

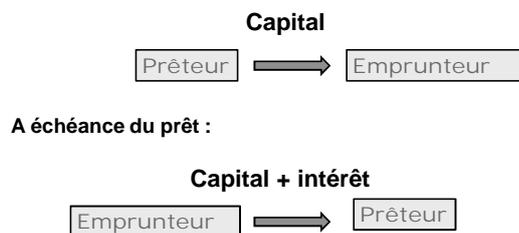
Deuxième partie : L'évaluation financière de l'entreprise

1

Chapitre 4 : La valeur et le temps (capitalisation et actualisation)

2

1. La notion d'intérêt



3

L'intérêt correspond à la rémunération du prêteur qui renonce à utiliser immédiatement la somme prêtée à des fins de consommation ou d'investissement dans une activité commerciale lui générant des bénéfices.

La perte de satisfaction ou d'intérêts (coût d'opportunité) du prêteur est compensée par l'intérêt.

L'intérêt prend également en compte le risque de défaillance de l'emprunteur (incapacité à rembourser le capital) par l'intégration d'une prime de risque.

4

2. Intérêts simples et composés

2.1. Les intérêts simples

Soit r le taux d'intérêt relatif à l'unité de temps considérée (par exemple l'année).

Soit C le montant du capital prêté.

Soit n le nombre d'unités de temps correspondant à la durée du prêt

Le montant des intérêts simples se note

$$I = C * r * n$$

Et on note :

$$\text{Valeur acquise du capital} = C + I$$

5

Exemple

100 € prêtés pendant 7 mois au taux de 5%.

$$C = 100$$

$$r = 5\% = 0.05$$

$$n = 7/12 \text{ d'année}$$

$$I = 100 * 0.05 * (7/12) = 2.9167 \quad 2.92 \text{ €}$$

Valeur acquise du capital :

$$= C + I = 100 + 2.92 = 102.92 \text{ €}$$

2.2 Les intérêts composés

A chaque période, les intérêts produits par le capital sont ajoutés au capital pour produire eux-mêmes des intérêts.

Les périodes sont les intervalles de temps à la fin desquels les intérêts sont calculés et capitalisés.

Le taux d'intérêt composé est défini en lien avec la période.

7

Exemple

1000 € placés (prêtés) au taux de 5% le 01/01/N Les intérêts calculés au 31/12/N sont capitalisés annuellement.

Au bout d'un an (31/12/N) on dispose du capital et des intérêts calculés sur 1 an soit :

$$1000 + 0.05 * 1000 = 1000 + 50 = 1050 \text{ €}$$

Qu'on peut écrire : $1000 * (1 + 0.05) = 1050 \text{ €}$

Au bout de deux ans (31/12/N+1) on dispose de ce nouveau capital augmenté des intérêts générés sur la deuxième année:

$$\begin{aligned} 1050 + 0.05 * 1050 &= 1050 * (1 + 0.05) \\ &= \underbrace{1000 * (1 + 0.05)}_{1050} * (1 + 0.05) \\ &= 1000 * (1 + 0.05)^2 = 1102.5 \end{aligned}$$

Exemple (suite) :

Et au bout de n années, la valeur acquise sera de:

$$1000 * (1 + 0.05)^n$$

Exemple au bout de 7 ans :

$$1000 * (1 + 0.05)^7 = 1000 * 1.05^7 = 1407,1 \text{ €}$$

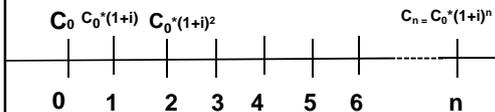
NB. Sur un tableur (Excel), on indique ^ pour l'exposant. Ex, ici on tapera la formule : $= 1000 * 1.05^7$

Généralisation

C_0 le capital prêté (placé) à la période 0 (début de la période 1).

C_n , la valeur acquise à la fin de la période n

i : le taux d'intérêt relatif à une période de capitalisation



10

La valeur acquise au bout de n années, du capital C_0 placé à la période 0 sera :

$$\mathbf{C_n = C_0(1+i)^n}$$

On parle également de valeur capitalisée ou de valeur future du capital C_0

11

Exemple (suite) :

Remarque : on calcule alors le montant des intérêts par différence entre la valeur acquise et le montant du capital :

$$I = 1407.1 - 1000 = 407.1 \text{ €}$$

12

3. Valeur actuelle d'un capital

Si on a la possibilité de placer un capital pendant n périodes au taux i .

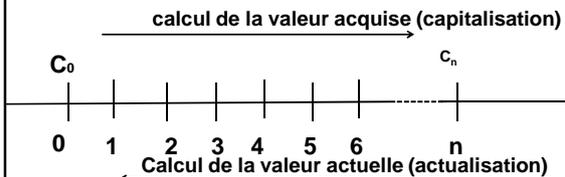
On sera indifférent entre :

- Recevoir immédiatement un capital C_0 et le placer pendant n périodes
- Attendre n période et percevoir à la fin des n périodes : $C_n = C_0(1+i)^n$

C_0 est la valeur actuelle à l'époque 0 (début de la période 1) du capital C_n à la fin de la période n . (on parle aussi de valeur présente)

13

C_0 le capital prêté (placé) à la période 0 (début de la période 1).
 C_n la valeur acquise à la fin de la période n
 i : le taux d'intérêt relatif à une période de capitalisation



14

Exemple (suite) :

Supposons que l'on souhaite disposer de 100 000 € dans 8 ans (31/12/N+7). Combien faudra-t-il placer au 1er janvier N au taux annuel de 6% ?

$$C_n = 100\ 000$$

On cherche à calculer C_0

$$C_n = C_0(1+i)^n$$

$$100\ 000 = C_0 * (1.06)^8$$

$$C_0 = 100\ 000 / (1.06)^8 = 100\ 000 * (1.06)^{-8}$$

$$= 62\ 741.24\ €$$

Généralisation

Ainsi un capital C_n détenu dans n années a une valeur actuelle à la période 0 :

$$C_0 = C_n(1+i)^{-n}$$

Il s'agit du capital qui placé au taux i pendant n années permettra d'obtenir le capital C_n à la fin de la période n .

16

Chapitre 5 : L'évaluation des entreprises (méthodes)

17

Préalable : objectifs et difficultés de l'évaluation

L'entreprise peut être l'objet d'appropriation et de transactions diverses (cession, prise de participation, fusion, transmission, etc.).

⇒ Elle est donc susceptible d'être évaluée

- Sa situation concurrentielle
- Son potentiel humain
- La qualité de ses produits
- Son patrimoine technologique
- La qualité de sa gestion...

contribuent à l'accroissement de sa valeur.

⇒ La prise en compte de tous ces éléments donne un caractère complexe à l'évaluation.

18

1. Les méthodes d'évaluation

1.1 Les deux approches

Il existe deux approches :

- L'approche financière qui consiste à évaluer l'entreprise sur l'évaluation des flux de revenus futurs qui peuvent en être attendus.
- L'approche patrimoniale qui consiste à retenir une valeur de l'entreprise correspondant au patrimoine investi, composé d'éléments corporels, financiers et incorporels.

19

Dans la réalité il est rare qu'une méthode soit utilisée seule. La valeur de l'entreprise se situe souvent entre une valeur basée sur le patrimoine et une valeur par les flux.

Il existe par ailleurs des méthodes mixtes

20

1.2 Approches financière (par les flux)

1.2.0 Principe de la méthode

L'approche financière consiste à évaluer l'entreprise sur l'évaluation des flux de revenus futurs qui peuvent en être attendus.

Il faudra donc déterminer : les flux de revenus sur lesquels vont porter l'actualisation, la période d'actualisation ainsi que le taux d'actualisation.

21

1.2.1 Choix du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation est avant tout un taux de rendement pour une période donnée qui va rendre indifférent entre percevoir une somme C dans un an ou une somme $C(1+i)^{-1}$ toute de suite.

- Il peut être défini de façon empirique (taux « sans risque » des emprunts d'Etat)

- Des modèles prennent en compte le risque en intégrant une « prime de risque » (25 à 150% du taux)

- Des modèles plus sophistiqués proposent une approche rationnelle pour déterminer le taux d'actualisation (modèle d'équilibre des actifs financiers : MEDAF) qui repose sur la relation liant trois taux :

- le taux de rendement exigé par les actionnaires d'une société X donnée (R_x)
- le taux de rendement moyen obtenu sur le marché des capitaux à risque (R_M)
- Le taux de rendement obtenu pour les placements sans risque (R_s)

23

Formule :

$$R_x = R_s + [E(R_M) - R_s] \cdot \beta_x$$

Où β_x est le coefficient de sensibilité de l'action de la société X aux fluctuations du marché

Nous ne développerons pas plus ce modèle

24

1.2.2 Choix de la période d'actualisation

Le choix de la période d'actualisation constitue un élément important.

- L'acheteur est avant tout un investisseur et de ce fait exige un retour sur investissement le plus court possible ce qui conduirait à retenir une période finie.
- On peut cependant retenir que dans l'hypothèse d'une poursuite de l'activité, les revenus futurs sont infinis. Par ailleurs, l'actualisation conduit à transformer les revenus éloignés en valeur actuelle faible.

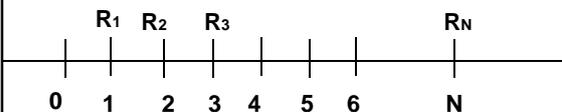
$$(1+0.06)^{-1} = 0.943396$$

$$(1+0.06)^{-2} = 0.88999644$$

$$(1+0.06)^{-30} = 0.17411$$

25

1.2.3 Formule générale



R1 est le revenu de l'année 1, R2 celui de l'année 2....
i le taux d'actualisation.

N la période d'actualisation

Alors la valeur V du titre :

$$V = R_1(1+i)^{-1} + R_2(1+i)^{-2} + R_3(1+i)^{-3} + \dots + R_N(1+i)^{-N}$$

$$V = \sum_{t=1}^N R_t (1+i)^{-t} \quad \text{OU} \quad V = \sum_{t=1}^{\infty} R_t (1+i)^{-t}$$

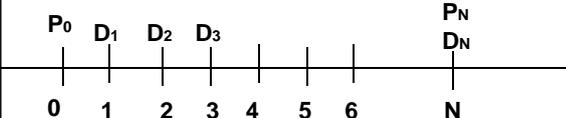
pour une période d'actualisation infinie

26

1.2.4 Modèles reposant sur l'approche financière

La formule générale précédente est souvent utilisée pour chiffrer la valeur d'une action (ensuite multipliée par le nombre d'actions pour déterminer la valeur de l'entreprise)

1.2.4.1 L'actualisation des dividendes



Dt est le dividende estimé de l'année t

P0 la valeur de l'action à l'époque 0

N la durée de détention prévue de l'action

PN la valeur de l'action à l'époque N

27

En appliquant la méthode générale on obtient alors

$$P_0 = \sum_{t=1}^N D_t (1+i)^{-t} + P_N(1+i)^{-N}$$

Si la valeur de l'action à la période N ne peut être estimée de façon fiable, elle est considérée comme nulle

28

Difficulté : prévoir l'évolution des dividendes

Solution : supposer les dividendes tous égaux, à l'infini, au dernier dividende distribué ou à la moyenne des deux ou trois derniers dividendes.

$$P_0 = D \times \sum_{t=1}^{\infty} (1+i)^{-t} \quad \text{qui peut être approché par :}$$

$$P_0 = D/i$$

On parle alors de valeur financière de l'action

D est le dividende constant, assimilé à une rente perpétuelle

29

Exemple

Société A.

Cet société a distribué les dividendes suivant au cours des derniers exercices :

N-2 : 13 €

N-1 : 13.5 €

N : 13.5 €

Le taux d'actualisation retenu est

i = 5.5 %

Le dividende moyen sur les 3 derniers exercices

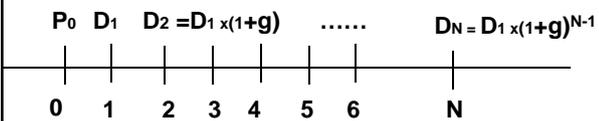
est : $D = (13 + 13.5 + 13.5) / 3 = 13.333 \text{ €}$

Valeur financière de l'action :

$D/i = 13.333 / 0.055 = 242.42 \text{ €}$

30

Le modèle de Gordon-Shapiro repose quant à lui sur une croissance régulière des dividendes (au taux g), une part des bénéfices étant réinvestie chaque année dans l'entreprise permettant d'accroître les bénéfices de l'année suivante et donc les dividendes distribués.



$$P_0 = D_1(1+i)^{-1} + D_1(1+g)(1+i)^{-2} + \dots + D_1(1+g)^{N-1}(1+i)^{-N}$$

soit qd N tend vers l'infini $\hat{=}$

$$P_0 = D_1 \sum_{t=1}^{\infty} (1+g)^{t-1} \times (1+i)^{-t} \Rightarrow P_0 = D_1 / (i-g)$$

31

Exemple

Société B.

La société prévoit un taux de croissance de son dividende de 3 %

Le dernier dividende versé est de 8.6 €

Dans un an le dividende devrait être :
 $8.6 \times 1.03 = 8.858$

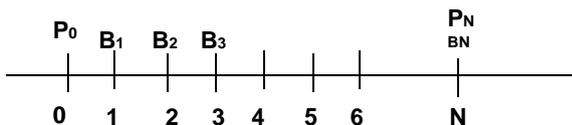
Le taux d'actualisation retenu est toujours :
 $i = 5.5 \%$

Valeur de l'action :

$$D / (i - g) = 8.858 / (0.055 - 0.03) = 354.32 \text{ €}$$

32

1.2.4.2 L'actualisation des bénéfices



B_t est le bénéfice par action prévu l'année t

P_0 la valeur de l'action à l'époque 0

P_N la valeur de l'action à l'époque N , date de sa vente

Le bénéfice qui sert de base au calcul doit être corrigé :

- Des éléments exceptionnels
- Des éléments non susceptibles de se reproduire
- Des éléments hors exploitation
- Des distorsions résultant d'une mauvaise évaluation des stocks et des amortissements

34

En retenant les mêmes simplifications que pour le modèle précédent, on obtient :

$$P_0 = B / i$$

On parle alors de valeur de rendement de l'action

35

Exemple : Société Emina, capital composé de 16 000 actions

Exercice	N-1	N
Résultat	520 000	635 000
Dont résultats exceptionnels	10 000	- 5 000
Stock initial comptable	45 000	65 000
Évalué à	50 000	67 000
Stock final comptable	65 000	70 000
Évalué à	67 000	71 000
Immob. Amortissables (valeur nette comptable)	2 100 000	2 250 000
Évaluées à	2 600 000	2 750 000
Dotations aux amort.	600 000	650 000

36

Exemple suite

Calcul du résultat courant sur les 2 dernières années :

Résultats : $(520\ 000 + 635\ 000) = 1\ 155\ 000$

- Résultats exceptionnels = - $[10\ 000 + (-5\ 000)]$
= - 5 000

- Surévaluation de la variation de stock
= - $[(70\ 000 - 45\ 000) - (71\ 000 - 50\ 000)]$
= - 4 000

- Sous-évaluation des amortissement
= - $[600/2100 * (2\ 600 - 2100) + 650/2250 * (2\ 750 - 2\ 250)]$
= - 287 302

Total des retraitements : - 296 302
correction d'impôt sur retraitements : 98 767
Résultats retraités : $1\ 155\ 000 - 296\ 302 + 98\ 767 = 957\ 465$

37

Exemple suite

Résultat après impôt avant correction : 1 155 000

Résultat avant impôt : $1\ 155\ 000 * 3/2 = 1\ 732\ 500$

Total des retraitements : - 296 302

Résultat avant impôt après retraitement : $1\ 732\ 500 - 296\ 302 = 1\ 436\ 198$

Résultat après impôt après retraitement : $1\ 436\ 198 * 2/3 = 957\ 465$

On y parvient plus directement ainsi :
correction d'impôt sur retraitements : 98 767
Résultats retraités : $1\ 155\ 000 - 296\ 302 + 98\ 767 = 957\ 465$

38

Exemple suite

Résultat courant annuel moyen = $957\ 465/2 = 478\ 732.5$

Résultat courant moyen par action : $478\ 732.5/16\ 000 = 29.92\ €$

On retiendra un taux $i = 8\%$
Valeur de rendement : $B/0.08 = 29.92/0.08 = 374\ €$

39

1.2.4.3 L'actualisation des flux nets de liquidités (ou flux de trésorerie)

Formule générale

Le modèle repose sur la théorie du choix des investissements. Un investisseur acceptera de réaliser un investissement I si les flux nets de liquidité générés par celui-ci (somme des valeurs actuelles de ces flux nets) permettent de récupérer la dépense initiale, soit :

$$\sum_{t=1}^N F_t (1+i)^{-t} + V_N (1+i)^{-N} - I = 0$$

Où N est la durée de vie de l'investissement, V_N est la valeur résiduelle de l'investissement en fin de période, F_t le flux net de liquidité de l'année t, i le taux d'actualisation

Si on suppose que les flux F peuvent être prévus et que l'investisseur cherche la valeur de l'investissement à réaliser qui réalise l'équivalence avec la somme des valeurs actuelles de ces flux, on obtient :

$$I = \sum_{t=1}^N F_t (1+i)^{-t} + V_N (1+i)^{-N}$$

En remplaçant I par V, on obtient une méthode d'évaluation de l'entreprise, considérée comme un investissement générateur de flux de trésorerie. Reste à déterminer l'évaluation du flux net de liquidité.

Détermination des flux nets de liquidité

L'évaluation la plus courante repose sur le « free cash-flow » issu de l'exploitation défini ainsi et issu du « business plan » de l'entreprise

Free Cash-flow =
EBE
– IS théorique calculé sur le seul résultat d'exploitation
– Investissements de croissance et de remplacement
– Variation du BFR

On parle alors de DCF (Discounted Cash Flow)
 Pour obtenir la valeur de l'entreprise avec cette méthode, il faut également soustraire l'endettement financier net de l'entreprise (D)

$$V = \sum_{t=1}^N CF_t (1+i)^{-t} + VN(1+i)^{-N} - D$$

CF t = Free Cash flow de l'année t
 VN est la valeur terminale
 i : le taux d'actualisation représente ici le coût moyen pondéré du capital engagé.

Exemple de calcul de coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC en anglais pour weighted average cost of capital)

Soit par exemple la structure du financement permanent suivant :
 - Emprunts à moyen et long terme = 1200 à 6% (avant impôt). Les charges financières sont déductibles du résultat. Aussi pour un taux d'IS = 1/3, on a donc un coût après impôt de $6\% \times 2/3 = 4\%$ (ie)

- Capitaux propres = 1000 avec un taux de rendement exigé par les actionnaires de 12% (ic)

On alors
 $i_m = i_c \times (1000/2200) + i_e \times (1200/2200)$
 $= 0,12 \times (1000/2200) + 0,04 \times (1200/2200)$
 $= 7,63\%$
 Où i_m constitue donc le coût du capital

Exemple : Société C

Estimation des Cash Flows issus du Business Plan:

Exercice	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
EBE	892	985	1 005	1 017	1031
-IS sur résultat d'exploitation	- 91	-136	- 162	-180	-190
-Investissements	- 248	-76	- 92	- 597	-127
-Variation du BFR	- 11	- 26	- 23	-17	-15
Free Cash Flows	542	747	728	223	699

Moyenne des trois dernières évaluations : 550 k€
 On estime que les CF pourront être égaux à ces 550k€ sur les 5 années suivantes

Valeur résiduelle ou terminale : 1 000
 Endettement initial : 2 000 k€
 Coût moyen pondéré du capital : 6%
Valeur de l'entreprise = $542 \times 1.06^{-1} + 747 \times 1.06^{-2} + 728 \times 1.06^{-3} + 223 \times 1.06^{-4} + 699 \times 1.06^{-5} + 550 \times 1.06^{-6} + \dots + 550 \times 1.06^{-10} + 1000 \times 1.06^{-10} - 2 000 = 4776 - 2 000 = 2 776 \text{ €}$

Exemple : Société C (suite)

Dans un tableur (Excel), si on place les flux de cash-flow dans les cellules A1 à J1 et la valeur résiduelle dans la cellule K1 on peut utiliser la fonction VAN et on a:

Valeur de l'entreprise =
 $VAN(0.06;A1;B1;C1;D1;E1;F1;G1;H1;I1;J1) + K1 \times 1.06^{-10} - 2000$

Rque : la valeur terminale peut être calculée :

- par la méthode des multiples (ou des comparables) : on choisit un indicateur (EBE, résultat d'exploitation...) et on lui applique un coefficient sur la base de valorisation de sociétés comparables :
 Ex : Valeur terminale = $Vent_N = EBE_N \times \text{coeff}$

- Par l'actualisation sur un nombre de périodes infinies d'un cash flow normatif (cash flow de la dernière année du plan ou en faisant l'hypothèse d'un taux de croissance constant comme dans le modèle de Gordon Shapiro).

Ex : valeur terminale = $[FCF_N \times (1+g)] / (i-g)$
 Elle doit ensuite être elle-même actualisée. (voir application)

Précisions :

- Un des principaux intérêts de cette méthode est de pouvoir mettre en lumière l'ensemble des hypothèses liées à une évaluation (croissance, rentabilité, investissements)
- Cette méthode est plutôt adaptée à des sociétés de taille importante qui montrent des perspectives de développement.

1.2.5 Modèles comparatifs

Il ne s'agit pas à proprement parler de modèles fondés sur l'actualisation d'un flux même s'ils donnent lieu à des formules de calcul en apparence proches des précédentes.

Ces méthodes consistent à comparer un indicateur de rentabilité de l'entreprise (dividende, bénéfice) à celui des autres entreprises pour en déduire la valeur.

1.2.5.1 Estimation par le dividende

La valeur de l'entreprise s'obtient en divisant le dividende par la moyenne des rapports (dividende par action/cours de l'action) des entreprises de référence (notée ici r)

$$V = D / r$$

1.2.5.2 Estimation par le bénéfice

La valeur de l'entreprise s'obtient en divisant le bénéfice par la moyenne des rapport (bénéfice par action/cours de l'action) des entreprises de référence

- Le taux de capitalisation des bénéfices ou PER (Price Earning Ratio) moyen se définissant comme la moyenne des [cours de l'action/ bénéfice par action]
- PER = moyenne [cours de l'action/ bénéfice par action], on écrit donc également :

$$V = B \times PER$$

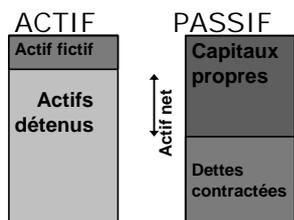
50

1.3 Evaluation patrimoniale

1.3.1 Principe

Elle repose sur le postulat suivant : la valeur de l'entreprise est celle de son patrimoine

1.3.2 Notion d'actif net



Actif fictif ou « non-valeurs » :

- Frais d'établissement
- Frais d'émission d'emprunts
- Primes de remboursement des obligations
- Ecart de conversion-actif* (si non compensés par une* provision pour perte de change au passif)

*écarts de conversion-actif. Lorsque des créances ou des dettes en monnaies étrangères font l'objet d'une évaluation à l'inventaire, les pertes potentielles calculées sont portées sur cette ligne. 51

Précisions :

- En normes IFRS, pas de non-valeurs inscrites à l'actif
- En normes françaises, le choix des méthodes préférentielles limite les corrections

Les écarts de conversion passif. A l'opposé des écarts de conversion actif, il s'agit ici de gains potentiels nés d'une différence favorable du change constatée à la clôture de l'exercice.

doivent être ajoutés à l'actif (ils représentent des gains latents)

$$\text{Actif net} = (\text{Actif} - \text{actifs fictifs} + \text{ECP}) - (\text{Dettes et provisions})$$

OU

$$\text{Actif net} = (\text{Capitaux propres} + \text{ECP}) - \text{actif fictif}$$

1.3.3 Actif net comptable (ANC) :

Il est calculé directement à partir de la valeur comptable des postes du bilan (bilan après affectation du bénéfice)

Il n'est qu'une première étape vers le calcul de l'actif net comptable corrigé (ANCC)

Actif (Emplois)			
	Brut	A et D	Net
Actif immobilisé			
Immobilisations incorporelles			
Frais étab.	30 000	12 000	18 000
Frais de rech et dév.	180 000	60 000	120 000
Fonds commercial	1 000 000		1 000 000
Immobilisations corporelles			
Terrains	1 900 000		1 900 000
Constructions	300 000	100 000	200 000
Autres	250 000	150 000	100 000
Immobilisations financières	700 000	30 000	670 000
Actif circulant			
Stocks	75 000	4 000	71 000
Créances	4 150 000	110 000	4 040 000
Disponibilités	900		900
Comptes de régularisation			
Charges constatées av	5 700		5 700
Charges à rép. (frais émission)	5 000		5 000
Primes de remb des oblig	4 600		4 600
Ecart de conversion actif	2 900		2 900
TOTAL ACTIF	8 604 100	466 000	8 138 100

Ex :	Passif (Ressources)	Net
	Capitaux propres	
	Capital social	975 000
	Réserves	485 000
	Résultat de l'exercice	525 000
	Provisions réglementées	355 000
	Subvention d'investissement	125 000
	Provisions	
	Provision pour risque de change	2 900
	Autres	67 100
	Dettes	
	Dettes financières	2 846 100
	Dettes d'exploitation	2 750 000
	Comptes de régularisation	
	Produits constatés d'avance	3 000
	Ecart de conversion passif	4 000
	TOTAL PASSIF	8 138 100

Ex :
On indique :
Nb d'actions : 10 000
distribution de dividende prévu : 21
Actif net comptable
Capitaux propres : 2 465 000
+ECP : + 4 000
Moins dividendes prévus : -(21 * 10 000)
Actif fictif à déduire :
Frais d'étab - 18 000
Frais émission emprunt : - 5000
Primes de remb. - 4 600
ECA (néant car couverts par une provision)
Actif net comptable : 2 231 400

1.3.4 Actif net comptable corrigé(ANCC) ou « valeur intrinsèque » :

Les principales corrections sur l'actif portent sur :

- La valeur du fonds commercial (ôtée de l'actif net et évaluée par le biais du Goodwill.cf infra)
- Idem pour la valeur des brevets, marques, licences (seuls les brevets faisant l'objet d'une licence sont évalués sur la base des redevances actualisées à en attendre).
- La valeur des immobilisations corporelles réévaluées à leur valeur d'utilité (en théorie fondée sur la valeur actuelle des flux de trésorerie nets attendus. La plupart du temps valeur de remplace * coeff. de vétusté) ou valeur vénale pour le « hors exploitation » (ex : habitations louées au personnel...)

- L'évaluation des titres (par les méthodes présentées dans l'approche financière), avec ajout des plus-values éventuelles à la valeur comptable
- Contrats de crédit-bail : pris en comptes pour la différence ente la valeur du bien (valeur vénale ou de remplacement) diminuée de la valeur actualisée des redevances restant à verser.

58

Prise en compte de la fiscalité différée

L'évaluation du patrimoine doit tenir compte :

- Des impôts différés passif.

Certains postes des capitaux propres devront être rapportés au résultat (amortissements dérogatoires et certaines autres provisions réglementées, subventions d'investissement).

L'impôt qui sera payé représente une dette fiscale latente et est soustraite de l'actif net.

- Des impôts différés actif

Il s'agit de l'économie d'impôt qui sera réalisée lors de l'amortissement des non valeurs (comme les frais d'établissement ou les primes de remboursement des obligations) et des immobilisations hors exploitation . Elle est ajoutée à l'actif. Attention, l'économie d'impôt relative à l'amortissement des immobilisations d'exploitation est en théorie déjà prise en compte dans leur évaluation à la valeur d'utilité.

59

Ex :
On indique :
<u>Valeurs d'utilité des immos corp. (pas d'immos corp. Hors expl.):</u>
Terrains : 2 400 000
Constructions : 250 000
Autres : 120 000
<u>Evaluation des immo fi. (participations)</u>
672 000
Provisions réglementées 355 000 dont :
Amortissements dérogatoires : 190 000
Provisions pour hausse des prix : 35 000
Subventions d'investissement : 125 000
Pas de contrats de crédit bail

Ex :

Actif net comptable : 2 231 400

- fonds commercial : 1 000 000

+ Plus-values sur éléments d'actif (+572 000)

Terrains : + 500 000

Constructions : + 50 000

Autres : +20 000

Participations +2 000

A retrancher : impôts différés passif

Sur amortissements dérogatoires : $190\,000 * 33 \frac{1}{3} = 63\,333$

Sur Provisions pour hausse des prix : $35\,000 * 33 \frac{1}{3} = 11\,667$

Sur subvention d'investissement : $125\,000 * 33 \frac{1}{3} = 41\,667$

A ajouter impôts différés actif sur amort.

Des frais d'étab. $30\,000 * 33 \frac{1}{3} = 10\,000$

Des frais d'émission d'emp. : $5\,000 * 33 \frac{1}{3} = 1\,667$

Des primes de remb. $4600 * 33 \frac{1}{3} = 1\,553$

Actif net comptable corrigé : 1 699 953

1.3.5 Valeur mathématique

Valeur mathématique de l'action

Valeur mathématique

=

Actif net comptable corrigé/nbre d'actions

Cette valeur est dite « ex-coupon » (l'actif net étant calculé après affectation du bénéfice).

La valeur « coupon attaché » est obtenue en ajoutant le montant du dividende à la valeur « ex-coupon »

62

Ex :

Actif net comptable corrigé : 1 699 953

Valeur mathématique ex-coupon de l'action :

$1\,699\,953 / 10\,000 = 169.9953 = 170$

Dividende : 21

Valeur mathématique coupon attaché : 191

1.4 Méthode fondées sur les rentes de Goodwill

1.4.1 Principe

Notion de Goodwill

Le goodwill (ou survaleur) correspond à l'excédent de la valeur globale de l'entreprise sur la somme des valeurs des divers éléments qui en composent le patrimoine. Cette différence peut s'expliquer par la stabilité des sources d'approvisionnement de l'entreprise, ses études et recherche, la compétence et le savoir accumulé par le personnel; son organisation industrielle, administrative, commerciale, sa clientèle...
N.B. : On parle de badwill si cette différence est négative.

On peut alors écrire

$$V - ANCC = GW$$

Où V est la valeur de l'entreprise

Calculer directement le Goodwill est une chose délicate (=somme d'éléments difficilement identifiables)

1.4.2 La rente de Goodwill

Dans le cadre de son exploitation, l'entreprise engage un ensemble de moyens de production qui constituent sa valeur patrimoniale évaluée par :

- L'actif net comptable corrigé ou
- La valeur substantielle brute (valeur des biens utilisés pour les besoins de l'exploitation) ou
- Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE) dont la valeur se rapproche de celle des ressources stables en analyse financières

Si l'entreprise dégage des profits suffisants pour rémunérer les moyens mis en œuvre (valeur patrim.) et financer au moins en partie des investissements de croissance, alors elle dégagera un GW

Il existe donc un GW si la rentabilité est > à celle obtenue en plaçant des fonds équivalents à la valeur patrimoniale

Calcul de la rente de Goodwill (ou superprofit)

La rente de GW de l'année N est égale à :

$$R_{GW\ N} = B_N - r \times A_N$$

B_N est le bénéfice prévu l'année N, A_N l'actif nécessaire à l'exploitation, r , le taux de rentabilité exigé de l'actif

Calcul du GW par Capitalisation de la rente

$$GW = R_{GW1}(1+i)^{-1} + R_{GW2}(1+i)^{-2} + \dots + R_{GWN}(1+i)^{-N} \dots$$

Soit, si on considère une suite infinie de rentes constantes

$$GW = R/i$$

1.4.3 Evaluation sur la base du GW

Valeur de l'entreprise

On a alors

$$V = ANCC + GW$$

Il s'agit donc d'une méthode mixte. (somme d'une évaluation patrimoniale et d'une évaluation par les flux de surprofits (goodwill)).

L'évaluation de A_n dans la formule de la rente (ANCC, VSB, CPNE) celui de B_n (bénéfice correspondant) et le choix de r donnent lieu à des variantes de cette méthode.

Ex :

Rente de Goodwill calculée sur la base de l'ANCC

Dans ce cas, le bénéfice utilisé est le bénéfice lié à l'actif économique, il s'agit du bénéfice corrigé des éléments exceptionnels, mais aussi des dotations aux amortissements de l'actif fictif, les dotations aux amortissements de immobilisations corporelles d'exploitation sont réévaluées sur leur valeur d'utilité.

On fera l'hypothèse que celui-ci est, dans notre exemple, évalué à 444 400)

La rente est calculée en appliquant aux actifs le taux de 6% (taux des placements sans risque)

$$R = 444\ 400 - 0,06 \times 1\ 699\ 953 = 342\ 402,82$$

La rente est actualisée aux taux de rendement attendu des capitaux propres : 12%

$$GW = 342\ 402,82 / 0,12 = 2\ 853\ 356,8$$

$$\text{Valeur} = ANCC + GW = 1\ 699\ 953 + 2\ 853\ 356,8$$

$$= 4\ 553\ 309,8$$