
SOMMAIRE DÉTAILLÉ

AVANT-PROPOS	1
Clés d'accès.....	2
INTRODUCTION	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
Chapitre 1 - LES DIFFÉRENTS ENVIRONNEMENTS	
DE L'ÉVALUATION	13
I. Qui intervient ?	14
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
II. Quelle est l'étendue de l'évaluation ?	18
III. Quelles sont les données fournies ?	19
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
IV. Analyse stratégique présente et future	22
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</i>	
<i>pour l'évaluation</i>	28
c) <i>Exemple d'analyse stratégique dans le cadre</i>	
<i>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
Chapitre 2 - PARAMÈTRES DES MÉTHODES	
D'ÉVALUATION	41
I. Horizons retenus pour les calculs prévisionnels	41
II. Actualisation et taux d'intérêt	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
III. Taux de croissance	50
IV. Acquisition d'une part majoritaire ou minoritaire	51
Clés d'accès.....	53
Chapitre 3 - RETRAITEMENT ÉCONOMIQUE COMPARÉ	
DES COMPTES	57
I. Sous quel angle retraiter les comptes ?	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
II. Analyser les postes du bilan	67
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
III. Analyser les postes du compte de résultat	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
IV. Retraiter le tableau de financement	110
V. Retraiter les comptes consolidés	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
VI. Retraiter les comptes prévisionnels	112
1. Comptes prévisionnels de la loi de 1984	112
2. Autres comptes prévisionnels	112
VII. Exemple de retraitement de comptes sociaux	113

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

Deuxième partie : Évaluer

Clés d'accès.....	128
Chapitre 4 - ÉVALUER PAR LES FLUX.....	131
I. Déterminer le véritable montant de flux réalisés.....	131
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
II. Déterminer les flux à venir.....	140
III. Évaluer la valeur par les flux.....	140
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
IV. Exemple chiffré	163
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
Chapitre 5 - ÉVALUER PAR LA VALEUR PATRIMONIALE	175
I. Déterminer les montants à prendre en compte	175
II. Considérer les limites de la valeur patrimoniale	176
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
III. Valoriser les reports fiscaux déficitaires pour les ajouter à la situation nette	177
Clés d'accès	179
Chapitre 6 - ASSOCIER LES MÉTHODES D'ÉVALUATION PAR LES FLUX ET PAR LE PATRIMOINE	181
I. Formules mixtes traditionnelles (flux + patrimoine)	181
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
II. Formules mixtes contemporaines (flux + patrimoine)...	185
Méthode du <i>discounted free cash flow</i> associée à la valeur de revente calculée sur une base patrimoniale.....	186
III. Formules mixtes nouvelles (flux + stratégie)	188
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
Chapitre 7 - ÉVALUER PAR ANALOGIE	195
I. Comparer les multiples boursiers.....	195
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
II. Comparer avec des transactions récentes hors Bourse ..	202
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
III. Exemple chiffré détaillé	203
Clés d'accès.....	206
Chapitre 8 - ASSOCIER TOUTES LES MÉTHODES D'ÉVALUATION	207
I. Utiliser les méthodes les plus adaptées au cas d'espèce...	207
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
II. Mettre en regard les méthodes pour vérifier la cohérence des résultats obtenus	216
III. Examiner les convergences ou divergences constatées	218
IV. Calculer une valeur moyenne ou établir une fourchette de prix ?	220

Troisième partie : Évaluer dans le cadre de situations particulières

Clés d'accès	223
Chapitre 9 - CAS PARTICULIERS D'ÉVALUATION	225
I. Évaluer une entreprise en difficulté	225
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) <i>Exemple de base</i>	226
b) <i>Sensibilité de la valeur</i>	228
4. Méthodes les plus pertinentes	229

II. Évaluer une entreprise rachetée dans des conditions particulières	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
III. Évaluer les Holdings	245
IV. L'évaluation fiscale	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
V. Évaluer seulement une partie de l'entreprise	248
VI. Évaluer des droits démembrés relatifs à l'entreprise	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
Chapitre 10 - INCIDENCE DES MODALITÉS DE LA TRANSACTION SUR LE PRIX FINAL	255
I. Nature du paiement	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
II. Échéancement du paiement	256
1. Échéancement pur	256
2. Paiement sous condition	257
III. Garantie d'actif et de passif	257
1. Étendue	257
2. Durée	257
IV. Garantie de résultat	258
V. Maintien d'une certaine présence du vendeur	258
1. Maintien en tant qu'actionnaire minoritaire	258
2. Maintien en tant que salarié	259
Clés d'accès	261
CONCLUSION	263
I. Le prix d'évaluation d'une entreprise est relatif	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
II. Ce prix d'évaluation est important pour l'avenir de l'entreprise	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
INDEX LEXICAL	265
SITES INTERNET	279