

L'article L. 236-1 du code de commerce prévoit qu'à l'occasion d'une fusion ou d'une scission, les associés qui transmettent leur patrimoine, reçoivent des actions ou des parts émises par les sociétés bénéficiaires, en échange de leurs titres détenus dans les sociétés absorbées.

Pour que cet échange soit réalisé équitablement, les sociétés en présence doivent donc, préalablement aux opérations de fusions, être évaluées. Ce chapitre présente différentes méthodes pouvant être utilisées pour valoriser une entreprise.

## I. Travaux préalables à l'évaluation et choix des méthodes

### 1. Le diagnostic de la société à évaluer

Évaluer une société ne se limite pas à la simple mise en œuvre de méthodes reposant sur des paramètres comptables ou financiers, mais suppose d'en avoir aussi une connaissance assez précise.

La collecte d'informations est un préalable à l'évaluation. Cette collecte porte notamment sur :

- L'historique de l'entreprise,
- Son secteur d'activité, les marchés sur lesquels elle écoule ses produits, la structure de sa clientèle, son carnet de commande,
- Son organisation opérationnelle et fonctionnelle, la qualification de ses équipes,
- Ses activités en matière de recherche et développement, ses politiques stratégiques,

1. L'évaluation des entreprises et des titres est au programme de l'UE2 « Finance ». Ce chapitre est destiné à rappeler les caractéristiques et la typologie des principales méthodes. Un point sera fait sur les modalités de calcul de l'actif net comptable corrigé ou réévalué, utile pour la valorisation des apports en valeur réelle prévue par l'article 741-1 du PCG.

- Son environnement juridique et la nature des principaux contrats signés par elle, les éventuels litiges auxquels elle est confrontée,
- Ses modalités de financement,
- Ses résultats financiers passés et prévisionnels.

Ces différents éléments concourent à la réalisation d'un diagnostic d'ensemble qui met en évidence les principales forces et les principales faiblesses de l'entité à évaluer (justifiant, lors de l'évaluation proprement dite, l'existence de décotes ou de surcotes vis-à-vis des valeurs obtenues).

Ce diagnostic permet également de choisir la ou les méthodes les mieux adaptées à la cible à valoriser, en fonction notamment du motif de l'évaluation.

## 2. Les différentes approches de l'évaluation

Différents critères permettent de classer les principales méthodes d'évaluation. On distingue :

- Les méthodes d'essence financière fondées sur l'actualisation de flux ou de résultats futurs,
- Les méthodes comparatives qui consistent à appliquer à certains agrégats de la société à évaluer, des « multiples » issus de cours de bourse ou de transactions comparables,
- Les méthodes patrimoniales qui nécessitent de valoriser chacun des éléments d'actif et de passif qui composent le patrimoine de l'entreprise (qu'ils figurent ou non au bilan).

Parmi ces méthodes, certaines sont dites « intrinsèques » car elles utilisent uniquement des données issues de la société à évaluer, et d'autres sont qualifiées « d'analogiques » dès lors qu'elles s'appuient sur la valeur connue d'autres entreprises possédant des caractéristiques communes avec l'entité à évaluer.

Une différence est faite entre les approches « directes » qui permettent d'obtenir directement la valeur des capitaux propres ou des titres, et les approches indirectes qui conduisent à déterminer préalablement la valeur économique de l'entreprise (celle de ses actifs d'exploitation) de laquelle doivent être déduites les dettes financières pour obtenir la valeur des capitaux propres.

## Typologie des principales méthodes d'évaluation<sup>1</sup>

Méthodes	Intrinsèques	Analogiques	Approche	
			Directe	Indirecte
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Financières                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Actualisation des flux de trésorerie</li> <li>• Actualisation des dividendes</li> </ul> </li> </ul>	X		X <sup>1</sup>	X <sup>1</sup>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Comparatives                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Multiple d'Ebitda</li> <li>• Multiple de résultat</li> <li>• Price earning ratio (PER)</li> </ul> </li> </ul>	X	X X X	X	X X
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Patrimoniales                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Actif net comptable corrigé + goodwill</li> </ul> </li> </ul>	X		X X	

(1) L'approche sera indirecte ou directe selon que les calculs portent sur les flux revenant aux apporteurs de capitaux ou aux seuls flux revenant aux actionnaires.

Bien qu'il soit souvent d'usage d'utiliser plusieurs méthodes simultanément, à des fins de comparaison et d'analyse des écarts de valorisation constatés, il apparaît que, selon les circonstances, certaines soient privilégiées :

- Si l'entreprise est capable d'établir des prévisions financières fiables, en lien avec un « business plan » cohérent, la méthode de l'évaluation par l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou méthode des « discounted cash-flow ») peut s'appliquer, et elle est alors recommandée.
- Si l'entreprise se situe sur un marché en concentration, les méthodes des comparables peuvent être envisagées.
- Si la société existe depuis plusieurs années, que sa croissance est constante, si elle peine à réaliser des prévisions réalistes, ou si cette société est une holding ou une société foncière, il est possible d'utiliser la méthode patrimoniale. Cette dernière consiste, outre à la réévaluation de l'actif net comptable, à déterminer la valeur du fonds commercial (ou goodwill) calculé à partir d'un surprofit constaté par rapport à la rentabilité attendue des capitaux investis.

La méthode des comparables qui suppose d'avoir accès à des transactions récentes, ou à des agrégats de sociétés cotées du même secteur, permet aussi de conforter ou d'infirmer la valeur issue de la mise en œuvre de méthodes intrinsèques.

1. Tableau inspiré par celui présenté dans l'ouvrage de la CNCC « Évaluation financière expliquée – principes et démarches » collection guides professionnels – Mars 2016 – p. 96.

## II. Les méthodes fondées sur l'actualisation

Ces méthodes reposent sur l'idée que la valeur d'une entreprise ou d'un titre est égale à la valeur actualisée des revenus (flux de trésorerie ou résultat) que l'activité de cette entreprise va permettre de générer dans le futur.

### 1. L'actualisation des flux de dividendes : la valeur financière

Plusieurs auteurs ont modélisé cette méthode.

#### 1.1 L'hypothèse d'un dividende constant : le modèle « d'Irwing Fischer »

##### a. Formule de calcul de base

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+i)} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+i)^n} + \frac{V_n}{(1+i)^n}$$

Avec:  $V_0$ : Valeur actuelle du titre

$D_n$ : Dividende perçu l'année  $n$  (de 1 à  $n$ )

$V_n$ : Prix de vente du titre l'année  $n$

$i$ : Taux d'actualisation égal au coût des fonds propres (taux de rentabilité exigé par les actionnaires)

##### b. Hypothèse simplificatrice

La détermination de  $V_n$  est extrêmement délicate. Toutefois, cette valeur étant elle-même fonction des dividendes à recevoir à partir de  $N + 1$ , il est possible de faire l'hypothèse d'un versement perpétuel du dividende, ce qui conduit à la formule de calcul suivante :

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} D_n (1+i)^{-n}$$

Avec:  $V_0$ : Valeur actuelle du titre

$D_n$ : Dividende perçu l'année  $n$  (de 1 à  $n$ )

$i$ : taux d'actualisation égal au coût des fonds propres (rentabilité exigée des actionnaires).

Si le dividende est par hypothèse supposé constant et égal à  $D_1$ , on obtient la formule suivante :

$$V_0 = D_1 \cdot \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

Si  $n \rightarrow \infty$ ,  $(1 + i)^{-n}$  tend alors vers zéro.

Soit la formule :

$$V_0 = \frac{D1}{i}$$

Avec: D: dividende constaté l'année 1

i: taux d'actualisation égal au coût des capitaux propres

Cette méthode qui revient à capitaliser à un taux  $i$  la valeur d'un dividende observé et supposé constant, permet d'obtenir «la valeur financière d'un titre».

## 1.2 La prise en compte d'une croissance des dividendes

### a. Le modèle de «Gordon Schapiro»

Ce modèle fait l'hypothèse d'une augmentation à taux constant des dividendes dans le futur. Formule de calcul :

$$V_0 = \frac{D1}{i - g}$$

Avec: D1: Dividende de l'année 1

i: Taux d'actualisation égal au coût des capitaux propres (rentabilité exigée des actionnaires)

g: Taux de croissance des dividendes

### b. Les autres modèles

Les hypothèses simplificatrices des modèles «d'Irwing Fischer» et «Gordon Schapiro» (dividende constant ou taux de croissance constant) ont conduit d'autres auteurs et notamment Molodovski et Bates à proposer des modèles plus élaborés :

- Molodovski propose de diviser l'avenir d'une société en trois périodes caractérisées par des rythmes de croissance différents, correspondant « peu ou prou » aux cycles de vie d'une entreprise (croissance, maturité, déclin). Ce modèle actualise les dividendes qui découlent des trois phases de croissance successives.
- Bates appuie, quant à lui, son modèle sur les bénéfices et le taux de distribution des dividendes, au lieu du seul dividende. Sa formule repose sur une logique comparative. Il part du postulat que la société à évaluer appartient à un secteur dont le bénéfice par action, le taux de croissance sur  $n$  années, le pourcentage distribué ainsi que le taux de rentabilité exigé sur le marché sont connus. Ce modèle permet

de déterminer le rapport cours/bénéfice de la société évalué à l'aide de tables de références.

### 1.3 Application chiffrée

#### a. Actualisation d'un dividende supposé constant

La société A, a un capital de 100 000 € divisé en 1 000 actions de 100 €. Le dividende distribué l'année N est de 8 € par action.

Le coût des capitaux propres de A est 6 %.

Question 1: Quelle est la valeur financière du titre A ?

$$\text{Solution: } V = \frac{8}{6\%} = 133 \text{ €}$$

Soit valeur globale de la société A :  $133 \times 1\,000 = 133\,000$

#### b. Actualisation d'un dividende à croissance constante

Question 2: La société A anticipe une croissance de 1,5 % du dividende N sur les années à venir.

$$\text{Solution: } V = \frac{8}{6\% - 1,5\%} = 177 \text{ €}$$

Soit valeur globale de la société A :  $177 \times 1\,000 = 177\,000$

## 2. L'actualisation des bénéfices futurs : la valeur de rendement<sup>1</sup>

### 2.1 Le choix d'un « bénéfice normatif »

Semblable, dans son principe, aux méthodes d'actualisation des dividendes, l'actualisation des bénéfices futurs suppose toutefois de choisir le flux normatif pertinent qui sera actualisé.

Différents niveaux de résultats peuvent être envisagés : le résultat d'exploitation, le résultat courant, le résultat net.

En pratique, et notamment pour évaluer des TPE ou des PME en régime de croissance, le choix du résultat « courant » est le plus fréquent.

La détermination d'un résultat courant peut se faire sur la base d'une moyenne des résultats courants observés sur les trois derniers exercices et éventuellement du résultat courant prévisionnel de l'année suivante.

1. Appelé parfois aussi « valeur de productivité » notamment par l'administration fiscale.

Pour que ce résultat soit le plus représentatif possible du résultat reproductible, celui-ci devra être corrigé :

- des éléments considérés comme non récurrents (redressements fiscaux, location exceptionnelle,...),
- des éléments « anormaux » (rémunération excessive, loyer de complaisance, ...),
- des charges et des produits relatifs à des éléments hors exploitation.

Par ailleurs, de ce résultat courant retraité, devra être soustrait la participation des salariés<sup>1</sup>, si l'entreprise y est soumise et l'impôt sur les sociétés au taux théorique.

## 2.2 Formule de calcul

$$V = \frac{R}{i}$$

Avec: V: Valeur de l'entreprise

R: Résultat courant « normatif » après IS

i: Taux de capitalisation retenu

(la capitalisation correspond à l'actualisation à l'infini du flux R).

Le taux i utilisé peut être :

- le coût des fonds propres déterminé par le biais du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) qui intègre le risque spécifique à la société à évaluer<sup>2</sup>.
- Le taux moyen de rentabilité observé sur le marché des actions et correspondant au rapport: bénéfice par action/cours de l'action.
- Un taux sans risque (obligations d'État) majoré d'une prime de risque moyenne observée sur le marché des actions<sup>3</sup>.

1. La participation des salariés est comptabilisée en normes françaises après le résultat exceptionnel.

2. Le MEDAF est applicable aux sociétés cotées. Il peut toutefois être utilisé pour les sociétés non cotées, en utilisant une prime qui reflète le risque lié à la taille de l'entreprise.

3. La prime de risque du marché des actions en France est de 7,90 % en 2019 contre 6,91 % en 2018. Source: Compagnie des Conseils et Experts Financiers, Revue Convergence Hors-série n° 5 Janvier 2019 « observatoire de valorisation 2019, taux d'actualisation et multiples de valorisation ».

## 2.3 Application

### a. Énoncé

Les résultats de la société A au cours des exercices N – 1, N – 2 et N peuvent être synthétisés dans le tableau suivant :

	N – 2	N – 1	N
Résultat courant	450	480	500
Résultat exceptionnel	500	-30	20
Participation des salariés	-15	-16	-15
Impôts sur les bénéfices	-180	-150	-150
Résultat net	305	284	355

On dispose des renseignements suivants :

- Des frais de déménagement exceptionnels de 3 ont été enregistrés dans les charges d'exploitation de l'exercice N – 2,
- Une taxe foncière sur un terrain hors exploitation est acquittée annuellement pour un montant de 6,
- Les charges de personnel des exercices N – 2 et N – 1 incluent la rémunération d'un ancien actionnaire parti à la retraite fin N – 1 et non remplacé (20 par an),
- Les dotations aux amortissements de l'exercice N – 2 incluent pour 3, l'amortissement de frais d'établissement supportés en N-6,
- Le taux de l'impôt sur les sociétés est de 33.1/3 %.

Pour évaluer A, le résultat courant normatif sera capitalisé au taux de rentabilité exigé par ses actionnaires (8,5 %).

### b. Solution

Calcul du résultat courant normatif

	N – 2	N – 1	N
Résultat courant comptable	450	480	500
Frais de déménagement	+3		
Taxe foncière s/actif hors exploitation	+6	+6	+6
Rémunération ancien actionnaire	+20	+20	
Dotation aux amortissements sur non-valeur	+3		
Participation des salariés	-15	-16	-18
Résultat courant corrigé avant IS	467	490	488
Impôt sur les bénéfices (au taux de 33.1/3 %)	156	163	163
Résultat courant corrigé après impôt	311	327	325
Résultat courant moyen considéré comme normatif	<b>321</b>		

$$\text{Calcul de la valeur de rendement: } V = \frac{321}{8,5\%} = 3776$$

NB: Notion de PER (Price Earning Ratio).