

---

## SOMMAIRE DÉTAILLÉ

<b>AVANT-PROPOS</b> .....	1
Clés d'accès.....	2
<b>INTRODUCTION</b> .....	3
1. Le contexte économique des évaluations d'entreprises .....	3
■ Les évaluations d'entreprises se multiplient... ..	3
■ ...dans un contexte de plus en plus international.....	3
■ Il en résulte l'adoption de pratiques d'évaluation qui tendent à se standardiser à travers le monde .....	3
2. Pourquoi évaluer une entreprise ? .....	4
■ Réaliser un investissement .....	4
a) à caractère industriel.....	4
b) à caractère financier .....	4
■ Désinvestir.....	4
■ Évaluer une entreprise dans le cas d'une succession.....	5
■ Déterminer un cours d'introduction d'une société en Bourse .....	5
■ Calculer les parités d'échange en cas de fusion de deux sociétés.....	5
■ Répondre pour les sociétés cotées, aux obligations réglementaires...	6
3. Comment évaluer une entreprise ? .....	6
■ Préparer l'évaluation .....	6
■ Évaluer... ..	6
■ ...parfois dans un cadre particulier .....	6
4. Méthode d'exposition .....	7

## Première partie : Préparer l'évaluation

Clés d'accès.....	11
<b>Chapitre 1 - LES DIFFÉRENTS ENVIRONNEMENTS DE L'ÉVALUATION .....</b>	<b>13</b>
<b>I. Qui intervient ? .....</b>	<b>14</b>
1. Les acteurs de l'opération et leur position de force relative ....	14
A. Les acteurs principaux .....	14
a) <i>Le vendeur</i> .....	14
b) <i>L'acheteur</i> .....	15
c) <i>Le vendeur face à l'acheteur</i> .....	15
d) <i>Les autres types d'acteurs</i> .....	16
B. Les acteurs auxiliaires.....	16
2. Y a-t-il un arbitre ? .....	17
<b>II. Quelle est l'étendue de l'évaluation ?.....</b>	<b>18</b>
<b>III. Quelles sont les données fournies ? .....</b>	<b>19</b>
1. Étendue des données .....	19
A. Données relatives au passé.....	19
B. Données relatives à l'avenir.....	20
C. Clause de secret .....	21
2. Fiabilisation des données.....	21
<b>IV. Analyse stratégique présente et future .....</b>	<b>22</b>
1. Points de vue de l'acquéreur et du vendeur .....	22
A. Acquéreur .....	22
B. Vendeur .....	23
2. Analyse stratégique de l'existant .....	23
A. Description et structure de l'entreprise .....	23
B. Métier et évolution du portefeuille d'activités.....	24
a) <i>Analyse stratégique qualitative</i> .....	24
b) <i>Analyse stratégique directement utilisable                 pour l'évaluation</i> .....	28
c) <i>Exemple d'analyse stratégique dans le cadre                 d'une évaluation</i> .....	29
C. Marchés.....	33
a) <i>Sensibilité à la conjoncture</i> .....	33
b) <i>Clients</i> .....	34

c) <i>Concurrents</i> .....	34
d) <i>Caractéristiques financières de l'activité</i> .....	34
D. Fournisseurs.....	35
E. Données sociales .....	35
a) <i>Ambiance</i> .....	35
b) <i>Personnel</i> .....	35
F. Autres données.....	36
Clés d'accès.....	39
<b>Chapitre 2 - PARAMÈTRES DES MÉTHODES</b>	
<b>D'ÉVALUATION</b> .....	41
<b>I. Horizons retenus pour les calculs prévisionnels</b> .....	41
<b>II. Actualisation et taux d'intérêt</b> .....	42
1. Actualisation .....	42
2. Taux d'intérêt .....	43
A. Taux d'intérêt proprement dit .....	43
B. Taux d'inflation .....	44
a) <i>Généralités</i> .....	44
b) <i>Taux d'inflation à court terme et à long terme</i> .....	46
C. Prime de risque .....	47
a) <i>Prêts et emprunts</i> .....	47
b) <i>Actifs réels</i> .....	48
c) <i>Comment calculer la prime de risque relative</i> <i>à une entreprise déterminée ?</i> .....	49
<b>III. Taux de croissance</b> .....	50
<b>IV. Acquisition d'une part majoritaire ou minoritaire</b> .....	51
Clés d'accès.....	53
<b>Chapitre 3 - RETRAITEMENT ÉCONOMIQUE COMPARÉ</b>	
<b>DES COMPTES</b> .....	57
<b>I. Sous quel angle retraiter les comptes ?</b> .....	58
1. Perspective de continuité d'exploitation .....	58
2. Valeur comptable et valeur économique .....	58
A. Bilan .....	59
B. Compte de résultat .....	60
3. Normes comptables et fiscales et valeur économique .....	61

4. Traiter les écarts entre valeur comptable et valeur économique.....	62
A. Le bilan comptable de la société « Perron ».....	63
B. Le bilan retraité de la société « Perron ».....	65
<b>II. Analyser les postes du bilan .....</b>	<b>67</b>
1. Analyser l'actif.....	67
A. Immobilisations incorporelles .....	68
a) <i>Frais d'établissement</i> .....	68
b) <i>Frais de recherche - développement</i> .....	68
c) <i>Brevets</i> .....	68
d) <i>Marques</i> .....	69
e) <i>Fonds de commerce</i> .....	71
f) <i>Écarts d'acquisition</i> .....	72
B. Immobilisations corporelles .....	76
a) <i>Généralités</i> .....	76
b) <i>Biens immobiliers</i> .....	83
c) <i>Autres immobilisations corporelles</i> .....	86
C. Immobilisations financières.....	86
a) <i>Titres de participation</i> .....	86
b) <i>Créances rattachées à des titres de participation</i> .....	87
c) <i>Dépôts et cautionnements</i> .....	87
D. Stocks .....	88
a) <i>Stocks de marchandises</i> .....	88
b) <i>En-cours de production</i> .....	89
E. Créances .....	91
a) <i>Créances clients</i> .....	91
b) <i>Autres créances</i> .....	92
F. Trésorerie disponible .....	92
a) <i>Valeurs de placement</i> .....	92
b) <i>Disponible ou liquidités</i> .....	93
G. Actif à régulariser.....	93
H. Comptes d'attente .....	94
2. Analyser le passif.....	94
A. Capitaux propres.....	94
B. Provisions.....	94
a) <i>Provisions pour charges</i> .....	97
b) <i>Provisions pour risques</i> .....	97
c) <i>Provisions pour retraites</i> .....	97
d) <i>Subventions</i> .....	98

C. Dettes commerciales .....	98
D. Dettes financières .....	98
a) <i>Dettes financières classiques</i> .....	98
b) <i>Crédit-bail</i> .....	100
E. Passif à régulariser .....	100
F. Comptes d'attente .....	100
3. Retraitements relatifs au « Hors bilan » .....	100
A. Généralités .....	100
B. Crédit-bail .....	100
<b>III. Analyser les postes du compte de résultat</b> .....	103
1. Analyser les dépenses (et les produits hors exploitation) .....	103
A. Achats et charges externes .....	103
B. Frais de personnel .....	104
C. Rémunération accordée à une société-mère .....	104
D. Provisions .....	105
E. Loyers versés au titre d'un crédit-bail .....	105
F. Amortissements .....	105
G. Retraiter le résultat financier et la trésorerie .....	107
a) <i>Cohérence du résultat financier et de la trésorerie</i> .....	107
b) <i>Pertes et gains de change</i> .....	108
H. Retraiter le résultat exceptionnel .....	108
I. Retraiter en tenant compte de la fiscalité .....	109
a) <i>Impact de la fiscalité sur les retraitements effectués</i> .....	109
b) <i>Report d'un déficit fiscal existant</i> .....	109
2. Analyser les recettes .....	110
<b>IV. Retraiter le tableau de financement</b> .....	110
<b>V. Retraiter les comptes consolidés</b> .....	111
1. Consolidation et évaluation .....	111
2. Périmètre de consolidation .....	111
3. Classement de certaines rubriques afférentes à l'achat d'une entreprise par une autre firme .....	112
<b>VI. Retraiter les comptes prévisionnels</b> .....	112
1. Comptes prévisionnels de la loi de 1984 .....	112
2. Autres comptes prévisionnels .....	112
<b>VII. Exemple de retraitement de comptes sociaux</b> .....	113

1. Bilan et compte de résultat .....	113
2. Tableaux de financement .....	119
A. Emplois et ressources .....	120
B. Tableau de trésorerie.....	122
<b>VIII. Pratique de retraitement de comptes consolidés .....</b>	<b>124</b>

## **Deuxième partie : Évaluer**

Clés d'accès.....	128
<b>Chapitre 4 - ÉVALUER PAR LES FLUX.....</b>	<b>131</b>
<b>I. Déterminer le véritable montant de flux réalisés.....</b>	<b>131</b>
1. Bénéfice net (ou résultat net) .....	131
2. Résultat courant .....	132
3. Résultat courant après frais financiers théoriques .....	132
4. Disponible après le financement des investissements et de la croissance (DAFIC) .....	133
5. Variation de trésorerie .....	133
6. « <i>Free cash flow</i> » .....	134
7. Exemple.....	134
8. Dividende .....	137
9. Marge brute d'autofinancement.....	137
10. EBIT et EBITDA.....	138
A. EBIT = <i>Earning Before Interest and Tax</i> .....	138
B. EBITDA = <i>Earning Before Interest, Tax, Depreciation             and Amortization</i> .....	138
11. Chiffre d'affaires .....	138
<b>II. Déterminer les flux à venir.....</b>	<b>140</b>
<b>III. Évaluer la valeur par les flux.....</b>	<b>140</b>
1. Critère du <i>free cash flow</i> .....	140
A. Évaluer par le <i>free cash flow</i> .....	140
B. Contrôler une évaluation avec le <i>free cash flow</i> .....	143
2. Critère du bénéfice net .....	143
A. Bénéfice net et évaluation.....	143
B. Bénéfice net et cours de Bourse.....	143
3. Délai de recouvrement .....	144
4. Critère du dividende - Formules de Gordon-Shapiro .....	145
A. Formule simplifiée .....	145
B. Formule développée .....	146

5. Modèle de Bates .....	147
6. Autre méthode associant les valeurs de rendement .....	150
7. Création de valeur actionnariale .....	155
8. Critère du chiffre d'affaires .....	155
<b>IV. Exemple chiffré .....</b>	<b>163</b>
1. Valoriser avec le bénéfice courant diminué de la variation de besoin en fonds de roulement .....	163
2. Valoriser par le bénéfice courant avec amortissement du <i>goodwill</i> .....	165
3. Délai de recouvrement .....	167
4. <i>Price Earning Ratio</i> (PER) .....	168
5. Valoriser par le <i>free cash flow</i> associé au PER .....	169
6. Synthèse des différentes valorisations obtenues .....	170
7. Taux interne de rendement (TIR) .....	170
Clés d'accès .....	173
<b>Chapitre 5 - ÉVALUER PAR LA VALEUR PATRIMONIALE .....</b>	<b>175</b>
<b>I. Déterminer les montants à prendre en compte .....</b>	<b>175</b>
<b>II. Considérer les limites de la valeur patrimoniale .....</b>	<b>176</b>
1. Si la valeur patrimoniale s'applique assez bien aux sociétés financières .....	176
2. ...l'existence de l'écart d'acquisition révèle ses insuffisances en matière d'évaluation, dans la plupart des cas .....	176
<b>III. Valoriser les reports fiscaux déficitaires pour les ajouter à la situation nette .....</b>	<b>177</b>
Clés d'accès .....	179
<b>Chapitre 6 - ASSOCIER LES MÉTHODES D'ÉVALUATION PAR LES FLUX ET PAR LE PATRIMOINE .....</b>	<b>181</b>
<b>I. Formules mixtes traditionnelles (flux + patrimoine) .....</b>	<b>181</b>
1. Méthode des praticiens (ou méthode indirecte ou allemande) .....	182
2. Formule de Retail .....	183
3. Méthode de la rente du <i>goodwill</i> (ou méthode directe ou des Anglo-Saxons) .....	184

4. Formule de l'Union européenne des Experts comptables (UEC) .....	185
5. Formule de Pont-à-Mousson.....	185
<b>II. Formules mixtes contemporaines (flux + patrimoine)...</b>	<b>185</b>
Méthode du <i>discounted free cash flow</i> associée à la valeur de revente calculée sur une base patrimoniale.....	186
<b>III. Formules mixtes nouvelles (flux + stratégie) .....</b>	<b>188</b>
1. Modèle de Miller et Modigliani .....	188
2. « EVA » ( <i>economic value added</i> ) de Stern et Stewart (S & S) .....	189
3. « Pentagon » de Mac Kinsey .....	191
Clés d'accès.....	193
<b>Chapitre 7 - ÉVALUER PAR ANALOGIE .....</b>	<b>195</b>
<b>I. Comparer les multiples boursiers.....</b>	<b>195</b>
1. Choisir un échantillon de sociétés de nature proche .....	196
2. Choisir des indicateurs significatifs .....	196
A. <i>Price Earning</i> boursier.....	197
B. Bénéfices futurs actualisés et <i>discounted free cash flow</i> - Valeur boursière théorique .....	198
a) Paramètres du calcul de la valeur boursière théorique....	198
b) Exemple chiffré de valeur boursière théorique .....	199
3. S'abstraire des données actuelles de la place de cotation .....	202
<b>II. Comparer avec des transactions récentes hors Bourse ..</b>	<b>202</b>
1. Disposer des éléments nécessaires .....	202
2. Établir les ratios utilisés dans les transactions réalisées .....	203
3. Calculer la valeur de l'entreprise à estimer .....	203
<b>III. Exemple chiffré détaillé .....</b>	<b>203</b>
Clés d'accès.....	206
<b>Chapitre 8 - ASSOCIER TOUTES LES MÉTHODES D'ÉVALUATION .....</b>	<b>207</b>
<b>I. Utiliser les méthodes les plus adaptées au cas d'espèce... 207</b>	<b>207</b>
1. Agriculture et mines (secteur primaire) .....	208
A. Entreprises agricoles .....	208
a) <i>Entreprises agricoles détenant un patrimoine foncier</i> .....	208
b) <i>Entreprises agricoles sans patrimoine foncier</i> .....	211



B. Mines .....	211
2. Industrie et fabrications artisanales (secteur secondaire) .....	213
3. Services (secteur tertiaire) .....	213
A. Banques .....	213
B. Assurances .....	214
C. Presse .....	215
D. Radio et télévision .....	215
E. Services informatiques et autres sociétés de services en phase de décollage .....	216
F. Sociétés immobilières .....	216
G. Commerce et distribution .....	216
<b>II. Mettre en regard les méthodes pour vérifier la cohérence des résultats obtenus .....</b>	<b>216</b>
<b>III. Examiner les convergences ou divergences constatées .....</b>	<b>218</b>
<b>IV. Calculer une valeur moyenne ou établir une fourchette de prix ? .....</b>	<b>220</b>

### **Troisième partie : Évaluer dans le cadre de situations particulières**

Clés d'accès .....	223
<b>Chapitre 9 - CAS PARTICULIERS D'ÉVALUATION .....</b>	<b>225</b>
<b>I. Évaluer une entreprise en difficulté .....</b>	<b>225</b>
1. Les pertes réalisées par une entreprise rendent difficile l'utilisation de certaines formules d'évaluation traditionnelles .....	225
2. Certaines méthodes d'évaluation classiques demeurent néanmoins utilisables .....	226
3. Méthodes d'évaluation spécifiques (formule de Schnettler et autres) .....	226
A. Principe .....	226
B. Exemples .....	226
a) Exemple de base .....	226
b) Sensibilité de la valeur .....	228
4. Méthodes les plus pertinentes .....	229

<b>II. Évaluer une entreprise rachetée dans des conditions particulières</b> .....	233
1. Évaluer lors d'un <i>Leverage Buy Out</i> (LBO).....	233
2. Évaluer lors d'un RES (rachat d'une entreprise par ses salariés) .....	240
3. Évaluer dans le cadre d'une expropriation.....	241
A. Expropriation pour utilité publique.....	241
a) <i>Expropriation classique</i> .....	241
b) <i>Nationalisations et par extension a contrario, privatisations</i> .....	242
B. Expropriation au bénéfice du secteur privé.....	244
4. Évaluer lors d'une succession .....	244
<b>III. Évaluer les Holdings</b> .....	245
<b>IV. L'évaluation fiscale</b> .....	246
1. Évaluation des sociétés et des entreprises personnelles .....	246
A. Entreprise individuelle.....	247
B. Entreprise sociétaire.....	247
2. Périmètre de l'entreprise personnelle dans le cadre de l'ISF.....	247
<b>V. Évaluer seulement une partie de l'entreprise</b> .....	248
<b>VI. Évaluer des droits démembrés relatifs à l'entreprise</b> .....	249
1. Valeur respective du droit de vote et du droit pécuniaire .....	249
2. Évaluer le droit pécuniaire seul .....	250
3. Évaluer le droit de vote seul .....	251
4. Évaluer un droit d'option sur tout ou partie du capital d'une entreprise .....	251
Clés d'accès.....	253
<b>Chapitre 10 - INCIDENCE DES MODALITÉS DE LA TRANSACTION SUR LE PRIX FINAL</b> .....	255
<b>I. Nature du paiement</b> .....	255
1. En espèces .....	255
A. Transactions courantes.....	255
B. Cas des Offres Publiques d'Achat (OPA) .....	255
2. En titres (actions ou obligations) .....	255

A. Transactions courantes .....	255
B. Cas des Offres Publiques d'Échange (OPE) .....	256
<b>II. Échéancement du paiement</b> .....	256
1. Échéancement pur .....	256
2. Paiement sous condition .....	257
<b>III. Garantie d'actif et de passif</b> .....	257
1. Étendue .....	257
2. Durée .....	257
<b>IV. Garantie de résultat</b> .....	258
<b>V. Maintien d'une certaine présence du vendeur</b> .....	258
1. Maintien en tant qu'actionnaire minoritaire .....	258
2. Maintien en tant que salarié .....	259
Clés d'accès .....	261
<b>CONCLUSION</b> .....	263
<b>I. Le prix d'évaluation d'une entreprise est relatif</b> .....	263
1. Le grand nombre de méthodes d'évaluation indique bien qu'aucune d'entre elles n'est parfaite .....	263
2. La valeur d'une entreprise ne peut être calculée de façon totalement rigoureuse .....	263
<b>II. Ce prix d'évaluation est important pour l'avenir de l'entreprise</b> .....	263
1. Le prix d'évaluation retenu pèse ensuite sur l'acquéreur et détermine la rentabilité à venir de son investissement .....	263
2. En général, les acquisitions réussies ont été réalisées à un prix modéré .....	264
<b>INDEX LEXICAL</b> .....	265
<b>SITES INTERNET</b> .....	279