout le temps ?

▲ Quelle était la valeur moyenne d'un appartement à Paris en 1950 ?

▲ Quelle était la valeur moyenne de ce même appartement en 1970 ?

▲ Quelle est sa valeur aujourd'hui ?

Pour une entreprise, le problème du lien valeur-temps tient notamment au principe comptable d'enregistrement au coût historique, qui ne permet pas de juger, sur la base du bilan, de la valeur actuelle des biens qu'elle possède.



La valeur est-elle identique pour tous ?

- ▴ Quelle est la valeur du maillot que portait le capitaine de l'équipe de foot du Paris-Saint-Germain lors du dernier match pour un supporter du PSG ?
- ▴ Quelle est la valeur du même maillot (PSG) pour un supporter de l'Olympique de Marseille ?

Plusieurs études ont montré que la valeur attribuée à une entreprise diffèrait sensiblement selon l'acquéreur potentiel : un industriel valorise en moyenne 2,3 fois plus une entreprise qu'un investisseur financier



La valeur et l'entreprise

- ▴ Dans la réalité, différentes notions de valeurs seront mises en œuvre
 - Un bilan est une somme de valeurs estimées selon des critères différents
 - Une PME ne peut être estimée sur la même base qu'une entreprise cotée (absence de marché)
 - Une entreprise cotée peut être estimée à travers des critères spécifiques (PER, méthodes d'évaluation des actions...)



Prise de connaissance générale de l'entreprise

LES ÉTAPES DE L'ÉVALUATION

Les étapes de l'évaluation

▲ Prise de connaissance générale de l'entreprise

- Dépend de l'entreprise, de la complexité de l'activité, de la relation à l'entreprise
- Deux étapes : prise de connaissance interne et externe

▲ Diagnostic général

▲ Diagnostic comptable et financier

▲ Évaluation de l'entreprise

- Choix de la méthode
- Mise en œuvre de la méthode

Prise de connaissance interne

▲ Visite des lieux

▲ Audit des potentiels :

- Capacité à vendre (organisation, tableaux de bord, performances commerciales, fidélité...)
- Capacité de production (organisation, tableaux de bord, productivité, technologie...)
- Capacité administrative (organisation, fiabilité des procédures, tableaux de bord, pérennité financière...)
- Capacité de développement (organisation, contrôle du développement, veille stratégique...)

Prise de connaissance externe

▲ Analyse du marché, évolution et répartition

▲ Apprécier part de marché, produits de substitution

▲ Environnement local

▲ Risques liés à l'activité

Le diagnostic général

LES ÉTAPES DE L'ÉVALUATION

Objectifs

- ▲ **Se forger une opinion sur l'entreprise et ses perspectives à moyen et long terme**
- ▲ **Le diagnostic permet de conforter la valeur de l'entreprise**
- ▲ **Mettre en évidence :**
 - En interne, forces et faiblesses de chaque fonction de l'entreprise
 - En externe, menaces et opportunités

Stratégie, marché, produits

- ▲ **Diagnostic stratégique**
 - Métier
 - Technologie
 - Produits (maturité, cyclicité, obsolescence, substitution, volatilité, qualité)
- ▲ **Analyse du marché (Porter)**
 - Marché amont (dépendance, risque de change)
 - Marché aval (taille, barrières à l'entrée)
 - Concurrence, part de marché, environnement local, risques
- ▲ **Diagnostic produits (analyse du portefeuille)**

Ressources humaines

▲ Gestion interne

- Conflits présents et passés
- Suivant la taille de l'entreprise, analyse de postes
- Pyramide des âges
- Comparaisons sectorielles (rémunération, qualification, turn-over...)

▲ Les dirigeants

- fonction dans l'entreprise
- relations privilégiées à l'extérieur
- *Quid* du départ des dirigeants ?

Diagnostic comptable et financier

LES ÉTAPES DE L'ÉVALUATION

Les étapes du diagnostic

▲ Diagnostic comptable

- Fiabilité des informations
- Validation des comptes annuels

▲ Diagnostic financier

- Rentabilité
- Risque
- Équilibre financier

Rentabilité et performances

Étude intra-sectorielle et dans le temps

Rentabilité :

- R_a et R_e

Performances :

- soldes intermédiaires de gestion
- Ratios (marge commerciale, productivité, activité...)

Liquidité et solvabilité

Solvabilité

- Équilibre des grandes masses au bilan
- Ratios de solvabilité (situation nette, capitaux propres/endettement)

Liquidité

- Générale et immédiate
- Capacité d'autofinancement

Évaluation de l'entreprise

LES ÉTAPES DE L'ÉVALUATION

Objectifs

▲ Fournir une fourchette de prix pour la négociation

▲ Valider la négociation...

Choix de la méthode

- ▲ Il n'existe pas de méthode *a priori*
- ▲ Chaque entreprise nécessite la mise en œuvre d'une méthode appropriée à son contexte (entreprise cotée ou non, entreprise high-tech ou ancienne économie, entreprise en difficulté ou non...)
- ▲ Utiliser plusieurs méthodes plutôt qu'une seule

Il existe trois grandes familles de méthodes

- ▲ Les méthodes patrimoniales
- ▲ Les méthodes de calcul à partir du rendement
- ▲ Les méthodes par comparaisons

Généralement, approche multicritères

Une perspective patrimoniale

- Une entreprise vaut ce qu'elle possède
- Une entreprise est propriétaire de nombreux actifs corporels (constructions, machines, etc.), mais aussi incorporels (marques, brevets, etc.) ou circulants (stocks, créances clients, etc.).
- En contrepartie, elle finance partiellement ces actifs grâce à des ressources internes (capitaux propres), mais également externes (dettes financières).

Dans la perspective patrimoniale, la valeur de l'entreprise est donc déterminée en considérant que l'entreprise vaut ce qu'elle possède en soustrayant les dettes qu'elle a contractées.

Une perspective financière

- Une entreprise vaut ce qu'elle rapporte
- Une entreprise correspond, pour un actionnaire, à un investissement : la détention des parts sociales prive l'actionnaire d'une consommation immédiate
- En contrepartie, cet investissement génère des revenus (dividendes) et sa valeur de marché peut augmenter (plus-value potentielle)

Dans la perspective actuarielle, la valeur de l'entreprise est donc déterminée par l'actualisation des produits futurs qu'elle générera pour ses propriétaires.

Une approche par le marché

- Une entreprise vaut ce que valent les entreprises similaires
- Une entreprise peut être considérée comme un bien économique, échangeable sur un marché (bourse ou gré à gré).
- La valeur de ce bien économique peut dépendre de multiples paramètres, mais en faisant la double hypothèse du fonctionnement efficient des marchés et de la rationalité des investisseurs, on peut déduire la valeur d'une entreprise des transactions comparables.

Dans la perspective analogique, la valeur de l'entreprise est donc déterminée par comparaison avec les transactions qui concernaient des entreprises comparables.

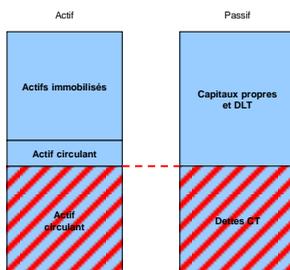
Plan du cours

1. Introduction à l'évaluation d'entreprise
2. L'approche patrimoniale
3. L'approche par le rendement et la détermination du coût du capital
4. Les méthodes hybrides et l'évaluation par les flux
5. L'approche par les comparables

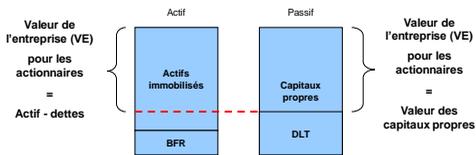
Logique générale

- ▶ Dans les approches patrimoniales, la valeur de l'entreprise est déterminée par la valeur de ce que l'entreprise possède et de ce qu'elle doit.
- ▶ C'est donc à partir du bilan, représentation patrimoniale de l'entreprise, que l'évaluation va être réalisée :
 - l'actif représente ce que l'entreprise possède
 - Les dettes représentent ce que l'entreprise doit

Représentation du bilan économique d'une entreprise



La valeur patrimoniale

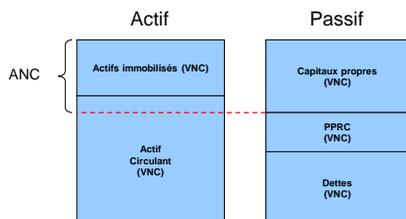


Valeur de l'entreprise pour les actionnaires
 = Actif – Dettes
 = Situation nette
 = Capitaux propres
 = Actif Net Comptable (ANC)

L'actif net comptable (ANC)

- ▲ L'Actif Net Comptable (ANC) est la base de l'évaluation patrimoniale. Il représente la différence entre le total de l'actif en valeur comptable et le total des dettes en valeur comptable.
- ▲ L'information comptable à partir de laquelle l'ANC est calculé est cependant imparfaite pour déterminer la valeur de l'entreprise :
 - Valeur historique pour les immobilisations
 - Sous-évaluation du fonds commercial et des éléments associés
 - Non-prise en compte de la fiscalité latente sur les éventuelles cession
- ▲ L'actif net comptable repose donc implicitement sur l'hypothèse que la valeur comptable des capitaux propres (= actif net) serait équivalente à la valeur de marché des capitaux propres (=VE).

Représentation schématique de l'ANC



L'actif net comptable corrigé (ANCC)

- ┌ La valeur de l'entreprise n'est pas égale à l'actif net comptable (ANC), sauf au moment de sa création
- ┌ À partir de l'ANC, deux approches permettent d'estimer plus justement la valeur d'une entreprise :
 - **l'approche patrimoniale stricte** : par le calcul de l'Actif Net Comptable Corrigé (ANCC)
 - **l'approche patrimoniale hybride** : par le calcul de la valeur de l'actif économique et l'évaluation indirecte des actifs fictifs (fonds commercial) par la méthode de la survaleur (Goodwill)

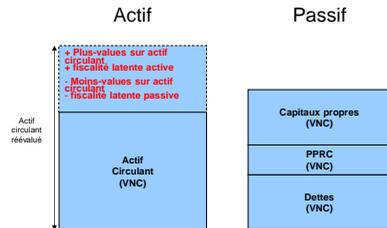
L'évaluation par l'ANCC

- ┌ L'Actif Net Comptable Corrigé (ANCC) correspond à l'évaluation en valeur d'usage et de marché des éléments composant le patrimoine de l'entreprise, auxquels on soustrait les dettes
- ┌ Actif et Passif doivent être ainsi retraités en faisant apparaître :
 - Des valeurs plus conformes à celles du marché
 - Des corrections liées à la fiscalité latente

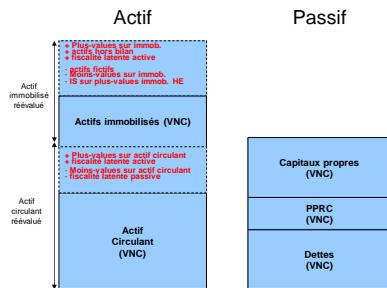
La réévaluation de l'actif

- Annuler les éventuelles non-valeurs (éléments d'actif sans valeur de marché : frais d'établissement ou charges à répartir par exemple)
- Comptabiliser les immobilisations à leur valeur de marché ou d'usage ;
- Ajouter les éléments hors bilan qui concourent à la réalisation de l'activité (biens en crédit-bail par exemple).
- Soustraire les impôts éventuellement dus sur la cession possible des actifs non nécessaires à l'exploitation
- Ajouter les impôts latents d'actif

La réévaluation de l'actif circulant



La réévaluation de l'actif immobilisé



La réévaluation du Passif

- Ajouter les provisions pour risques et charges ayant un caractère de réserve
- Soustraire les éventuelles provisions non comptabilisées sur l'actif
- Soustraire les impôts latents de passif
