

Méthodes et procédures **Évaluation d'entreprise**

L'évaluation d'une entreprise est une tâche très complexe. L'article ci-dessous vous donne un aperçu des motifs les plus fréquents d'une demande d'évaluation d'entreprise, les méthodes reconnues et le processus mis en place.



Méthodes et processus d'évaluation d'une entreprise dans la pratique

Comme vous le constaterez, chaque méthode d'évaluation livre des valeurs différentes. Sans une interprétation technique de chaque résultat et la connaissance des prix réalisés sur le marché, une évaluation d'entreprise a peu de valeur.

- 1. Généralités sur l'évaluation d'une entreprise 3
- 2. Motifs et raisons d'une évaluation d'entreprise 4
 - 2.1 Vente d'une entreprise/succession 4
 - 2.2 Détermination de la stratégie 4
 - 2.3 Valeur arbitrale 4
 - 2.4 Héritage 5
- 3. Méthodes d'évaluation d'une entreprise 6
 - 3.1 Entity vs. Equity Approach 6
 - 3.2 La méthode de la valeur substantielle 7
 - 3.2.1 Valeur comptable, réserves latentes et impôts latents 7
 - 3.2.2 Valeur de rente perpétuelle 8
 - (valeur de reprise ou de rachat)
 - 3.2.3 Valeur de liquidation 8
 - 3.2.4 Patrimoine hors exploitation 8
 - 3.2.5 Résumé de la méthode de la valeur substantielle 8

- 3.3 Méthode de la valeur de rendement 9
 - 3.3.1 Bases pour le calcul de la valeur de rendement 9
 - 3.3.1.1 Valeur temporelles de l'argent et prise en 9
 - 3.3.1.2 La détermination du taux du coût du capital 10
 - 3.3.1.3 Correction du compte de résultat 11
 - 3.3.1.4 Goodwill 11
 - 3.3.2 Discounted Cash Flow Methode 11
 - 3.3.2.1 Calcul du Free Cash Flow (FCF) 12
 - 3.3.2.2 Valeur résiduelle, horizon de prévision, 14
 - croissance continue
 - 3.3.3 La méthode pure de la valeur de rendement 14
 - 3.3.4 Méthode de la valeur moyenne 15
 - (méthode des praticiens)
 - 3.3.5 Processus de surprofit 15
- 3.4 Méthode de la valeur de marché 16
 - (multiplicateurs, multiples)
 - 3.4.1 Multiplicateur EBITDA 17
- 3.5 Résumé de la méthode de la valeur de rendement 17
- 4. Procédure lors d'une évaluation d'une entreprise 18
 - 4.1 Ajustement des comptes annuels 18
 - 4.2 Évaluation d'entreprise en intégrant plusieurs méthodes 18
 - 4.3 Comparaison et interprétation des résultats 19
 - 4.3.1 Contrôle de plausibilité 19
 - 4.3.2 Gestion de l'insécurité 19
 - 4.3.3 Traçabilité 19
- 5. Résumé 20

1. Généralités sur l'évaluation d'une entreprise

En principe, on distingue la valeur théorique de l'entreprise et la valeur réalisable de l'entreprise: La valeur théorique de l'entreprise peut être calculée par le biais de différentes méthodes sachant que chaque méthode génère des valeurs différentes. Il n'existe donc pas de valeur d'entreprise théorique correcte ou incorrecte, mais plutôt différentes valeurs que les observateurs peuvent considérer comme plausibles.

Pour des entreprises qui ne sont pas cotées en bourse, la valeur d'entreprise réalisable ne peut être constatée que si l'entreprise est effectivement vendue.

Pour plus de facilité, nous pouvons concevoir deux types d'évaluation: la méthode de la valeur substantielle et la méthode de la valeur de rendement. Lors de la méthode de la valeur substantielle, la valeur de l'entreprise se base sur l'évaluation des biens à laquelle on soustrait l'évaluation des dettes de la société. Les biens peuvent ainsi être inscrits dans les valeurs comptables, d'acquisitions ou de liquidation. Il faut toutefois prendre en compte les réserves latentes. Afin d'évaluer la valeur d'une entreprise, il ne suffit pas toutefois de prendre uniquement la valeur substantielle. La substance à elle-seule ne crée pas encore de valeur, s'il n'existe pas de rendement correspondant. Dans certaines circonstances, on peut générer un haut rendement également avec une très faible substance. La rentabilité joue donc également un rôle central lors de l'évaluation d'une société.

Les méthodes de valeur de rendement indiquent ce qui peut être réalisé avec la substance existante. Dans la valeur de rendement, on trouve les composants de biens intangibles comme par exemple la base de données client, le positionnement sur le marché et la réputation. Ceux-ci sont également déterminés par la stratégie de l'entreprise, la situation du marché et les compétences du management directionnel.

2. Motifs et raisons d'une évaluation d'entreprise

Les motifs d'une évaluation d'entreprise sont multiples. Dans le cadre d'une vente d'entreprise ou d'une succession, l'évaluation d'entreprise est essentielle pour fixer un prix. Mais l'évaluation d'entreprise est également un instrument de très grande valeur pour la direction de l'entreprise lors de la définition de la stratégie et du choix des différentes options stratégiques. De plus, les évaluations d'entreprise sont obligatoires lors de cas juridiques dans le cadre d'une expertise tout comme lors de la transmission et la répartition d'héritages.

2.1 Vente d'une entreprise/succession

Si, en tant que propriétaire de votre entreprise, vous vous décidez à vendre ou à effectuer une succession, il est important de faire un point de situation sous la forme d'une évaluation d'entreprise. Lors de l'évaluation d'une entreprise, la valeur de l'entreprise apparaît au moment de l'évaluation. Dans la phase de négociation du prix, on peut trouver les bons arguments à l'aide des facteurs analysés. La valeur de l'entreprise équivaut donc à une valeur d'argumentation. Lors de l'évaluation, différents scénarios sont pris en compte (conservateur, réaliste, optimiste). La valeur d'argumentation indique que la valeur calculée n'équivaut pas en règle générale au prix qui est payé au final. A cela s'ajoutent des aspects spécifiques à la négociation et des aspects subjectifs.

2.2 Détermination de la stratégie

On peut déterminer des mesures d'optimisation concernant une future vente de l'entreprise à partir d'une évaluation d'entreprise et des connaissances que l'on a pu en retirer. Comme les générateurs de valeur de la valeur d'entreprise sont figés lors d'une évaluation d'entreprise, il est possible de réajuster la stratégie grâce à celle-ci. Il est par exemple sensé de vérifier l'apport de valeur de chaque élément. La charge du personnel, les locaux et le capital technique (comme les machines ou les véhicules) doivent être passés à la loupe et vérifiés si des économies potentielles sont possibles. En ce qui concerne le rendement, il est crucial de déterminer si le chiffre d'affaires généré par un secteur d'activité a un impact positif sur la rentabilité globale de l'entreprise ou s'il la diminue.

2.3 Valeur arbitrale

Lorsque les parties sont en litige, il peut être nécessaire de déterminer la valeur arbitrale d'une entreprise. Comme exemple, on peut ici citer le processus de divorce dans lequel on débat du montant des biens acquis sous la forme de la valeur d'entreprise. Business Broker SA a de l'expérience dans l'établissement d'expertises juridiques et prend en charge des missions de ce type.

2.4 Héritage

Si vous désirez connaître la valeur de votre entreprise et la valeur que vous voulez laisser un jour à vos successeurs, il est dès lors essentiel de calculer une valeur d'entreprise qui n'est pas seulement réelle en théorie mais qui pourrait être atteinte. Nous vous aidons à fixer une valeur qui n'est pas atteinte sur le marché et qui repose sur des suppositions qui se rapprochent de la réalité.

Si vous avez fait la douloureuse expérience d'avoir perdu un proche qui avait construit son entreprise sur plusieurs années et que vous êtes confronté à présent au problème de l'héritage (éventuellement avec d'autres héritiers), il faut utiliser comme base de décision une évaluation d'entreprise orientée vers les prix du marché et convenable pour toutes les parties.



3. Méthodes d'évaluation d'une entreprise

Il existe un grand nombre de méthodes d'évaluation d'entreprise qui peuvent être fondamentalement subdivisées en deux catégories comme décrit précédemment: la méthode de la valeur substantielle et la méthode de la valeur de rendement. De plus, il existe aussi les méthodes de valeur de marché (multiplicateurs, multiples) qui peuvent être utilisées pour une évaluation et avec lesquelles on peut rendre plausible les résultats calculés avec les autres méthodes. On analyse donc ce qui a déjà été payé lors des transactions passées (Transaction Multiples) ou ce qui est payé en bourse pour les prix du marché (Trading Multiples). Il existe également des méthodes d'évaluation d'entreprise qui sont certes théoriquement correctes mais qui ne sont pas pertinentes dans la pratique pour les PME étant donné que celles-ci sont modestes et tout simplement peu utiles ou peu persuasives ni réalisables (par ex. l'évaluation par le biais de la théorie des options réelles). Dans la pratique, il est d'usage d'utiliser un mélange d'évaluations des méthodes pertinentes. Le mélange d'évaluations utilisé peut varier en fonction de la branche, mais il est basé sur les expériences faites ou l'expertise des projets terminés.

Business Broker SA possède un savoir-faire pratique complet auquel il peut toujours se rapporter pour chaque projet d'évaluation.

3.1 Entity vs. Equity Approach

Pour toute méthode d'évaluation d'entreprise, on peut poursuivre deux visions ou deux approches différentes. L'Entity Approach prend en compte les flux de recettes qui reviennent aux capitaux propres et aux capitaux étrangers. En d'autres termes, on évalue en partant de la vision de l'entreprise complète (Enterprise Value, Entity) et la valeur brute de l'entreprise est calculée. Si on en soustrait les capitaux étrangers, on obtient la valeur nette de l'entreprise qui équivaut à la valeur des capitaux propres (Equity). Lors de l'achat d'une entreprise, la valeur nette de l'entreprise est importante. Celle-ci peut être également directement déduite à partir de l'Equity Approach. Ce faisant, seuls les flux de recettes inhérents aux capitaux propres sont capitalisés. La déduction directe de la valeur de l'entreprise par la méthode Equity s'effectue par exemple lors de l'évaluation des actions.

3.2 La méthode de la valeur substantielle

Lors de la méthode de la valeur substantielle, tous les postes existant à l'actif du bilan, c.-à-d. les biens de l'entreprise sont additionnés. La valeur substantielle est normalement calculée en rente perpétuelle. L'ensemble des biens et des dettes constitue le patrimoine complet de l'entreprise et est désigné comme étant la valeur substantielle brute. Pour obtenir la valeur substantielle nette de l'entreprise, c.-à-d. la valeur substantielle des capitaux propres, les capitaux étrangers (tous les engagements ou toutes les dettes de l'entreprise) sont déduites de la valeur substantielle brute.

Valeur substantielle nette =

$$\sum_{i=1}^I \text{Avoirs (Actifs)}_i - \text{Capital étranger} - \text{Réserves latentes} \times \frac{\text{Taux d'imposition}}{2}$$

3.2.1 Valeur comptable, réserves latentes et impôts latents

Les actifs dans la comptabilité financière (bilan fiscal) représentent des valeurs comptables et doivent tout d'abord être mises à jour. La différence entre les valeurs comptables et les valeurs réelles s'appelle les réserves latentes en fonction desquelles il faut adapter les valeurs comptables. Les réserves latentes entraînent des impôts latents, étant donné que celles-ci peuvent avoir une influence positive sur le compte de résultat lors d'une dissolution prochaine des réserves latentes ou lorsqu'un profit très important est prévu. Les impôts latents peuvent être pris en compte lors du calcul de la valeur substantielle en multipliant les différences d'évaluation (entre les valeurs comptables et les valeurs réelles) par la moitié du taux d'imposition et que celles-ci soient soustraites à la valeur substantielle calculée. En utilisant la moitié du taux d'imposition, on tient compte d'une part des impôts à venir (valeur temporelle de l'argent) et d'autre part de la planification de la dissolution des réserves latentes (la charge fiscale ne sera ainsi pas si élevée).

3.2.2 Valeur de rente perpétuelle (valeur de reprise ou de rachat)

Pour la valeur substantielle des valeurs de rente perpétuelle, tous les biens sont pris en compte en fonction de la valeur que ceux-ci ont lors d'un rachat aux prix actuels du marché. La valeur de rente perpétuelle indique donc à combien s'élèverait la valeur de rachat en cas de reprise de l'entreprise. Les valeurs d'acquisition aux prix actuels sont prises en compte, on en soustrait les amortissements (diminution de la valeur) en raison de la durée de vie et il en résulte la valeur de rachat.

3.2.3 Valeur de liquidation

La valeur de liquidation indique la valeur des biens qui sont obtenus après soustraction des dettes et des frais de liquidation. Il faut toutefois observer que lors d'une liquidation, une baisse importante du prix de vente des actifs peut être observée, en raison du cadre temporel restreint, de la destination possible des biens en fonction de la visée et de la spécificité de l'entreprise.

3.2.4 Patrimoine hors exploitation

Lors de l'évaluation d'une entreprise par le biais de la méthode de la valeur substantielle, on additionne tout d'abord les biens d'exploitation. Il peut toutefois exister des actifs hors exploitation, comme par exemple l'immobilier, qui ne font pas partie de l'affaire opérationnelle, ou des liquidités non nécessaires à l'entreprise (ce n'est pas le cas dans les très petites entreprises). Ces composants hors exploitation sont calculés séparément ou additionnés à la valeur substantielle nette et inscrite à part.

3.2.5 Résumé de la méthode de la valeur substantielle

La méthode de la valeur substantielle est l'inventaire des biens existants (actifs), c.-à-d. de la substance existante de l'entreprise. La valeur substantielle nette représente la valeur réelle des capitaux propres, c.-à-d. les valeurs fiscales des actifs corrigée par les réserves latentes, réduite par les dettes et les engagements de l'entreprise. La valeur substantielle peut être perçue comme limite inférieure d'une évaluation d'entreprise, étant donné que la substance existe matériellement au moment de l'évaluation.

3.3 Méthode de la valeur de rendement

Les méthodes de la valeur de rendement évaluent une entreprise par le biais des flux de recettes attendus que l'entreprise réalisera dans le futur pour le propriétaire de l'entreprise grâce à la substance existante. Les futurs flux de recettes peuvent être des gains ou des cash flows. Les méthodes de la valeur de rendement varient en fonction du flux de recettes. La méthode discounted cash flow très répandue valant comme standard d'évaluation est basée sur un volume de cash flow et les méthodes de rendement pures tout comme les méthodes de gain supplémentaire sont basées sur un volume de profit. Lesdits modèles de dividendes (par ex. le modèle des dividendes discontinus et le modèle de croissance des dividendes) sont basés sur des flux de recettes attendus sous la forme de dividendes qui reviendront ensuite aux actionnaires. Les modèles de dividendes ne sont toutefois pas expliqués ici étant donné que l'évaluation des actions n'est pas pertinente surtout pour les sociétés cotées en bourse ayant un dividende constant.

3.3.1 Bases pour le calcul de la valeur de rendement

3.3.1.1 Valeur temporelles de l'argent et prise en compte de l'insécurité

Les méthodes de la valeur de rendement sont toutes basées sur la même méthode: les flux de recettes attendus qui reviennent dans le futur aux propriétaires de l'entreprise sont décomptés au moment de l'évaluation, l'argument principal étant la valeur temporelle de l'argent. Celle-ci indique qu'un franc suisse aujourd'hui a plus de valeur qu'un franc suisse demain étant donné que l'argent aujourd'hui peut être placé à un taux d'intérêt déterminé (taux d'intérêt du marché sans risque). Outre la valeur temporelle de l'argent, on peut également prendre en compte le risque qui fera fluctuer les rendements à l'avenir ce que l'on appelle volatilité.

Plus l'oscillation est forte, plus le l'insécurité et de fait le taux de coût du capital par lequel les flux de recettes retardés dans le temps sont actualisés, c.-à-d. qu'ils sont transférés au moment de l'évaluation. Le taux du coût du capital est un taux d'intérêt qui prend en compte aussi bien les composants temporels mentionnés que l'insécurité. L'actualisation signifie concrètement qu'un flux de rendement futur (valeur finale) est divisé par le terme $(1 + \text{taux d'intérêt})^{\text{Période } t}$ pour obtenir la valeur actuelle du flux des recettes (valeur actualisée). Les flux de recettes peuvent être des profits ou des rentrées d'argent (cash flows) qui reviennent au propriétaire de l'entreprise à la fin d'un exercice.

$$\begin{aligned}\text{Valeur future} &= \text{Valeur présente} + \text{Valeur présente} \times \text{Taux d'intérêt} \\ &= \text{Valeur présente} \times (1 + \text{Taux d'intérêt})\end{aligned}$$

$$\text{Valeur présente} = \frac{\text{Valeur future}}{(1 + \text{Taux d'intérêt})}$$

3.3.1.2 Détermination du coût du capital

Le montant du taux du coût du capital a une grande influence sur la valeur d'une entreprise étant donné que les flux de recettes attendus lors de l'évaluation sont comparables au coût du capital ou sont actualisés par le taux du coût du capital. Le taux du coût du capital est composé des rendements des capitaux propres (taux du coût des capitaux propres) et de ceux des capitaux étrangers (taux du coût des capitaux étrangers). Pour le calcul du taux du coût du capital, le taux du coût des capitaux propres est évalué avec la part des capitaux propres et le taux du coût des capitaux étrangers avec la part des capitaux étrangers. Pour le taux du coût des capitaux étrangers, on prend également en compte les impôts de l'entreprise étant donné que les intérêts des capitaux étrangers sont déductibles des impôts. D'où le terme de taux du coût du capital moyen net d'impôt ajusté fiscalement (WACCs - Weighted Average Cost of Capital), voir chapitre 3.3.2 Discounted Cash Flow Methode. Les capitaux propres sont les capitaux les plus chers. Le rendement exigé par ceux qui détiennent les capitaux propres est beaucoup plus important que le taux du coût des capitaux étrangers. Par l'acceptation des capitaux étrangers (par exemple sous la forme d'un crédit bancaire), tous les coûts du capital sont ainsi diminués ce qui modifie également la structure financière (on parle ici de l'effet de levier financier). L'obtention d'intérêts des capitaux propres peut être déterminée par le CAPM (Capital Asset Pricing Model). On additionne d'une part une prime de risque comme taux d'intérêt ne présentant pas de risque (par ex. un emprunt d'état suisse sur 10 ans) et le cas échéant des compléments de risques pour la négociation limitée (pour les entreprises cotées en bourse) et pour la taille (lors de très petites et moyennes entreprises, non lors d'entreprises cotées en bourse). La prime de risque résulte du produit de bêta action β_{EK} et de la prime de risque du marché ou du rendement du marché. Bêta action β_{EK} indique comment le prix de l'action oscille comparativement au marché (en Suisse par ex. SMI ou SPI). Le calcul empirique de la valeur bêta action β_{EK} suppose une cotation en bourse.

Étant donné que chaque entreprise renvoie à une structure financière ou une structure de capital différente, ceci doit être pris en compte dans le calcul de bêta. Ceci s'effectue par ladite équation d'Hamada qui transforme les valeurs bêta β_{GK} de la bourse (celles-ci ne concernent que le risque commercial, business risk) en valeurs β_{EK} qui mentionnent en plus du risque commercial, le risque financier spécifique à l'entreprise (financial risk). Pour les entreprises non cotées, le calcul du taux du coût des capitaux propres est plus difficile étant donné qu'aucune donnée empirique du marché n'existe pour le calcul de bêta. Lors de la détermination de bêta, les valeurs d'expérience des transactions passées jouent ici un rôle très important surtout dans le domaine des petites et moyennes entreprises. De plus, les valeurs comparatives des entreprises de la même branche mises en bourse peuvent être utilisées.

$$WACC_s = C_{FE} \times \frac{FE}{FT} \times (1 - s) + C_{FP} \times \frac{FP}{FT}$$
$$C_{FP} = R(r_{FP}) = r_f + \underbrace{\beta_{FP} \times (r_M - r_f)}_{\text{Prime de risque}} + \text{Primes de risque (Négociabilité + Taille)}$$

Formule d'Hamada: $\beta_{FP} = \beta_{FT} \times \left[1 + \frac{FE}{FP} \times (1 - i) \right]$

Légende:
 $R(r_{FP})$: Rendement escompté des fonds propres
 C_{FP} : Coûts capital propre (adapté à la structure du capital)
 C_{FE} : Coûts capitaux étrangers
 r_f : taux d'intérêt risque zéro
 r_M : rendement du marché, prime de risque marché
 β_{FP} : Beta fonds propres (levered)
 β_{FT} : Beta fonds totaux (unlevered)

$WACC_s$: Coûts moyen pondéré du capital
 FP : Fonds propres (à la valeur du marché)
 FE : Fonds étrangers (à la valeur du marché)
 FT : Fonds totaux
 i : taux d'imposition

3.3.1.3 Correction du compte de résultat

La méthode de la valeur de rendement nécessite d'établir des prévisions précises et réalistes des flux de revenus futurs et d'évaluer les risques de manière appropriée. Les valeurs de ces flux doivent donner une image claire de la rentabilité opérationnelle de l'entreprise à long terme. Il s'agit d'éliminer ou corriger par le biais d'un ajustement du compte de résultat les effets uniques perturbateurs et les composantes qui ne satisfont pas au principe de la comparaison entre tiers. L'image de la rentabilité opérationnelle de l'entreprise ainsi obtenue est plus claire. Notez qu'une correction doit être basée sur des hypothèses fondées et des directives claires. Elle sera également transparente et compréhensible afin de garantir la crédibilité du rapport financier présenté.

3.3.1.4 Goodwill

Goodwill désigne la différence entre la valeur de rendement et la valeur substantielle. Le Goodwill décrit la part du prix de vente qui est payé en supplément de la valeur des parts patrimoniales corporelles existantes pour la base de données client, la réputation, la marque, le positionnement sur le marché, l'accès à la performance de travail des salariés et pour divers actifs incorporels. Le montant du Goodwill dépend entre autres de la branche d'activité. Si une entreprise a une activité commerciale à forts capitaux, le Goodwill est un peu plus faible comparativement au prix de vente que pour une pure entreprise de services où il existe moins de substance.

3.3.2 Méthode Discounted Cash Flow ou DCF

La méthode Discounted Cash Flow (méthode DCF) est comme son nom l'indique une méthode d'évaluation d'entreprise basée sur un Cash Flow. On détermine ou on pronostique tout d'abord lesdits Free Cash Flows (flux libres de trésorerie) qui s'accumulent dans le futur et ensuite on actualise grâce au taux du coût du capital moyen déductible des impôts WACC au moment de l'évaluation.

3.3.2.1 Calcul du Free Cash Flow (FCF)

Le Free Cash Flow (flux libre de trésorerie) est le Cash Flow issu de l'activité de l'entreprise qui est pour ainsi dire mis librement à disposition des propriétaires d'entreprise après les investissements dans le fonds de roulement opérationnel et dans les immobilisations.

Le Free Cash Flow au niveau Entity est déterminé de la manière suivante:

-

=

+

+

-

-

-

=

EBIT (earnings before interest and taxes /
bénéfices avant impôts et intérêts)

Impôts (sur EBIT)

NOPAT (Net operating profit after taxes /
bénéfice d'exploitation net après impôts)

Amortissements sur les installations matérielles

Amortissements sur les installations immatérielles

Investissements sur l'actif circulant

Capex (Investissements dans les actifs immobilisés)

Investissements en Goodwill

Unlevered Free cash-flow (FCF Entreprise/Entreprise/Entity)



La méthode DCF selon l'Entity Approach est considérée comme étant la meilleure méthode car les Free Cash Flows au niveau Entity sont actualisés avec le taux du coût du capital moyen déductible des impôts WACC. La déductibilité fiscale pour WACC est nécessaire étant donné que pour le calcul des Free Cash Flow, les impôts sont directement déduits de l'EBIT (Earnings before Interest and Taxes – résultat d'exploitation). En théorie, ceci n'est pas correct car les intérêts des capitaux étrangers sont déductibles fiscalement et ainsi les impôts ne devraient pas être directement soustraits de l'EBIT mais de l'EBT (Earnings before Taxes) (indication d'impôts trop élevés). Comme en pratique toutefois, il est difficile de pronostiquer les impôts exacts, la « non correction mentionnée » est inscrite dans WACC tout en intégrant les impôts lors du calcul des coûts de capitaux étrangers et en recorrigant les impôts estimés trop haut.

Un compte de résultat planifié sur les 4 à 5 prochaines années est créé en partant du moment de l'évaluation. Pour les périodes qui suivent les 4 à 5 années, on travaille avec un scénario simplifié. On détermine une soidisant valeur résiduelle. On prend alors l'hypothèse que les investissements correspondent exactement aux amortissements de façon à ce que les Free Cash Flows au niveau Entity qui doivent être actualisés correspondent exactement au NOPAT (Net Operating Profit after Taxes).

La valeur brute de l'entreprise est constituée de la somme de la valeur actualisée des Free Cash Flow au niveau Entity et de la valeur actualisée de la valeur résiduelle. Pour obtenir la valeur nette de l'entreprise c.-à-d. la valeur des capitaux propres: l'endettement net est soustrait de la valeur brute de l'entreprise.

$$\text{Valeur d'entreprise (nette)} = \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{\text{FCF}_t (\text{Entity})}{(1 + \text{WACC}_s)^t}}_{\text{Free cash flows (Entity) selon année prévisionnelle 1-T}} + \underbrace{\frac{\text{NOPAT}_{T+1}}{\text{WACC}_s \times (1 + \text{WACC}_s)^T}}_{\text{Valeur résiduelle en cas de croissance continue}} - \text{Fonds étrangers}$$

3.3.2.2 Valeur résiduelle, horizon de prévision, croissance continue

Lors de la fixation de l’horizon de prévision, le problème réside dans l’évaluation de la valeur résiduelle. Plus le nombre d’années de planification est grand, plus il est difficile de planifier les Free Cash Flow futurs, pour cela la part de la valeur résiduelle de la valeur de l’entreprise est plus petite. Dans la majorité des cas, il est donc judicieux de ne faire un pronostique que sur 4 à 5 ans car ceux-ci sont également justifiables et déterminables et on peut ainsi accepter une part plus élevée de la valeur résiduelle de la valeur de l’entreprise.

Lors de la planification des bénéfices à venir ou des Free Cash Flow, on peut supposer que les bénéfices après l’horizon de prévision indiquent une croissance continue. Dans le dénominateur de l’équation DCF, on soustrait le taux de croissance g de WACC. L’hypothèse d’une croissance NOPAT continue est un signe très fort et il faut être très prudent et surtout l’interpréter avec une justification plausible et fondée.

Valeur d'entreprise (nette)

$$= \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{FCF_t \text{ (Entity)}}{(1 + WACC_s)^t}}_{\text{Free cash flows (Entity) selon année prévisionnelle 1-T}} + \underbrace{\frac{NOPAT_{T+1}}{(WACC_s - g) \times (1 + WACC_s)^T}}_{\text{Valeur résiduelle en cas de croissance continue}} - \text{Fonds étrangers}$$

3.3.3 La méthode pure de la valeur de rendement

Si on s’abstient à établir une planification détaillée des années futures, on peut effectuer un calcul simplifié de la valeur de rendement. Il ressort donc qu’un profit continu (après charges de remboursement des intérêts) peut être atteint et que ce profit correspond exactement au Free Cash Flow Entity. Ceci arrive quand il n’y a pas de modifications dans le fonds de roulement et que les investissements correspondent exactement aux amortissements de façon à ce que ne soient effectués que les investissements de remplacement. Le bénéfice considéré comme continu est actualisé avec le WACC non déductible des impôts étant donné que les impôts n’ont pas été correctement évalués lors du calcul de l’EBIT (bénéfice avant intérêts).

Valeur d'entreprise (nette) = $\frac{NOPAT}{WACC_s}$ - Fonds étrangers

3.3.4 Méthode de la valeur moyenne (méthode des praticiens)

La méthode de la valeur moyenne contient une valeur moyenne évaluée à partir de la valeur substantielle et de la valeur de rendement.

$$\text{Valeur d'entreprise (nette)} = \frac{x \times \text{Valeur de rendement (nette)} + y \times \text{Valeur de substance (nette)}}{(x + y)}$$

Méthode Suisse

$$\text{Valeur d'entreprise (nette)} = \frac{2 \times \text{Valeur de rendement (nette)} + \text{Valeur de substance (nette)}}{3}$$

3.3.5 Processus de surprofit

Grâce au processus de surprofit, la méthode de valeur substantielle et la méthode de la valeur de rendements sont liées. Le surprofit atteint à une durée T déterminée est additionnée à la valeur substantielle brute. Le surprofit est la différence entre le profit budgété après impôts (NOPAT) et le profit normal qui est le produit de la valeur substantielle et du taux du coût du capital global déductibles des impôts (WACCS). Le profit budgété peut être supérieur au profit normal par exemple du fait d'un fort positionnement sur le marché qui entraîne des avantages concurrentiels mais celui-ci est toutefois limité dans le temps. Le surprofit évalué pour une durée déterminée est capitalisé avec le facteur de la valeur actuelle des rentes qui est calculé de la manière suivante:

Valeur d'entreprise (nette) =

$$\text{VS (brutte)} + \underbrace{(\text{NOPAT} - \text{VS brute} \times \text{WACC}_s)}_{\text{Surprofit}} \times \underbrace{\frac{(1 + \text{WACC}_s)^T - 1}{\text{WACC}_s \times (1 + \text{WACC}_s)^T}}_{\text{Facteur de valeur actuelle des rentes}} - \text{Fonds étrangers}$$

VS: Valeur de substance

La méthode des bénéfices excédentaires n'a plus qu'une faible importance pratique. Lors de l'évaluation d'une entreprise, on s'appuie toujours davantage sur la détermination séparée de la valeur de l'entreprise selon la méthode de la valeur substantielle ou de la valeur de rendement. De plus, de nombreux acteurs du marché estiment qu'il est obsolète de déterminer les surprofits.

3.4 Méthode de la valeur de marché (multiplicateurs, multiples)

La méthode d'évaluation d'entreprise calculée est comparable pour les entreprises cotées en bourse aux prix payés en bourse (Trading Multiples) ou aux prix des transactions déjà payés en cas de reprises (Transaction Multiples). Trading Multiples et Transaction Multiples sont résumés sous le terme Market Multiples (multiplicateurs). D'importants Market Multiples sont par ex. le Multiple du chiffre d'affaires, le multiple EBITDA, EBIT, de pur profit, le rapport cours-bénéfices (KGV ou ratio P/E) ou le rapport valeur comptable-valeur du marché (Market-to-Book Ratio), ce faisant les Multiples sont à chaque fois un Multiple des chiffres-clés présentés. Pour les entreprises non cotées, il est toutefois relativement difficile d'effectuer une comparaison avec les prix payés en bourse. Une comparaison peut être utile le cas échéant pour déterminer une échelle de prix.

Valeur d'entreprise (brutte) selon la méthode « Multiple du chiffre d'affaires »
= Chiffre d'affaires × Multiple du chiffre d'affaires

Valeur d'entreprise (brutte) selon la méthode « Multiple de l'EBITDA »
= EBITDA × Multiple de l'EBITDA

Valeur d'entreprise (brutte) selon la méthode « Multiple de l'EBIT »
= EBIT × Multiple de l'EBIT

Valeur d'entreprise (nette) selon la méthode « Multiple du bénéfice net »
= Bénéfice net × Multiple du bénéfice net

Lors de l'évaluation d'un Multiple, il est important que l'on parte de la même base. Soit on évalue, sur la base de l'entreprise globale (Enterprise Value, brut, unlevered) ou des capitaux propres (Equity Value, net, levered). De plus, il est sensé de faire une valeur moyenne de chaque Multiple afin de lisser ou de compenser une dégradation possible. D'ailleurs, il est sensé de faire soi-même une moyenne sur plusieurs années pour chaque Multiple.

3.4.1 Multiplicateur EBITDA

Le Multiple EBITDA (multiplicateur EBITDA) présente un intérêt particulier. EBITDA signifie Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization: bénéfice avant intérêts, impôts, amortissements (immobilisations corporelles) et amortissements (actifs immatériels). Celui-ci est un instrument important lors du calcul de la valeur de l'entreprise surtout pour les petites et moyennes entreprises. Ce multiplicateur n'est pas influencé par la structure financière ni l'état du cycle d'investissements et il est donc l'un des multiplicateurs les plus pertinents. Une entreprise qui a déjà investi, est confronté à des amortissements plus élevés et à un bénéfice inférieur comparativement à une entreprise qui n'a pas faits d'investissements pendant une longue période.

Ces 4 dernières années, grâce à la vente de plus de 100 entreprises, Business Broker SA s'est constituée une vaste base de données de qualité en ce qui concerne les Multiples qui ont été effectivement payés dans le domaine des petites et moyennes entreprises. Naturellement, ceci nécessite au préalable un retraitement des données de l'exercice annuel.

3.5 Résumé de la méthode de la valeur de rendement

Le but d'une entreprise est de générer des revenus. La substance d'une entreprise n'est qu'un moyen pour atteindre ce but. Par conséquent, les méthodes de la valeur de rendement jouent un rôle central. Elles permettent ainsi de déterminer la valeur d'une entreprise en fonction de ses revenus futurs et offrent une base décisionnelle solide sur le plan financier. Applicables à différents types d'entreprises, indépendamment de leur taille ou de leur secteur d'activité, les méthodes de la valeur de rendement présentent une certaine flexibilité.

4. Procédure lors d'une évaluation d'une entreprise

Afin d'effectuer une évaluation d'entreprise pertinente, indépendamment des méthodes choisies, il faut respecter quelques étapes majeures :

- Ajustement des comptes annuels
- Évaluation d'entreprise en intégrant plusieurs méthodes
- Comparaison et interprétation des résultats

4.1 Ajustement des comptes annuels

Les bilans et les comptes de résultats des 3 dernières années doivent être ajustés pour les recettes et les dépenses non liées à l'entreprise, extraordinaires et privées, tout comme les actifs et passifs hors exploitation. On peut citer ici en exemple la location de locaux d'entreprise qui entre dans les charges du compte de résultat mais qui n'est pas nécessaire à l'activité commerciale. Ou bien le propriétaire utilise une voiture de luxe et paie les frais de leasing sur le compte de l'entreprise. Ces dépenses supplémentaires doivent être neutralisées ou déduites.

4.2 Évaluation d'entreprise en intégrant plusieurs méthodes

La présentation et le choix des méthodes d'évaluation sont toujours sujets à discussion. Il faut tout d'abord mentionner qu'une méthode d'évaluation d'entreprise est par elle-même limitée dans sa pertinence. Dans notre bureau, un mélange de méthodes d'évaluation d'entreprise s'est révélé pertinent. La valeur substantielle peut être perçue comme étant la limite inférieure lors de la fixation de l'échelle des valeurs.

La valeur de rendement est ensuite déterminée au moyen de la méthode Discounted Cash Flow ou la méthode de la valeur de rendement pure. Le cas échéant, il est possible de pondérer les valeurs substantielle et de rendement conformément à la méthode de la valeur moyenne (il s'agit souvent de la méthode des praticiens). À cela s'ajoutent les évaluations réalisées à l'aide des méthodes de la valeur de marché.

Les résultats des différentes méthodes sont considérés séparément. Les résultats sont ensuite interprétés et évalués dans une conclusion qualitative et quantitative. À cet égard, les approches d'évaluation basées sur les valeurs substantielle et de rendement sont combinées avec une évaluation proche du marché obtenue au moyen des méthodes de la valeur de marché. Dans ce cadre, nous nous appuyons sur notre large expérience acquise au cours des nombreuses transactions déjà réalisées. Il en résulte une fourchette de valeurs robuste et pertinente dans la pratique.

4.3 Comparaison et interprétation des résultats

4.3.1 Contrôle de plausibilité

La plausibilité des résultats d'évaluation peut s'effectuer par le biais de méthodes d'évaluation simples techniquement comme c'est le cas pour la méthode de la valeur de rendement pure. Ceci apparaît sensé surtout pour la Discounted Cash Flow Methode pour laquelle le taux du coût du capital, les chiffres de la planification et la valeur résiduelle représentent des facteurs de valeur particulièrement sensibles. De plus, on peut également effectuer des tests de plausibilité par le biais des Multiples (multiplicateurs). L'expérience du conseiller à partir d'autres projets est toutefois décisive pour le contrôle de plausibilité. Un conseiller expérimenté peut mettre à profit ses connaissances émanant d'évaluations d'entreprises déjà effectuées qui proviennent de branches différentes et qui possèdent des particularités spécifiques. Il a développé au fil du temps une vision pratique et orientée vers l'objectif et peut très bien évaluer si le calcul de la valeur d'une entreprise et un mélange de méthodes utilisé sont sensés ou non.

4.3.2 Gestion de l'insécurité

Lors d'une évaluation d'entreprise, les hypothèses concernant l'accroissement du chiffre d'affaires ainsi que l'évaluation de la part des coûts (personnel, matériel, frais divers liés à l'entreprise) sont prises en compte. En outre, on fixe un certain taux de coût du capital lors des méthodes de la valeur de rendement et celui-ci est utilisé pour l'actualisation des flux de rendement. Étant donné que l'avenir n'est pas sûr, il est sensé travailler avec différents scénarios (conservateur, réaliste, optimiste) surtout en ce qui concerne l'évolution du chiffre d'affaires d'une entreprise qui peut dépendre en particulier de l'évolution de la branche ou du marché et en ce qui concerne également le taux élevé du coût du capital (risques liés à l'entreprise). En cas de modification du taux du coût du capital, il ressort rapidement que la valeur de rendement réagit de manière très sensible.

4.3.3 Traçabilité

Pour les méthodes de valeur de rendement (spécialement la méthode DCF) en particulier, il est indispensable que les hypothèses concernées soient analysées de manière critique. On discute du modèle d'activité de l'entreprise et des facteurs de valeur auxquels une évaluation peut réagir de manière sensible. Ceci n'est pas le cas avec une évaluation purement technique à l'aide d'un business plan ou de chiffres de planification (comptes de résultat prévisionnels, bilans prévisionnels, comptes de flux moyens prévisionnels). Les hypothèses concernées doivent être traçables à tout moment de façon à ce qu'une personne externe puisse reconnaître et également comprendre les générateurs de valeur les plus importants concernant l'évaluation d'une entreprise.

5. Résumé

Lors d'une évaluation d'entreprise, il ne s'agit pas de trouver la valeur correcte absolue. Les valeurs d'entreprise ne représentent pas de valeurs purement objectives mais reposent sur des hypothèses fixées subjectivement. Il s'agit de déterminer une échelle des valeurs qui soit plausible et communicable. L'échelle des valeurs de la valeur de rendement apparaît par le fait que différents scénarios (conservateur, réaliste, optimiste) et diverses hypothèses sont possibles. Différentes variantes sont ainsi évaluées en ce qui concerne l'évolution du rendement/des coûts, le risque de l'activité et le risque financier de l'entreprise et l'évolution de la branche. Partant de la valeur substantielle qui existe matériellement et qui varie en fonction de l'intensité du capital d'activité, on détermine une limite basse de la valeur. En fonction du scénario de la valeur de rendement, on détermine ensuite l'échelle des valeurs et le Goodwill à atteindre en tant que différence entre la valeur de rendement et la valeur substantielle. Tous les résultats obtenus dans le cadre d'une évaluation d'entreprise demandent un jugement de spécialiste et un contrôle de plausibilité. Seule la personne qui comprend de manière détaillée les facteurs générateurs de valeur inhérents aux hypothèses est capable d'interpréter la valeur d'entreprise ainsi calculée.





Contact

Business Broker AG

Schiffbaustrasse 2
CH-8031 Zürich

www.businessbroker.ch
T +41(0)44 420 11 11

Business Broker SA

Biopôle - Route de la Corniche 2
1066 Epalinges

www.businessbroker.ch
T +41(0)21 823 06 06

