

EVALUATION DES ENTREPRISES

Aziz MOUTAHADDIB

1

EVALUATION DES ENTREPRISES

L'évaluation se pratique à de multiples occasions : cession de l'entreprise, émission d'actions nouvelles, fusion, introduction en bourse... elle peut également se faire en dehors de toute idée de transaction, dans un objectif de pilotage de l'entreprise par la valeur.

Evaluer une entreprise est un exercice complexe car il s'agit de déterminer une valeur supposée traduire à un moment donné cette réalité multiforme et dynamique qu'est l'entreprise.

En effet, elle consiste à déterminer une **fourchette de valeur**, et en aucune façon à déterminer un prix.

Cette distinction est très importante car la valeur et le prix sont deux notions distinctes.

2

INTRODUCTION GENERALE

NOTION DE VALEUR ET DE PRIX

La notion de **Valeur** est une notion à large spectre . Valeur de remplacement, valeur à la casse ou liquidative , valeur vénale, valeur d'usage , etc... sont autant de concepts différents qui renvoient à des préoccupations différentes de l'évaluateur.

Elle résulte de l'application de méthodes généralement admises par la doctrine financière. Celles-ci sont destinées à estimer le mieux possible le montant qu'un tiers serait prêt à payer pour acquérir les titres d'une société, en tenant compte de paramètres les plus objectifs possible.

➤ NB: L'évaluation n'est pas forcément objective. Quelle que soit la méthode utilisée, il existera toujours une part de subjectivité selon le point de vue dans lequel on se place.

3

INTRODUCTION GENERALE

Le **Prix** est celui qui fera la transaction, qui résulte de l'accord final conclu entre cédant et cessionnaire sur la base de négociations impliquant davantage des éléments de contexte qu'une évaluation ne peut intégrer parfaitement. Il en va ainsi du nombre d'acheteurs intéressés, ou de l'importance de la cible pour un candidat acquéreur, qui pourrait impliquer qu'il accepte de payer une prime plus importante.

Ce prix peut être inférieur ou supérieur à la valeur de l'entreprise selon le rapport de force qui peut exister entre l'acheteur et le vendeur d'une entreprise.

4

CONTEXTE DE L'ÉVALUATION

En préambule à toute mission d'évaluation, l'expert évaluateur veillera à préciser :

- Le contexte dans lequel l'évaluation est menée (réorganisation, apport en nature, quasi-apport, acquisition, cession, détermination d'un rapport d'échange en cas de fusion...);
- Les documents et informations financières passées et prévisionnelles mis à sa disposition (les lister !)
- L'identité des personnes ou organes auxquels le rapport d'évaluation est destiné, et le caractère confidentiel du rapport ;
- Qu'il n'a pas procédé à l'audit des situations comptables lui communiquées

5

INTRODUCTION GENERALE

LES METHODES OU TECHNIQUES D'ÉVALUATION

Les principales méthodes d'évaluation pratiquées sont :

- La valeur patrimoniale de l'entreprise (ACTIF NET et ACTIF NET CORRIGÉ)
- L'évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF : Discounted Cash Flow).
- L'évaluation par le marché à travers les cours de la bourse de l'entreprise : (PRICE EARNING RATIO ou PER) .
- L'évaluation par l'Actualisation des dividendes.
- Actualisation à travers quelques agrégats du Compte de résultat de l'entreprise comme par exemple : multiple du chiffre d'affaires , multiple de l'Excédent brut d'exploitation , multiple du résultat net
- Le GOOD WILL.
- ...

6

INTRODUCTION GENERALE

Pour résumer , ces méthodes peuvent être regroupées en trois principales familles :

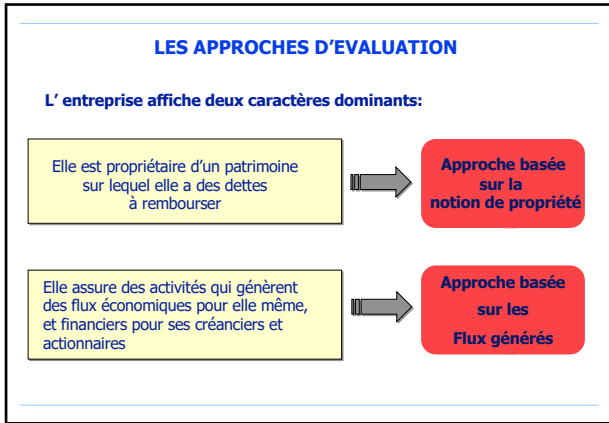
1. **L'approche actuarielles**, qui consistent à évaluer l'entreprise par l'actualisation de flux futurs, qu'il s'agisse de dividendes ou des flux de trésorerie ;
2. **L'approche comparative**, qui valorisent l'entreprise par comparaison à des sociétés cotées ou qui ont fait l'objet de cession dans un passé relativement proche ;
3. **L'approche patrimoniale**, qui reviennent à estimer la valeur de chacun des actifs qui composent le patrimoine de la société, qu'ils soient tangibles ou intangibles (notamment le goodwill).

7

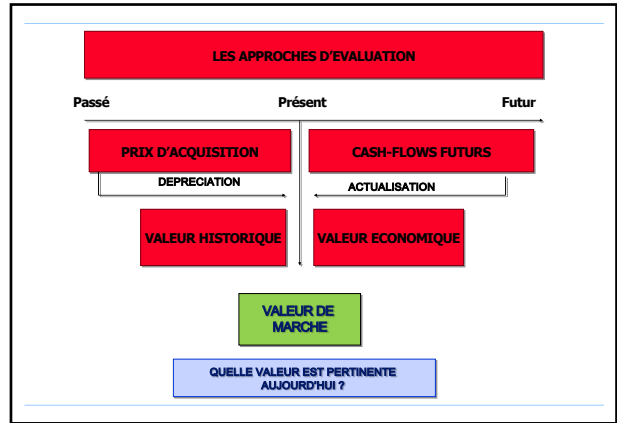
LES PREALABLES A TOUTE OPERATION D'EVALUATION

- Compréhension des comptes financiers
- Nature et historique de la société et de ses activités
- Perspectives économiques et spécificités sectorielles
- Capacité de la société à distribuer des dividendes
- Existence de GoodWill ou autres actifs immobilisés incorporels
- Transactions récentes sur la société et taille des blocs traités
- Capitalisations boursières de sociétés comparables

8



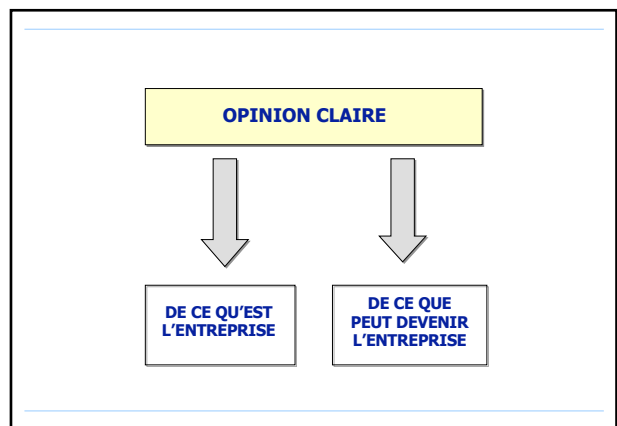
9



10

LE DIAGNOSTIC ÉTAPE IMPORTANTE DE L'OPÉRATION D'ÉVALUATION

11



12

DIAGNOSTIC CULTUREL , JURIDIQUE ET FISCAL

- > Compréhension du passé pour mieux appréhender l'avenir à travers le comportement de l'entreprise durant les étapes clés de sa vie;
- > Bien cerner la culture de l'entreprise en prévision d'opérations stratégiques (fusion , cession , absorption ...);
- > La forme juridique qui a des conséquences sur le pouvoir et les responsabilités des propriétaires et des gestionnaires
- > Les aspects fiscaux en cas de transmission des parts , recenser les avantages et inconvénients éventuels;
- > Analyse des contrats liant l'entreprise à ses actionnaires, clients, fournisseurs , créanciers , salariés pour mesurer les risques et les facteurs de flexibilité

13

DIAGNOSTIC HUMAIN

- > Type de Management (autocratique , participatif , démagogue , Paternaliste...)
- > L'entreprise peut-elle fonctionner sans le principal Manager
- > Quel type de structure
- > Les Hommes-clés
- > Pouvoirs formels et informelles
- > Le personnel et le climat social
- > La répartition des effectifs au sein des fonctions organiques

14

DIAGNOSTIC ECONOMIQUE

- > L'analyse de l'environnement
- > Le secteur d'activité (nature , place dans l'économie , taille, risques, acteurs , ticket d'entrée , stratégies ...)
- > Le marché (segments , volume , marges , comportement clients , part de marché)
- > Les produits (étendue de la gamme et cohérence avec l'activité et les concurrents ,avantages concurrentiels , produits de substitution

15

DIAGNOSTIC DES MOYENS ET DE L'ORGANISATION

- > Etat des lieux et comparaison avec les outils dont disposent les concurrents
- > Les moyens et les investissements sont-ils en adéquation avec les prévisions
- > La situation géographique est-elle cohérente et adaptée avec le rôle actuel et futur de la société
- > L'organisation de la production et du contrôle qualité et son impact sur la productivité et l'efficacité

16

DIAGNOSTIC FINANCIER

- > Analyse de la structure et des équilibres avec leur évolution
- > Le fonds de roulement
- > Le besoin en fonds de roulement
- > La trésorerie nette
- > Les flux de dividende versés
- > Les besoins d'investissements
- > Les dettes financières
- > Le niveau de provisionnement
- > L'analyse du compte de résultat
- > Le Business plan , composé du plan stratégique et des prévisions de l'entreprise en terme d'exploitation et de financement est-il validé

17

DIAGNOSTIC STRATEGIQUE

APPORTER DES REponses AUX GRANDES QUESTIONS

- > Quel positionnement dans le secteur sur les plans économique et financier
- > La stratégie de développement est-elle garante de la pérennité de la société
- > Quels niveaux de risque par rapport aux entreprises du même secteur
- > Quels scénarios pour le futur

18

LES METHODES PATRIMONIALES D'EVALUATION

L'approche patrimoniale estime la valeur d'une entreprise à partir des biens et des droits qu'elle possède .

Sur le plan comptable , le bilan donne une image instantanée du patrimoine de l'entreprise



De ce fait , la valeur d'une entreprise doit pouvoir se retrouver dans la notion d'actif net comme différence entre ce que possède l'entreprise et ce qu'elle doit

19

20

1- L'actif Net Comptable

Définition

L'approche patrimoniale est une technique d'évaluation très ancienne. Elle est fondée sur la comparaison entre l'actif et le passif du bilan de l'entreprise.

Elle est bien adaptée pour l'étude des entreprises à maturité dont la valeur est plutôt basée sur son patrimoine que sur ses perspectives de croissance.

21

21

1- L'actif Net Comptable

Calcul de l'actif net comptable



Actif net comptable = Actif réel - Dettes et provisions pour risques et charges

Actif net comptable = Total actif - actif fictif - Dettes et provisions

Actif net comptable = Capitaux propres - Actif fictif

22

22

1- L'actif Net Comptable

Les actifs fictifs sont:

1. Les frais d'établissement
 - Les frais de constitution
 - Les frais d'augmentation de capital
2. Les charges à répartir sur plusieurs exercices
 - Les frais d'émission des emprunts
3. Les primes de remboursement des obligations
4. Les écarts de conversion actif si non compensés par provision ou couverture

23

23

1- L'actif Net Comptable

Ne sont pas des actifs fictifs:

1. Les écarts de conversion passif
 - Ce sont des gains latents de change qui doivent être ajoutés aux capitaux propres.
2. Les charges constatées d'avance
 - Elles ne font pas partie de l'actif fictif
3. Les dividendes
 - Lorsque le résultat n'est pas ventilé dans le bilan, les dividendes à payer constituent une dette qu'il faut les retrancher des capitaux propres et les prendre en compte dans les dettes de l'entreprise à évaluer

24

24

1- L'actif Net Comptable

Le traitement des dividendes

L'actif net est calculé directement sur la base de la valeur comptable des postes du bilan après affectation du bénéfice.

La plupart du temps, les évaluateurs travaillent sur des bilans avant répartition du bénéfice

Les dividendes dont la distribution est envisagée doivent donc être retranchés des capitaux propres avant répartition.

25

25

1- L'actif Net Comptable

Le traitement des écarts de conversion actif

Les écarts de conversion actifs sont des pertes latentes de change.

Selon leur couverture par l'utilisation des marchés financiers et l'enregistrement de provisions dont elles ont pu faire l'objet, elles peuvent avoir différentes implications sur l'actif net comptable.

Exemple

Soit une société ayant un total bilan de 6900. L'Écart de conversion actif est de 575.

26

26

1- L'actif Net Comptable

Exemple 1 : Ecart de conversion actif

L'entreprise n'est pas couverte contre la perte de change, et elle n'a pas comptabilisé une provision pour perte de change équivalente à la valeur de l'écart de conversion.

Actif	6325	Capitaux propres	5370,5
		Provisions pour risque et charges (dont 379,5 de provisions perte de change)	379,5
Ecart de conversion actif	575	Dettes	1150

L'écart de conversion actif non compensé par la provision pour perte de change (250-165) constitue un actif fictif. L'actif net comptable est égal à : $5370,5 - (575 - 379,5) = 5175$

Ou encore : $6325 + 379,5 - (379,5 + 1150) = 5175$.

27

27

1- L'actif Net Comptable

Exemple 2 : Ecart de conversion actif

L'entreprise n'a pas constitué de provision pour perte de change d'un montant équivalent à l'écart de conversion, car la créance ou la dette comporte une couverture de change partielle.

Une partie du bénéfice (50) n'est pas encore distribué.

Actif	6325	Capitaux propres	5835
		Provisions pour risque et charges (dont 50 de provisions perte de change)	115
Ecart de conversion actif	575	Dettes	1150

L'écart de conversion actif reste dans l'actif réel, car la perte de change est compensée par la couverture et la provision. L'actif net comptable est de : $(6325 + 575) - 115 - 1150 - 50 = 5585$

28

28

1- L'actif Net Comptable

Exemple 3: Ecart de conversion actif

Les frais d'établissement de l'entreprise sont de 25. Aussi l'entreprise a constitué une provision pour perte de change d'un montant équivalent à l'écart de conversion, car la créance n'est pas couverte sur les marchés financiers.

Actif	6325	Capitaux propres	5175
Ecart de conversion actif	575	Provisions pour risque et charges (dont 575 de provisions perte de change)	575
		Dettes	1150

L'entreprise n'a pas couvert sa position de change.

Selon le principe de précaution, l'écart de conversion actif est estimé comme une dette.

L'actif net comptable est de : $(6325 + 575 - 25) - (575 + 1150) = 5150$

29

L'actif net comptable : EDUCAPOLIS (Actif)

Immobilisations incorporelles	202 000	(1)
Immobilisations corporelles	1 560 000	
Immobilisations financières	320 000	(2)
Stocks et en-cours	220 000	
Avances et acomptes versés	135 000	
Créances clients	386 000	
Valeurs mobilières de placement	13 000	
Disponibilités	27 000	
Charges constatées d'avance	7 000	
Charges à répartir sur plusieurs exercices	8 000	
Primes de remboursement des obligations	4 000	
Ecart de conversion actif	14 000	(3)
Total actif	2 897 000	

(1) dont frais d'établissement : 42 000 €

(2) dont 5 000 actions de la société ZMARCC valorisées à 5 € (50 actions valorisées 500)

(3) dont provision pour perte de change d'un montant de 12 000 €. Il n'y a pas de couverture de change

30

29

30

L'actif net comptable : EDUCAPOLIS (Passif)

Capital	60 000	(1)
Réserve légale	2 000	
Autres réserves	894 000	
Report à nouveau	1 000	
Résultat de l'exercice	280 000	(2)
Subventions d'investissement	9 000	
Provisions pour risques et charges	282 000	(3)
Emprunts obligataires	602 000	
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	383 000	
Avances et acomptes reçus	8 000	
Dettes fournisseurs	322 000	
Dettes fiscales et sociales	57 000	
Produits constatés d'avance	6 000	
Ecart de conversion passif	11 000	
Total passif	2 897 000	

(1) le capital est constitué de 60 000 actions à 1 € de nominal (600 actions à 100 de nominal)

(2) 1 € de dividende par action à payer sur ce résultat (100 de dividendes par action à payer)

(3) dont 12 000 € de provisions pour perte de change

31

L'actif net comptable : EDUCAPOLIS

Travail à faire

Sachant que les éléments constituant ce bilan n'ont pas été classés par ordre conventionnel (Selon CGNC), Déterminer l'actif net comptable de la société EDUCAPOLIS par les méthodes :

1. Actif net comptable = Actif réel - Dettes et provisions pour risques et charges

2. Actif net comptable = Capitaux propres - Actif fictif

32

31

32

L'actif net comptable : EDUCAPOLIS

Actif réel

Immobilisations incorporelles (hors frais d'établissement)	160 000
Immobilisations corporelles	1 580 000
Immobilisations financières	320 000
Stocks et en-cours	220 000
Avances et acomptes versés	135 000
Créances clients	386 000
Valeurs mobilières de placement	13 000
Disponibilités	27 000
Charges constatées d'avance	7 000
Ecarts de conversion actif (uniquement pour le montant provisionné)	12 000
Total actif réel	2 840 000

33

33

L'actif net comptable : EDUCAPOLIS

Passif exigible

Provisions pour risques et charges	282 000
Emprunts obligataires	602 000
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	383 000
Avances et acomptes reçus	8 000
Dettes fournisseurs	322 000
Dettes fiscales et sociales	57 000
Produits constatés d'avance	8 000
Dividendes à payer	60 000
Total passif exigible	1 700 000

34

34

L'actif net comptable : EDUCAPOLIS

Actif net comptable

Actif net comptable = Actif réel - Passif exigible
 Actif net comptable = 2 840 000 - 1 700 000 = 1 140 000 €

Actif net par action = Actif net comptable / Nb actions
 Actif net par action = 1 140 000 / 60 000 = 19 €

35

35

L'actif net comptable : EDUCAPOLIS

Capitaux propres

Capital	60 000
Prime d'émission	7 000
Réserve légale	2 000
Autres réserves	887 000
Report à nouveau	1 000
Résultat de l'exercice sans dividende à payer	220 000
Subventions d'investissement	9 000
Ecarts de conversion passif	11 000
Total capitaux propres	1 197 000

36

36

L'actif net comptable : EDUCAPOLIS

Actif fictif

Charges à répartir sur plusieurs exercices	9 000
Primes de remboursement des obligations	4 000
Frais d'établissement	42 000
Ecart de conversion non compensé par la prov. pour perte de change	2 000
Total actif fictif	57 000

37

37

L'actif net comptable : EDUCAPOLIS

Actif net comptable

Actif net comptable = Capitaux propres - Actif fictif
Actif net comptable = 1 197 000 - 57 000 = 1 140 000 €

Actif net par action = Actif net comptable / Nb actions
Actif net par action = 1 140 000 / 60 000 = 19 €

38

38

2- L'ACTIF NET CORRIGE OU REEVALUE

Cette méthode se base sur l'actif net comptable de la société à évaluer, lequel est corrigé des différences existant entre la valeur comptable des actifs et passifs et leur valeur réelle (ou valeur vénale).

39

2- L'ACTIF NET CORRIGE OU REEVALUE

Les corrections à la hausse peuvent consister, entre autres, en :

- Une valeur vénale des actifs supérieure à leur valeur comptable ;
- des excédents de provisions ;
- toute surestimation de passif et, partant, toute surestimation de charges ;
- des produits latents donc, non comptabilisés ;
- ...

40

2- L'ACTIF NET CORRIGE OU REEVALUE

A l'inverse, les corrections à la baisse peuvent consister en :

- Une valeur vénale des actifs inférieure à leur valeur comptable ;
- Des sous-estimations de provisions et dettes;
- Toute sous-estimation de passifs ;
- Des charges latentes donc, non-comptabilisées ;
- ...

41

Détermination des éléments de correction de l'actif net comptable

Afin de déterminer la valeur vénale des actifs, généralement, l'évaluateur prendra en compte:

La **valeur de revente** probable pour des biens facilement cessibles et ne rentrant pas directement dans le cycle d'exploitation / de production de l'entreprise évaluée.

Pour les biens spécifiques à l'exploitation, la valeur de revente est moins pertinente car ces biens sont, en général, difficilement cessibles. On retiendra alors la **valeur d'usage** en l'état de ces actifs.

42

Détermination des éléments de correction de l'actif net comptable

Une attention toute particulière devrait idéalement être portée sur la rubrique des **Stocks**, s'il en est, afin de déceler le cas échéant des anomalies dans la mesure où sa valeur comptable évolue dans le temps.

Dans une entreprise à mauvaise santé financière, la valeur comptable des stocks a tendance à gonfler, et masque le plus souvent des non-valeurs et, partant, un actif net comptable artificiellement gonflé.

43

Détermination des éléments de correction de l'actif net comptable

L'évaluateur accordera une importance particulière aux « **Droits et engagements hors bilan** » susceptibles d'avoir un impact sur l'évaluation de l'entreprise. C'est le cas des engagements suivants :

- hypothèque ou mandat hypothécaire
- gage sur fonds de commerce
- engagement d'acquisition/de cession d'un actif
- existence d'un complément de prix à payer suite à une acquisition
- engagement de ne pas faire (exemple, engagement de ne pas céder un actif) ...

44

Détermination des éléments de correction de l'actif net comptable

Ces éléments hors bilan sont susceptibles d'avoir un impact sur le résultat de l'évaluation, dès lors que :

- Un actif gagé/hypothéqué ne peut avoir la même valeur qu'un actif quitte et libre;
- Un actif incessible doit voir sa valeur diminuer d'une décote d'illiquidité;
- Un actif que l'entreprise s'est engagée à céder doit normalement être évalué à sa valeur de cession.

45

Prise en compte de l'impact fiscal des corrections

L'évaluateur devra tenir compte de l'impact fiscal des corrections apportées à l'actif net comptable. En effet, la plupart des corrections prises en considération dans le cadre de la détermination de l'Actif Net Corrigé ont pour effet d'augmenter ou de diminuer potentiellement la base imposable de la société.

Cela revient à dire que l'évaluateur devra considérer le fait que si certains éléments d'actifs et passifs de la société évaluée devaient être aliénés à leur valeur vénale, il en résultera une imposition fiscale différente que si l'aliénation s'effectuait sur la base des seules valeurs comptables.

46

Exemple

Une société présente un actif net comptable de 100.000.
Il existe une plus-value latente sur un immeuble pour 50.000.

L'Actif Net Corrigé pourra alors être calculé comme suit :

Actif net comptable :	100.000
Plus-value immobilière :	+ 50.000
Fiscalité latente sur plus-value immobilière :	- 15.000
	<hr/>
	135.000

Hypothèse : valeur nette comptable = 100.000 et valeur vénale expertisée = 150.000
 $50000 * 30\% = 15000$

47

3- Le Good Will ou survalueur

Deux reproches sont généralement faits à la méthode de l'actif net corrigé:

- ❑ Elle ne tient pas compte de certains éléments intangibles qui sont sources de valeur pour l'entreprise car l'ANCC se fonde avant tout sur les postes du bilan. Ces éléments sont notamment la qualité du personnel de l'entreprise, son savoir-faire, sa réputation, etc.
- ❑ Il s'agit d'une vision statique de l'entreprise, à une date donnée, sans prise en compte de ses perspectives futures.

L'estimation d'un goodwill (GW) va permettre de répondre à ces deux critiques.

48

3- Le Good Will ou survalueur

A cet effet, le supplément de rentabilité induit par ces éléments non quantifiables (tels les brevets, licences, marques, bonne gestion des Ressources etc...) est appelé le GOOD WILL. Il matérialise la sur-rentabilité d'une entreprise par rapport à des entreprises similaires. *c'est la survalueur par rapport à l'actif net corrigé*

Mais, lorsque l'entreprise n'est pas suffisamment performante et qu'elle accumule les erreurs et les défaillances, nous obtenons un badwill qui témoigne d'une insuffisance de rentabilité de l'entreprise.

L'excédent de rentabilité généré par le goodwill s'appelle la rente du Goodwill ou superprofit

49

3- Le Good Will ou survalueur

LA RENTE DU GOODWIL

La méthode d'évaluation du goodwill se base sur la notion de rentabilité des actifs d'exploitation investis dans l'entreprise. La différence entre le bénéfice prévu et la rentabilité normale des actifs d'exploitation (rA) représente le surprofit (ou rente de goodwill).

$$RW = (B - rA)$$

B = Bénéfice prévu associé à A

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

A = actifs nécessaires à l'exploitation

rA = Bénéfice prévu théorique

50

3- Le Good Will ou survalueur

On actualise le superprofit à un taux i , nécessairement supérieur au taux sans risque t , qui correspond au taux d'actualisation. La rentabilité actualisée du Goodwill (Gw) nous permet d'estimer la valeur des actifs incorporels.

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

51

3- Le Good Will ou survalueur

DURÉE DE LA RENTE : N

En règle générale, il faut déterminer la durée pendant laquelle l'entreprise bénéficiera d'un avantage compétitif suffisant pour lui permettre de dégager un surprofit. En pratique, la durée ne dépasse pas 5 car au delà de 5 ans, la prévision de la rente est trop incertaine.

Si l'évaluation porte sur une société nouvelle en développement, la durée d'actualisation doit être courte, de l'ordre de 3 ou 4 ans maximum.

52

3- Le Good Will ou survalueur

LES ACTIFS NÉCESSAIRES À L'EXPLOITATION : A

Plusieurs variantes de calcul des actifs investis sont souvent retenues, notamment

- l'actif net comptable corrigé d'exploitation (hors incorporels mal évalués)
- la valeur substantielle brute
- les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation

53

3- Le Good Will ou survalueur

ACTIF NET COMPTABLE CORRIGÉ D'EXPLOITATION (hors incorporels mal évalués)

Il convient simplement de retirer de l'ANCC:

- Le fonds commercial et les éventuels autres éléments incorporels s'ils ne sont pas correctement évalués
- Les actifs hors exploitation

54

3- Le Good Will ou survalueur

VALEUR SUBSTANTIELLE BRUTE

La VSB correspond à l'outil de travail de l'entreprise, son investissement tant dans la structure que dans le cycle d'exploitation actif indépendamment des financements. Les éléments de la VSB sont appréciés en valeur d'utilité. Le passif ne doit pas être appréhendé.

Elle comprend:

- La Valeur utilité des immobilisations nécessaires à l'exploitation (non prise en compte des actifs fictifs et du fonds commercial)
- + Valeur utilité du crédit bail, des biens loués et prêtés
- + Actifs circulants + Effets Escomptés Non Echus (EENE)
- + Les disponibilités

55

3- Le Good Will ou survalueur

CAPITAUX PERMANENTS NÉCESSAIRES À L'EXPLOITATION

Ils représentent l'ensemble des biens utilisés par l'entreprise (outil économique) financés par des capitaux permanents:

- Valeur utilité des immobilisations nécessaires à l'exploitation (non prise en compte des actifs fictifs, fonds commercial)
- + Valeur utilité du crédit bail, des biens loués et prêtés
- + Besoin en fonds de roulement d'exploitation normatif
- + Grosses réparations
- + Trésorerie d'exploitation

$CPNE = VSB - \text{Actif circulant} + BFRE = VSB - \text{dettes non financière}$

56

3- Le Good Will ou survaleur

LE BÉNÉFICE ÉCONOMIQUE :

Il dépend du capital engagé. Si l'actif économique est représenté par l'ANCC d'exploitation, il faut alors:

= Résultat courant

- (-) Supprimer les dotations aux amortissements issus des postes d'actif fictifs ;
- (+) Considérer les dotations sur la base de leurs valeurs d'utilité ;
- (-) Supprimer les charges et produits issus des actifs hors exploitation.

Si le capital engagé correspond aux CPNE, les retraitements précédents doivent être faits en les complétant par :

- (-) La réintégration des Intérêts issus des dettes financières qui sont en effet compris dans la rémunération au taux r des CPNE ;
- (+) L'élimination des redevances de crédit bail ou de tout loyer issu de la location-financement ;
- (-) La présentation des dotations aux amortissements sur la valeur d'utilité des biens loués, pris en crédit bail ou prêtés.

Si le capital engagé correspond à la VSB, les retraitements nécessaires dans le cadre des CPNE doivent être repris en y ajoutant la réintégration des intérêts (-) relatifs aux dettes non financières, ces intérêts étant compris dans la rémunération de la VSB au taux r .

57

3- Le Good Will ou survaleur

LE TAUX DE RÉMUNÉRATION DE L'ACTIF NÉCESSAIRE À L'EXPLOITATION: r

En principe, il convient d'harmoniser le bénéfice économique avec l'actif nécessaire à l'exploitation, mais aussi avec le taux de rémunération de cet actif nécessaire à l'exploitation.

Base de calcul des actifs nécessaires à l'exploitation	Tx rémunération de l'actif
ANCC d'exploitation	Coût des capitaux propres
CPNE	Coût moyen pondéré du capital
VSB	Coût moyen pondéré des capitaux investis dans VSB (CMPC total)

58

3- Le Good Will ou survaleur

LE TAUX DE RÉMUNÉRATION DE L'ACTIF NÉCESSAIRE À L'EXPLOITATION: r

Devant les difficultés rencontrées pour estimer le coût des fonds propres, en particulier pour les sociétés non cotées, les praticiens de l'évaluation retiennent parfois un seul taux de rémunération de l'actif nécessaire à l'exploitation aussi bien pour l'ANCC que pour la VSB et les CPNE.

Ce taux correspond au taux de rendement d'un placement sans risque.

59

3- Le Good Will ou survaleur

On estime alors la valeur de l'entreprise V en additionnant l'actif net corrigé (ANC) et le revenu du Goodwill (Gw).

$$V = \text{ANC} + \text{Gw}$$

60

Limites de la rente du GOODWILL

- ❑ Elle repose sur une extrapolation des derniers résultats connus
- ❑ Elle ne tient pas compte des perspectives de croissance
- ❑ Le calcul du superprofit est effectué au taux sans risque

61

Conclusion sur les méthodes patrimoniales

- ❑ Les méthodes patrimoniales ont l'avantage de donner une valeur à une entreprise à un instant t (donné statique). Bien que la prise en compte du GOOD WILL essaie de paramétrer le non quantifiable, cette méthode a l'inconvénient de ne pas tenir compte du potentiel générateur de valeur par l'entreprise.
- ❑ C'est pour cette raison qu'ont été développées les autres méthodes d'évaluation telles que les méthodes d'évaluation de l'entreprise à partir des futurs flux qu'elle est en mesure de générer.

62

AVANTAGES ET INCONVENIENTS

AVANTAGES	INCONVENIENTS	A CONSEILLER POUR
FACILE A APPLIQUER TOUS LES ACTIFS SONT PRIS EN CONSIDERATION	LES ACTIFS INCORPORELS SONT DIFFICILES A EVALUER	LES SOCIETES HOLDING LES SOCIETES EN LIQUIDATION LES SOCIETES A LOURD BILAN LES SOCIETES EN PERTE OU EN POINT MORT

63

LES METHODES BASEES SUR LES VALEURS DE RENDEMENT

64

Les méthodes patrimoniales reposent sur les postes du bilan et les bénéfices actuels. Le bilan présente l'inconvénient d'être une notion statique qui n'intègre pas les perspectives futures de l'entreprise



La valeur ainsi calculée ne traduit pas les anticipations des investisseurs relatives à la rentabilité future



Les valeurs de rendement consistent à rechercher la valeur des fonds propres à partir soit des dividendes soit des flux de liquidités futurs

65

1- La valeur de rendement par les dividendes

La relation entre la politique et la valeur de l'entreprise repose sur des hypothèses :

- Quelle est l'influence de la politique des dividendes sur la valeur de l'entreprise ?
- La politique des dividendes permet-elle de gérer les conflits d'intérêt entre minoritaires et majoritaires ?

66

1- La valeur de rendement par les dividendes

PRINCIPE DE CALCUL

- ❖ L'évaluation des actions par les dividendes pose comme principe que le prix d'une action est la valeur des flux successifs de dividendes qu'elle va engendrer, actualisés au taux de rentabilité exigé par les actionnaires.
- ❖ La capitalisation des dividendes, ou valeur de rendement, est inspirée du modèle d'actualisation des dividendes

67

1- La valeur de rendement par les dividendes

Le modèle d'actualisation des flux de dividende:
Formule fondamentale d'IRVING FISHER

$$V_0 = \left[\sum_{j=1}^n D_j (1+t)^{-j} \right] + V_n (1+t)^{-n}$$

- V_0 = représente la valeur actuelle du titre à l'instant 0
- D_j = le dividende anticipé pour la période j
- V_n = la valeur liquidative à la période n
- t = le taux de rendement requis par l'actionnaire
- n = la dernière année de rétention

68

Exercice

La société FITREX affiche les prévisions de résultat suivantes :

	Année 0	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Bénéfice net	37	41	45	49	54	60

Le taux de distribution des dividendes est constant à 20 % du résultat net de l'exercice précédent.

La valeur de revente au bout de la 5^{ème} année est fixée à 379.

Le taux de rendement requis par l'actionnaire est de 9%

L'IS est de 30%

69

Corrigé

La société FITREX affiche les prévisions de résultat suivantes :

	Année 0	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Bénéfice net	37	41	45	49	54	60

Et nous nous limiterons à cette durée de visibilité.

Détermination du flux de dividendes

Le taux de distribution est constant à 20 % du résultat net de l'exercice précédent.

Le flux devient :

	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Dividende hors AF	7,4	8,2	9	9,8	10,8
Avoir fiscal	3,18	3,53	3,87	4,21	4,64

Dividende total 10,58 11,73 12,87 14,01 15,44

70

Valeur de l'entreprise par la méthode de Fisher

$$V_0 = \left[\sum_{j=1}^5 \frac{D_j}{(1+t)^j} \right] + \frac{V_5}{(1+t)^5}$$

Avec $t = 9,33\%$

$$V_0 = \frac{10,58}{1,09} + \frac{11,73}{1,09^2} + \frac{12,87}{1,09^3} + \frac{14,01}{1,09^4} + \frac{14,01}{1,09^5} + \frac{379}{1,09^5}$$

$V_0 = 294$

71

1- La valeur de rendement par les dividendes

Le modèle d'actualisation des flux de dividende:

Modèle de dividendes actualisés

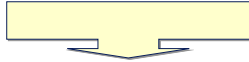
La formule d'I. Fisher devient égale à la somme des valeurs actuelles des dividendes quand n tend vers l'infini :

$$V_0 = \left[\sum D_j (1+t)^{-j} \right]$$

Lorsque le terme $V_n (1+t)^{-n}$ devient négligeable, Quand n tend vers l'infini

72

1- La valeur de rendement par les dividendes



Ce modèle repose sur l'hypothèse d'un **dividende constant et versé pendant une période illimitée**. C'est la raison pour laquelle cette méthode est fréquemment utilisée pour les sociétés pratiquant une politique de distribution régulière des dividendes.

Il convient de signaler que le taux d'actualisation retenu est en général le taux de rendement du marché boursier.

73

1- La valeur de rendement par les dividendes

Le modèle d'actualisation des flux de dividende:

Modèle de Gordon et Shapiro

✓ Ce modèle permet de généraliser cette approche au cas de dividendes qui connaissent une croissance stable jusqu'à l'infini. Il introduit, ainsi, dans le calcul de la valeur V un facteur de croissance du dividende D .

Il ressort $V = D_1 / (R_c - g)$

Sous réserve que $R_c > g$ (sinon le modèle est inopérant), avec:

g = taux de croissance constant du dividende sur un horizon infini (avec $g < 1$)

R_c le coût des capitaux propres autrement dit c'est le taux de rémunération exigé par les actionnaires.

D_1 : Les dividendes anticipés pour le prochain exercice

74

Exercice :

La société Z distribue chaque année 40 % de son bénéfice, on prévoit que les dividendes vont croître annuellement d'un taux constant.

Calculer la valeur de rentabilité de l'action pour un investisseur qui exige un taux de rendement de 15 % de ses capitaux propres.

La valeur rentabilité est :

$$Div_{n-1} = 38$$

$$Div_n = 42$$

Corrigé

$$(42-38)/38 = 10,5 \longrightarrow g = 10,5 \%$$

$$D_1 = d_n (1+g)$$

$$= 42 (1,105)$$

$$= 46,41$$

$$V_0 = 46,41 / (15\% - 10\%)$$

$$= 928,2$$

75

Exercice :

La société W vous communique les informations suivantes:

	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5	Année 6
Div	60	68	74	82	95	112

Après l'année 6 les dividendes vont croître de 11%. Le coût des capitaux propres de l'action est de 12%. Calculer la valeur des capitaux propres de l'entreprise en tenant en considération que le nombre des actions de 10.000.

Corrigé

$$V_0 = [\sum D_j (1+i)^{-j}] + D_7 / R_c - g (1+i)^{-6} \quad (\text{avec Avec } j=1 \text{ à } 6)$$

$$323,2 + 6,3 = 329,5$$

$$329,5 * 10.000 = 3.295.000$$

76

2- Le Price Earning Ratio (PER) METHODE BOURSIERE

- ❖ Le marché boursier attribue à tout moment une valeur aux sociétés cotées. **La valeur boursière s'obtient par le produit du cours boursier par le nombre de titres d'actions.**
- ❖ Cette méthode simple donne la valeur des actions d'une société cotée en faisant le produit du bénéfice net moyen par action ou à une date déterminée par **un coefficient appelé PER.**
- ❖ IL reflète l'opinion que le marché boursier se fait de la qualité d'un titre donné. **Ce coefficient multiplicateur peut être soit spécifique à la firme évaluée, soit propre à son secteur d'appartenance.**
- ❖ Concrètement, la logique consiste à déterminer un bénéfice courant prévisionnel (à partir de données historiques ajustées) auquel on applique un coefficient multiplicateur ou multiple boursier
- ❖ Ce coefficient de capitalisation (multiplicateur) permet aux investisseurs de mesurer la cherté d'un titre

77

2- Le Price Earning Ratio (PER) METHODE BOURSIERE

$$\text{PER} = \text{Valeur boursière (cours)} / \text{Bénéfice par action}$$

- > Le multiplicateur ainsi obtenu indique combien de fois le bénéfice par action est contenu dans le cours, c'est-à-dire, combien de fois le marché capitalise les bénéfices de la société.
- > Le rapprochement du bénéfice par action d'une société du cours de cette action permet de mesurer la cherté du titre.
- > **Exemple :** un PER de 10; veut dire que le cours actuel de la société vaut 10 en Bourse soit 10 fois son bénéfice estimé pour cette année. De ce fait, le PER d'une valeur est d'autant plus élevé que l'on anticipe une croissance forte de ses bénéfices
- > Le PER indique la cherté d'un titre, dire d'une valeur qu'elle est chère ou bon marché revient à étudier le prix relatif que constitue le PER et non pas le niveau de son cours

78

2- Le Price Earning Ratio (PER) METHODE BOURSIERE

- ❖ Le PER est plus significatif ;lorsque l'on se place dans une optique comparative (PER moyen de marché).
- ❖ Le PER relatif d'une valeur est le rapport entre son PER et celui de la moyenne du marché

Exemple : PER titre A = 20
PER moyen du marché = 16
PER relatif du titre A = $20/16 = 1,25$
Pour ce titre, le marché prévoit une croissance plus forte que la moyenne.
On peut donc estimer la surcotation ou sous cotation d'un titre.

79

2- Le Price Earning Ratio (PER) METHODE BOURSIERE

APPRECIATION DE LA METHODE

- > Il n'y a pas une seule analyse boursière dans la presse sans qu'on parle de PER, le multiple de capitalisation des résultats est effectivement un ratio très utilisé. Certains même évoquent la Dictature du PER.

Les inconvénients sont :

- > La notion de bénéfice doit être appréhendée avec prudence pour en éliminer les éléments exceptionnels
- > Deux entreprises ayant le même PER dans le même secteur peuvent ne pas être comparables parce que le PER ne tient pas compte de leur potentiel de croissance

80

2- Le Price Earning Ratio (PER) METHODE BOURSIERE

UTILISATION DE LA METHODE

- L'utilisation de la méthode du PER implique de déterminer un échantillon de sociétés comparables à celle dont on veut évaluer l'action.
- Les entreprises comparables doivent être en termes de secteur d'activité, de positionnement, de croissance attendue des résultats, de niveau d'endettement.
- Pour déduire la valeur de l'action de la société, il faut calculer le PER de l'échantillon, multiplier le bénéfice par action de la même société par le PER des actions comparables.

81

3- L'actualisation des flux de Trésorerie disponible (FTD)

C'est la méthode financière la plus utilisée en matière d'évaluation d'entreprise. Elle consiste à décomposer l'avenir de l'entreprise en deux phases, une première qui dure n années, sur laquelle des prévisions vont être réalisées, et une seconde, sur laquelle l'évolution des FTD va être modélisée par le biais d'un taux de croissance (g) constant.

$$V_{cp} = [\sum FTD_t (1+CMPC)^{-t}] + VT_n(1+CMPC)^{-n} - V_{df}$$

où la valeur terminale s'estime ainsi: $VT_n = FTD_{n+1} / CMPC - g$

Remarque: la valeur VT_n représente la valeur actualisée des FTD qui vont apparaître au delà de la période de prévision de n année n+1, et aboutit à une valeur à l'année n

82

3- L'actualisation des flux de Trésorerie disponible (FTD)

Exemple

Le Business plan de la société à évaluer fait ressortir les flux prévisionnelles suivants:

	1	2	3	4
FTD	100	120	140	160

Au delà de quatre ans, les FTD vont croître au taux annuel de 3%. Le coût du capital de la société est de 11% et ses dettes s'élèvent à 300.

$$VGE = 100/1,11 + 120/1,11^2 + 140/1,11^3 + 160/1,11^4 + (160 \cdot 1,03) / (0,11 - 0,03) \cdot (1,11)^{-4} = 1752$$

$$V_{cp} = VGE - V_{df} = 1752 - 300 = 1452$$

83

3- L'actualisation des flux de liquidités futurs: Discounted Cash Flow ou DCF

Cette méthode nécessite un ensemble de préalables et d'analyses à mener

- ❖ Une analyse approfondie de la société à évaluer
- ❖ Une analyse approfondie de l'aspect industrie
- ❖ Le calcul d'un taux d'actualisation
- ❖ La projection des cash flows que la société est censée générer dans le futur
- ❖ Le calcul de la valeur résiduelle
- ❖ Un ajustement de la valeur obtenue

84

Création de valeur: EVA et MVA

- ✓ Il existe une multitude de modèles, développés par autant de cabinets de conseil. Nous nous limiterons au modèle de EVA et MVA.
- ✓ EVA : mesure de la performance interne de l'entreprise. Une entreprise est profitable si son exploitation dégage une rentabilité > au coût de ses ressources financières

85

Création de valeur: EVA et MVA

Modèle (EVA) Economic Value Added

- ✓ L'EVA s'estime par différence entre le résultat opérationnel (ROP) après impôt et la rémunération de l'actif économique (AE=Capitaux propres+dettes financières) au coût du capital:
- ✓ $EVA = ROP \cdot (1-T) - CMPC_t \cdot \text{Actif Economique}_{t-1}$
- ✓ Or la rentabilité économique de l'entreprise ($K_{a,t}$) peut s'estimer ainsi: $K_{a,t} = ROP \cdot (1-T) / \text{Actif Economique}_{t-1}$
- ✓ Donc $EVA = (K_{a,t} - CMPC_t) \cdot AE_{t-1}$
- ✓ Il y a ainsi création de valeur lorsque $K_{a,t}$ est supérieure à $CMPC_t$, c'est-à-dire lorsque la rentabilité obtenue par l'ensemble des apporteurs de fonds est supérieure à la rentabilité qu'il attendaient.

86

Création de valeur: EVA et MVA

Modèle (EVA) Economic Value Added

- ✓ CREATION DE LA VALEUR DANS UN GROUPE DIVERSIFIE

	PRESSE	Construction	Total
AE	18000	29000	47000
Ka	18%	16%	
Coût du capital	11%	14%	
Création de valeur	1260	580	1840

87

Création de valeur: EVA et MVA

Modèle (MVA)

- ✓ Alors que le modèle EVA est une mesure de la création de valeur, la MVA mesure la création de la valeur totale, c'est-à-dire tenant compte de celle passée, mais également de celle à venir, telle qu'anticipée par le marché. Elle s'estime par différence entre la valeur de marché et la valeur comptable de l'actif économique:
- ✓ $MVA = V_{cp} + V_{df} - CP - DF$

Valeur Globale de l'Entreprise (VGE)	Capitaux Propres (Vcp)	MVA
	Dettes financières (Vdf)	Capitaux Propres (CP)
		Dettes financières (DF)

88

Création de valeur: EVA et MVA

Modèle (MVA) Market Value Added

- ✓ $MVA = \sum EVA / (1 + CMPC)$
- ✓ Une MVA est positive s'interprète comme le fait que l'entreprise va dégager dans le futur une rentabilité économique supérieure à son coût du capital, et donc que les EVA futures seront positives.

89

EVALUATION DES ENTREPRISES DANS LE CADRE DU CAPITAL RISQUE

90

EVALUATION DES ENTREPRISES DANS LE CADRE DU CAPITAL RISQUE

Quel est le mécanisme de valorisation d'une entreprise sollicitant l'intervention d'un fonds d'investissement en capital risque ?

Quels sont les critères retenus par les capital - risqueurs pour définir leur volonté d'investir et pour quels montants ?

91

Capital Investissement Définition :

Le capital investissement est l'investissement en fonds propres ou en quasi fonds propres dans des sociétés non cotées en bourse, y compris les opérations de création et de transmission.

92

Les sociétés de capital investissement

Approche Générale

- Mise en place d'équipes spécialisées dans l'analyse, les montages financiers et le financement des entreprises en fonds propres
- Indépendance du système bancaire
- En plus de l'apport financiers, la SCI peut apporter un support qualitatif pour le management le marketing, et la stratégie de l'entreprise financée.

93

Capital Investissement - Approche

Recherche du renforcement des fonds propres des PME

Le capital investisseur

- Prend le risque dans le capital
- N'assure pas la direction de l'entreprise
- Assiste l'entreprise de sa compétence technique
- Réalise à terme un profit sous forme de plus value sur cession de participation

La PME

- Soutien financier
- Soutien en gestion : management, marketing, stratégie, ouverture internationale
- Préparation de l'entreprise aux enjeux de la modernisation

94

Capital Investissement - Pour quels besoins ?

- ❖ PME en création
- ❖ PME en développement à un niveau d'endettement élevé
- ❖ PME dont les garanties réelles et personnelles du dirigeant insuffisantes
- ❖ PME que les fondateurs veulent transmettre au management ou à une nouvelle équipe

95

Extension :

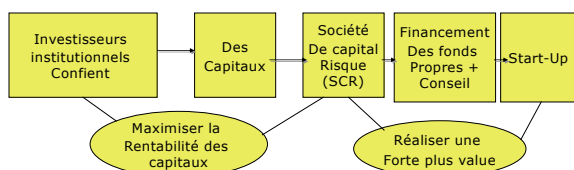
- Possibilité pour un capital investisseur d'accorder en plus du capital des prêts à une entreprise qu'il finance
- Possibilité de transformer le prêt en fonds propres

96

LES ACTEURS

Ils sont s'un côté, les investisseurs, de l'autre, les entreprises (start-up) et la mise en relation par des intermédiaires

Le capital-risque : une intermédiation financière spécifique



97

LES FREINS AU MAROC :

- Faiblesse des taux d'intérêt
- Etroitesse des marchés financiers nationaux
- Main mise du secteur bancaire sur le capital investissements
- Faiblesse du soutien étatique pour les capital investisseur : fiscalité, accès à l'épargne public et aux financement des marchés
- Absence de fonds de retraite par capitalisation (fonds de pension)
- Absence d'un marché boursier pour les jeunes entreprises

98

CATEGORIES DU CAPITAL

Capital faisabilité (seed capital)

- Financement d'un entrepreneur qui veut prouver la faisabilité de son idée
- Se faire aider pour rédiger son business plan
- Financement avant la création de l'entreprise
- Fait partie du Capital risque

Capital création (Start up Capital)

- Intervient à la phase de création du développement du produit jusqu'à son lancement industriel et commercial
- Fait partie du Capital risque

99

CATEGORIES DU CAPITAL

Capital développement

- Entreprise ayant atteint son seuil de rentabilité
- Financement de l'augmentation de la capacité de production ou de nouveaux produits
- Financement pour accroître son fonds de roulement

Capital transmission

- Financement de l'acquisition d'une entreprise déjà établie
 - Par une nouvelle équipe : MBI (management buy in)
 - Par la direction existante : MBO (management buy out)
 - Par les salariés : RES (rachat d'entreprise par les salariés)

100

Le capital-investissement

- L'évaluation de l'entreprise est d'actualité particulièrement lors des opérations de transmissions familiales qui posent fréquemment des problèmes (droits de succession , soultte, reclassement de titres) susceptibles d'être résolus .
- Les transmissions /successions incluent les différents types de buy outs (Leverage Buy-Out ou Leverage Buy in) ainsi que les rachats d'entreprises par les salariés . Néanmoins , il faut distinguer deux grands types de capital transmission :
 - La transmission initiée par la volonté de désinvestissement d'un grand groupe
 - La transmission –succession dans le cadre des PME familiales soit en mal de fonds pour croître et se développer soit lorsque la succession n'a pas été bien préparée .

101

Le capital-investissement

Né le lendemain de la guerre mondiale , il consiste à prendre des investissements minoritaires dans des sociétés non cotées afin de renforcer leur fonds propres et de les aider à :

- | | | |
|------------------------------------|---|-----------------------|
| Naitre : | ➔ | capital risque |
| Croître : | ➔ | capital développement |
| Céder à un repreneur : | ➔ | capital transmission |
| Modifier la structure du capital : | ➔ | capital reclassement |
| Se redresser : | ➔ | capital retournement |

102

Les sociétés de capital investissement

Statut

Société par action dont l'activité dominante est l'investissement en fonds propres dans des sociétés non cotées. Le statut de la SA n'est pas obligatoire, mais souhaitable.

103

Les sociétés de capital investissement

Objet

- Concourir au renforcement des fonds propres des sociétés non cotées
- Soutenir la création des entreprises par un financement en fonds propres

104

Les sociétés de capital investissement

Refinancement

- Fonds collectifs d'investissement
- Création d'un mécanisme directif d'orientation des placements des organismes de prévoyance vers les sociétés de capital risque
- Les institutions financières nationales et internationales

105

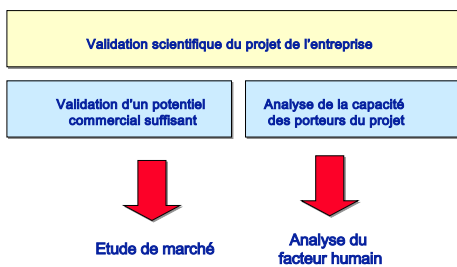
Les sociétés de capital investissement

Extensions

- Possibilité de faire appel public à l'épargne
- Financement des PME en quasi fonds propres

106

LA VALEUR FONCTION DU MARCHÉ



107

TABLEAU TYPE DES SCORES
Et corrélation avec le calcul du taux d'actualisation risqué

Montant des capitaux à investir	Budget Marketing et Publicité	Budget consacré à la recherche et développement	Part de marché en % à conquérir minimale = C	Score= K $K=C/TRI$	Taux de risque = r compris entre 25% et 100%	Score risqué = k $k=K*(1+r)$

Le tableau des scores est établi :
-Pour chaque année N
-Par consolidation des années de 1 à N (pour obtenir un tableau consolidé)

108

Intégration de la dimension risque

> Le tableau essaie de mettre en évidence une nouvelle valeur liée au risque pouvant dégrader le taux de rendement interne attendu par les investisseurs sur des marchés en devenir.

> Le score brut : K représente le rapport entre la part de marché minimale souhaitée en fonction des capitaux investis et le taux de rendement interne minimum attendu par les investisseurs de capital risque, soit :

$$K=C/TRI$$

109

Intégration de la dimension risque

> A cette valeur brute K, il sera ajouté un taux de risque lié aux facteurs non occurrence du marché cible (baisse du prix du marché, impact des fusions absorption sur les parts de marché disponibles)

> Ce taux de risque r peut se mesurer selon une échelle comprise entre 25 et 100% (risques : faible, moyen, élevé, maximum)

> Ce taux de risque permet de définir le score risqué k, qui définit la prime de risque à intégrer dans le taux d'actualisation : soit la formule

$$k= K*(1+r)$$

110

Analyse du facteur humain

Le problème posé à l'évaluateur ou à la société de capital risque sera de :

- ✓ Mesurer le degré de compétence scientifique et de management des porteurs de parts .
- ✓ Définir les limites des compétences en fonction de la dimension future de l'entreprise
- ✓ Cerner les motivations à terme des porteurs de projet (rester maîtres de l'entreprise ou réaliser une plus value de revente)
- ✓ Anticiper leur comportement futur en fonction de l'échec ou le succès du projet .

En fonction des résultats de l'analyse , il sera possible de dresser le facteur psychologique du profil des individus qui devient une composante de la valorisation du projet .

111

Détermination de la valeur de l'entreprise

OBJECTIF



VALEUR DE L'ENTREPRISE EN PHASE DE DEVELOPPEMENT

PRELIMINAIRE



SYNTHESE DES DONNEES DE LA PERIODE D'INVESTIGATION

CHOIX DE LA METHODE D'EVALUATION



LA PLUS ADAPTEE AUX PROBLEMES POSES

112

Détermination de la valeur de l'entreprise

Dans le cas du capital risque et s'agissant de projets à forte technologie ou dégageant des idées nouvelles ou originales, les spécialistes recommandent :

- Le recours à la méthode du good will combinée à l'approche d'actualisation des cash flows anticipés
- La définition des paramètres d'exploitation et les plans de financement pour atteindre la rentabilité attendue

La projection des éléments d'exploitation avec une analyse très fine des postes de charges permet d'approcher de manière réaliste les cash flows futurs.

La prise en compte des risques majeurs liés à l'érosion des parts de marché et technologiques apportera davantage de cohérence aux résultats

113



114