
MANAGEMENT SUP
GESTION - FINANCE

L'évaluation des entreprises

Méthodes et études de cas

2^e édition



Georges Legros

DUNOD

Tout le catalogue sur
www.dunod.com



Le pictogramme qui figure ci-contre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, particulièrement dans le domaine de l'édition technique et universitaire, le développement massif du photocopillage.

Le Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établissements

d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres et de revues, au point que la possibilité même pour

les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée. Nous rappelons donc que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation de l'auteur, de son éditeur ou du Centre français d'exploitation du

droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris).



© Dunod, 2011, 2015
5 rue Laromiguière, 75005 Paris
www.dunod.com
ISBN 978-2-10-074124-3

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2° et 3° a), d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

Table des matières

Introduction	1
1 La problématique de l'évaluation	3
2 L'évaluation par la méthode des <i>discounted cash flows</i>	9
Section 1 Le principe	10
Section 2 La description de la méthode	10
Section 3 Les avantages et les inconvénients	22
Section 4 La méthode du <i>business plan</i>	22
ÉTUDE DE CAS	25
3 L'évaluation patrimoniale	39
Section 1 La logique de l'actif net comptable corrigé	40
Section 2 L'actif net comptable corrigé poste par poste	42
ÉTUDE DE CAS	49
4 Les performances économiques et boursières	57
Section 1 Les performances économiques	58
Section 2 Les performances boursières	62

Section 3 L'évaluation par analogie	75
Section 4 Le diagnostic financier préalable à l'évaluation	79
ÉTUDE DE CAS	89
5 Les méthodes hybrides (le <i>goodwill</i>)	119
Section 1 La notion de <i>goodwill</i>	120
Section 2 Le calcul du <i>goodwill</i>	120
Section 3 L'actif économique	121
Section 4 Le taux de rentabilité exigée et d'actualisation	122
Section 5 Le bénéfice économique	122
Section 6 L'ajustement du <i>goodwill</i>	124
Section 7 Les méthodes usuelles	125
ÉTUDE DE CAS	129
6 L'évaluation et le <i>leverage buy out</i>	139
Section 1 L'effet opérationnel	140
Section 2 L'effet industriel	141
Section 3 Les signaux	141
Section 4 Les résultats	142
Section 5 Les montages utilisés	142
Section 6 La sortie du LBO	145
Section 7 Les autres types d'opérations	146
ÉTUDE DE CAS	149
7 L'évaluation et les rapprochements d'entreprises	169
Section 1 Les offres publiques	170
Section 2 Les fusions	183
Section 3 Les scissions, apports partiels, <i>spin-off</i> , <i>split-off</i>	195
ÉTUDE DE CAS	203
8 La gestion de la valeur de l'action	225
Section 1 La politique du dividende	226
Section 2 La division du nominal et les actions gratuites	229
ÉTUDE DE CAS	231
9 Conclusion	241
Section 1 La diversité des méthodes	242
Section 2 Les limites des méthodes d'évaluation	243
Index	245

Introduction

Évaluer l'entreprise est au cœur de la finance. Les contextes d'évaluation de l'entreprise sont nombreux : projet de cession de l'entité, augmentation du capital, fusion, offre publique d'achat ou d'échange, apport partiel d'actif, opération de type *leverage buy out*.

La confrontation, les antagonismes, la dualité constituent les terrains privilégiés de l'évaluateur. Une partie souhaite évaluer au plus haut (le cédant), l'autre souhaite évaluer au plus bas (le cessionnaire). L'évaluateur doit trouver le point d'équilibre, tant en fonction des techniques financières que du rapport de forces ressenti. Une certaine empathie est nécessaire pour faire converger les points de vue.

La valeur de l'entreprise n'existe pas pour le professionnel. Seul le prix importe, et celui-ci n'existera qu'en cas de transaction. L'objectif de l'évaluateur est l'aboutissement. Une évaluation est bonne pour autant que l'opération se réalise, que la propriété de l'actif soit transférée.

L'acheteur considère que le prix est fonction des profits futurs : l'entreprise vaut par ce qu'elle est susceptible de rapporter. Sa vision est utilitariste : « l'actif vaut par ce que je peux en attendre, par l'intérêt que j'y associe ».

Nous observons que le prix sera fonction certes de la chose à évaluer, mais aussi de la position de l'évaluateur. Une entreprise vaut par l'usage que nous pouvons en faire ; nos propres qualités sont en jeu.

Cependant l'acheteur ne souhaite payer qu'une partie de ce futur : la partie issue de la notoriété acquise, des efforts consentis par le passé, et non les fruits de ses nouvelles initiatives. Les flux futurs sont la conséquence des inerties, de la bonne renommée, des positions acquises, d'une part, mais aussi de l'énergie des nouvelles équipes, d'autre part.

Le vendeur souhaite valoriser au mieux le passé de l'entreprise comme l'artisan d'un futur anticipé.

En valorisant une entreprise nous posons qu'aujourd'hui le cessionnaire doit payer les profits futurs induits par le passé, et non tous les profits futurs. L'exercice est délicat. Personne ne maîtrise l'avenir et la finance n'est pas une science divinatoire. L'évaluateur doit être un excellent communicant pour faire passer un double message. Un premier auprès de l'acheteur selon lequel il paie peu compte tenu des profits futurs dus à la notoriété acquise, un second auprès du vendeur selon lequel on lui paie aujourd'hui une partie des efforts futurs de l'acheteur.

En somme l'acheteur veut s'accaparer le passé du vendeur et le vendeur l'avenir de l'acheteur. Évaluer n'est pas sans une certaine duplicité, sans quelques manigances.

Évaluer l'entreprise est un pari. Le professionnel doit convaincre du bien-fondé de sa vision de l'avenir et de son démembrement des flux futurs. Chacun œuvre dans le sens de ses intérêts, et l'intérêt de l'évaluateur est de faire aboutir la transaction, d'obtenir l'accord des parties.

Le bon raisonnement en finance est celui qui va dans le sens de nos intérêts. Il s'agit de valoriser l'entreprise au regard de sa capacité à surmonter les défis futurs et d'en tirer profit.

Cette deuxième édition intègre les évolutions de la discipline au regard des débats théoriques et des pratiques professionnelles. Les méthodes par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels et par application des multiples ont été privilégiées pour tenir compte de leur utilisation systématique dans de nombreux contextes : fusions, recommandations boursières, rachat par des holdings et autres.

L'évaluation d'une entreprise s'accompagne d'un diagnostic financier préalable orienté vers la capacité de l'entité à créer de la valeur. Cette dimension a été intégrée dans cette deuxième édition, qui propose en outre, une méthodologie de diagnostic financier mettant l'accent sur les leviers de la création de valeur. Cette démarche permet de mieux rendre compte de toute l'ampleur d'une mission d'évaluation.

L'évaluation d'une entreprise ne pouvant être menée indépendamment des parties prenantes et de leurs objectifs, nous présentons maintenant de nombreux contextes d'évaluation.

La problématique de l'évaluation

Les évaluations d'entreprise peuvent avoir des motivations très variées. À titre d'illustration, nous pouvons envisager des évaluations de sociétés dans les contextes suivants :

- une évaluation de la globalité économique de l'entreprise dans le but d'une fusion, d'une vente d'entreprise, d'une offre publique d'achat ou d'une offre publique d'échange. Ce type d'évaluation va au-delà de l'évaluation d'un patrimoine et doit le savoir-faire de l'entreprise, sa clientèle potentielle, son image de marque, sa capacité décisionnelle face aux événements, ses efforts de recherche et de formation ;
- une évaluation de titres pour des actionnaires minoritaires en vue d'une cession ou d'une acquisition. L'évaluation peut alors être différente d'une quote-part de l'évaluation globale de l'entreprise en fonction de la position de l'actionnaire minoritaire : celui-ci peut n'avoir qu'un très faible pourcentage sans pouvoir décisionnel ou se retrouver en position d'arbitre face à deux groupes égalitaires ;
- une évaluation de type liquidative. Il s'agit d'évaluer la somme des éléments d'actif et de passif de l'entreprise au prix du marché (et non plus dans une perspective de continuité d'exploitation). Les actifs sont donc évalués au montant qu'un acquéreur serait prêt à déboursier.

La valeur d'une entreprise peut être déterminée de deux façons :

- en évaluant son patrimoine poste par poste, tant à l'actif qu'au passif ;
- en capitalisant, au taux du marché, le profit disponible pour l'actionnaire.

Ces deux approches donnent le même résultat si nous observons les égalités suivantes :

$$\begin{aligned} \text{Taux d'actualisation} &= \text{rentabilité financière} = \text{rentabilité} \\ &\quad \text{économique} = \text{coût de l'endettement.} \end{aligned}$$

EXEMPLE – Entreprise Island au 31 décembre N

Bilan

Actif immobilisé	1 000	Capitaux propres	1 200
Actif circulant	500	Dettes financières	300
Total	1 500	Total	1 500

Compte de résultat

Produits d'exploitation	+ 9 000
Charges d'exploitation	– 8 850
Résultat d'exploitation	= 150
Frais financiers	– 30
Résultat net	= 120

Nous observons :

Rentabilité économique = Résultat d'exploitation/Capitaux

investis = $150/1\,500 = 10\%$

Rentabilité financière = Résultat net/Capitaux propres

= $120/1\,200 = 10\%$

Coût de l'endettement = Frais financiers/Dettes financières

= $30/300 = 10\%$.

Nous pouvons évaluer l'entreprise Island par deux approches : le patrimoine et les profits.

Évaluation du patrimoine

Actif immobilisé	+ 1 000
Actif circulant	+ 500
Dettes financières	– 300
Patrimoine	= 1 200

Si la rentabilité requise par les actionnaires (taux de marché) est de 10 %, l'évaluation par le profit se pose ainsi :

Résultat net/Taux de marché = $120/0,1 = 1\,200$

Il s'agit d'une suite perpétuelle de bénéfices égaux à 120 actualisés au taux de 10 %. Cette valeur actuelle est égale au capital qui, placé au taux de 10 %, rapporterait un revenu égal à 120.

L'évaluation par le patrimoine donne bien le même résultat que l'évaluation par les profits, c'est-à-dire un prix de 1 200.

Cependant, dans la plupart des cas, la rentabilité économique diffère du coût de l'endettement. Le coût de l'endettement se situant au-dessous de la rentabilité

économique engendre une rentabilité financière supérieure à la rentabilité économique. Il s'agit de l'effet de levier financier positif. En outre la rentabilité financière dépasse fréquemment la rentabilité requise par les actionnaires (taux de marché).

Ces différences sur les taux conduisent à une évaluation par les profits différente de l'évaluation par le patrimoine.

Si l'évaluation par les profits est supérieure à l'évaluation par le patrimoine, la différence constitue un *goodwill* (survaleur).

Ceci revient à affirmer que l'existence d'un *goodwill* nécessite une rentabilité financière dépassant la rentabilité requise par les actionnaires. Cette forte rentabilité financière, induite par un effet de levier financier positif, c'est-à-dire une rentabilité économique supérieure au coût de l'endettement.

EXEMPLE

Poursuivons le cas d'Island en supposant maintenant une rentabilité économique de 15 % et les autres éléments inchangés.

Compte de résultat

Résultat d'exploitation ($1\,500 \times 15\%$)	+ 225
Frais financiers	- 30
Résultat net	= 195

L'évaluation par le patrimoine n'a pas évolué, nous obtenons toujours 1 200.

En revanche, la capitalisation au taux de 10 % d'un profit de 195 nous donne : $195/0,1 = 1\,950$.

Nous pouvons calculer le *goodwill* : $1\,950 - 1\,200 = 750$.

En somme, l'existence du *goodwill* est fonction de deux éléments :

- **un phénomène d'effet de levier positif** selon lequel un coût des dettes inférieur à la rentabilité économique débouche sur une rentabilité financière supérieure à la rentabilité économique. Dans notre exemple, la rentabilité financière est égale à $195/1\,200 = 16,25\%$, c'est-à-dire le rapport entre le résultat net et les capitaux propres ;
- **une rentabilité requise par les actionnaires** (taux de marché) **inférieure à la rentabilité financière**. En somme, la possibilité pour l'entreprise de mettre en réserve une partie des bénéfices des années à venir.

Pour autant que la rentabilité économique dépasse le coût de l'endettement et que la rémunération des actionnaires n'absorbe pas tous les bénéfices, le *goodwill* existe.

EXEMPLE

Pour la société Island, nous aurons :

$$\text{Rémunération des fonds propres} = 1\,200 \times 10\% = 120$$

$$\text{Mise en réserve} = 195 - 120 = 75$$

Soit le bénéfice amputé de la rémunération équitable des actionnaires.

Le *goodwill* peut aussi se calculer de la façon suivante :

$$75/0,1 = 750$$

La capacité à accumuler des réserves est capitalisée au taux du marché.

Il s'agit de la capitalisation au taux du marché des mises en réserve à venir. L'entreprise vaut par sa capacité à s'autofinancer. Le *goodwill* est la valorisation de l'entreprise par anticipation du financement interne.

Précisons les conditions de réalisation d'un effet de levier financier positif.

Lorsque le coût de l'endettement est inférieur à la rentabilité économique, nous obtenons une rentabilité financière supérieure à la rentabilité économique, et ce d'autant plus que l'endettement est fort au regard des fonds propres ; il s'agit d'un effet de levier positif.

Lorsque le coût de l'endettement est supérieur à la rentabilité économique, nous obtenons une rentabilité financière inférieure à la rentabilité économique, et ce d'autant plus que l'endettement est fort au regard des capitaux propres ; il s'agit d'un effet de levier négatif.

Au surplus, toute variation de la rentabilité économique se répercute plus que proportionnellement sur la rentabilité financière, à la baisse comme à la hausse, et ce d'autant plus que l'endettement est fort. En s'endettant, l'entreprise, en cas d'effet de levier positif, accroît sa rentabilité financière mais la rend aussi plus fragile, plus risquée, plus sensible aux turbulences sur la rentabilité économique. À une espérance de rentabilité financière majorée correspond une prise de risque majorée.

Posons :

Re = rentabilité économique

Rf = rentabilité financière

t = coût de l'endettement financier

C = capitaux propres

D = endettement financier

CI = capitaux investis, c'est-à-dire $C + D$,

L'investissement est financé soit par les fonds propres, soit par l'endettement.

La différence entre le résultat d'exploitation et le résultat net est constitué des intérêts payés aux prêteurs, abstraction faite de l'imposition.

Nous avons :

$$\text{Résultat net} = \text{Résultat d'exploitation} - \text{Intérêts}$$

$$Re = \text{Résultat d'exploitation}/CI$$

$$\text{Ainsi : Résultat d'exploitation} = Re \times CI$$

$$Rf = \text{Résultat net}/C$$

$$\text{Résultat net} = \text{Résultat d'exploitation} - (t \times D)$$

Divisons les termes par C :

$$\text{Résultat net}/C = (\text{Résultat d'exploitation}/C) - [(t \times D)/C]$$

$$Rf = (Re \times CI)/C - (t \times D)/C$$

$$Rf = [Re \times (C + D)]/C - (t \times D)/C$$

$$Rf = (Re \times C/C) + (Re \times D/C) - (t \times D/C)$$

$$Rf = Re + (Re - t) \times D/C$$

EXEMPLE

$$CI = 1\,000\,000 \text{ €} ; D = 600\,000 \text{ €} ; C = 400\,000 ; t = 10 \%$$

$$\text{Résultat d'exploitation} = 200\,000 \text{ €}$$

$$\text{D'où : résultat net} = 200\,000 - (10 \% \times 600\,000) = 140\,000 \text{ €}$$

En supposant les fonds propres reçus le premier jour de la période et le résultat obtenu le dernier jour, nous obtenons les rentabilités annuelles suivantes :

$$Re = 200\,000/1\,000\,000 = 20 \%$$

$$Rf = 140\,000/400\,000 = 35 \%$$

$$Rf = Re + (Re - t) \times D/C$$

$$35 \% = 20 \% + (20 \% - 10 \%) 600\,000/400\,000$$

En diminuant le financement par fonds propres, nous majorons la rentabilité des fonds propres.

En apportant 1 000 000 €, la rentabilité financière est de 20 % ($Re = Rf$).

En apportant 400 000 €, la rentabilité financière est de 35 %.

