

Chapitre

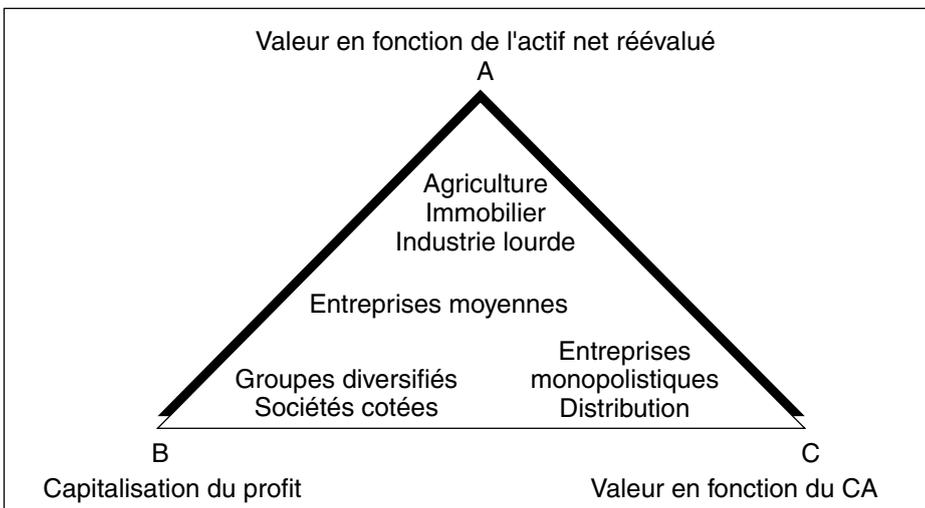
8

ASSOCIER TOUTES LES MÉTHODES D'ÉVALUATION

On reprendra en l'élargissant, l'idée déjà émise aux chapitres VI et VII, selon laquelle il est préférable d'associer, quand c'est possible, toutes les méthodes d'évaluation. Cette association peut d'ailleurs être sélective et favoriser ainsi certaines méthodes par rapport à d'autres.

I. UTILISER LES MÉTHODES LES PLUS ADAPTÉES AU CAS D'ESPÈCE

BRILMAN et GAUTIER¹ ont considéré que les trois axes d'évaluation d'une entreprise étaient : sa rentabilité, son actif net et son chiffre d'affaires. Selon leur nature, les secteurs économiques privilégieraient les méthodes axées plus particulièrement sur chacun de ces pôles. Ces préférences se manifesteraient selon le schéma suivant :



1. BRILMAN et GAUTIER, *Évaluation des entreprises et des droits sociaux* - Hommes et Techniques, 1976.

Ce classement rend bien compte de certains aspects et ouvre des pistes de recherche très intéressantes.

À noter que la valorisation en fonction du chiffre d'affaires laisse la priorité aux calculs basés sur le profit en ce qui concerne les entreprises dites « monopolistiques » et la grande distribution.

Dans la pratique, il paraît souhaitable d'utiliser en priorité les méthodes d'évaluation qui conviennent le mieux aux deux parties pour parvenir à un prix qui emporte leur consensus.

On examinera les applications plus particulièrement adaptées à certains secteurs économiques. Ces méthodes peuvent rejoindre des raisonnements spécifiques auxquels les intéressés sont habitués.

1. Agriculture et mines (secteur primaire)

A. Entreprises agricoles

Il faut distinguer entre ces entreprises, selon qu'elles disposent ou non d'un patrimoine foncier.

a) Entreprises agricoles détenant un patrimoine foncier

L'importance financière des actifs fonciers est considérable dans les firmes agricoles lorsque le chef d'entreprise ou la société exploitante sont propriétaires des sols et des bâtiments. Aussi, dans ce cas de figure, le poids de l'actif net réévalué est prépondérant dans la valorisation.

Ce sera donc cet actif net réévalué qui sera préconisé comme premier paramètre pour l'évaluation de l'entreprise. La rentabilité sera étudiée en parallèle.

Toutefois l'incidence très forte des variations climatiques sur le montant des résultats rend difficiles des prévisions de bénéfices, même à court terme. On considérera donc les résultats déjà réalisés des trois (ou cinq) derniers exercices. Ce résultat de la firme sera capitalisé par un multiple approprié.

Actif net et résultat pourront être associés de la façon suivante :

Valeur de l'entreprise agricole	=	$\frac{\text{Actif net réévalué} \times 4 + \text{Résultat capitalisé}}{5}$
---------------------------------------	---	---

Il convient de signaler que le capital d'exploitation (actifs autres qu'immobiliers) prend de plus en plus d'importance par rapport au capital foncier.

Soit une ferme de 50 hectares détenus en pleine propriété par l'exploitant et dont l'actif net réévalué s'établit à :

Terrains	150 000	(capital foncier)
Bâtiments	120 000	“ “
Cheptel	60 000	(capital d'exploitation)
Matériel	30 000	“ “
Stocks	10 000	“ “
	<hr/>	
Actif	370 000	
Dettes financières	(-20 000)	
	<hr/>	
Actif net	350 000	

Par ailleurs, le résultat net (c'est-à-dire, en fait, la rémunération annuelle de l'exploitant), s'est établi en moyenne, depuis trois ans, à 20 000 euros.

En prenant un multiple (peu élevé) de ce résultat égal à 5, la valeur de la ferme ressort à :

(en euros)

Actif net		Résultat capitalisé		Valeur de la ferme
(350 000	× 4)	+ 100 000	=	300 000
	<hr/>	5		

Il peut paraître bizarre qu'une entreprise bénéficiaire ait une valeur inférieure à celle de son actif net réévalué.

Toutefois, il est nécessaire de considérer les points suivants :

- d'une part, le rendement est finalement médiocre : 20 000 euros mis en regard de 0,3 million donnent un rapport de 6,7%, ce qui est faible, car il faut prévoir une prime de risque élevée. Intérêt théorique de 2% et prime de risque réunis feraient normalement plus de 6,7%. Et surtout, ce rendement inclut la rémunération du temps du chef d'entreprise. Si celui-ci était salarié et que son salaire, majoré des charges sociales, vienne donc s'ajouter aux dépenses du compte d'exploitation, le résultat serait nul, voire même plutôt négatif.
- d'autre part, il ne serait pas possible de vendre dans l'immédiat chacun des actifs de la ferme (immobilisés en grande partie, par définition). Il y aurait un délai d'attente, qui rendrait donc indispensable une actualisation des valeurs vénales dans le cas d'une valorisation exclusivement faite sur une base patrimoniale.

Un autre manière de raisonner consiste à calculer une valeur patrimoniale à laquelle est ajoutée la valeur du *goodwill* capitalisé.

En l'espèce, le *goodwill* peut être calculé ainsi qu'il suit : dans une logique totalement capitalistique, la rémunération du capital doit être déterminée après déduction des charges de personnel, y compris celles afférentes au chef d'entreprise.

En l'occurrence, si la ferme était achetée par un non-exploitant qui prenne un gérant, on pourrait admettre que le coût annuel de celui-ci serait de 24 000 euros. Le résultat net deviendrait une perte de (4 000) au lieu d'un bénéfice de 20 000.

Ce *goodwill* négatif serait à capitaliser avec le taux suivant :

Taux d'intérêt	2%
Aléa	6%
Taux d'actualisation	8%

Sur 20 ans, la valeur actualisée du *goodwill* serait de -42 414 euros.

La valeur de l'entreprise s'établirait donc à :

(en milliers d'euros)		
Valeur patrimoniale	+ <i>Goodwill</i> actualisé	Valeur de la ferme
350 =	(42)	= 308

Au cours de son congrès en 2003, le Centre National des Jeunes Agriculteurs a proposé une méthode d'évaluation qui combine valeur patrimoniale et valeur de rendement.

La valeur de rendement est calculée en fonction du résultat courant moyen annuel, retraité de la rémunération et du confort de l'exploitant. À ce résultat est appliqué un taux de rendement qui est celui des obligations des sociétés privées. Si par exemple, le résultat courant retraité ressort à 18 000 euros en moyenne sur les 3 dernières années et que le taux de rendement applicable est de 5%, la valeur de rendement sera alors égale à $18\,000/5\% = 360\,000$ euros.

Le poids relatif donné à la valeur patrimoniale et la valeur de rendement est fonction de 4 critères que sont la nature de l'actif, le pouvoir de décision de l'exploitant, l'investissement en temps de l'exploitant et la fréquence des départs d'associés.

Si l'on prend comme valeur patrimoniale 440 000 euros et que l'on considère que la valeur de rendement pèse pour 60% dans la valeur totale, compte tenu de l'analyse des critères décrits ci-dessus, la valeur de l'exploitation devient alors égale à :

$$440\,000 \times 40\% + 360\,000 \times 60\% = 392\,000 \text{ euros.}$$

Signalons pour autant qu'en France, un grand nombre d'évaluations se fonde encore sur l'addition des différentes valeurs vénales des éléments constitutifs de la valeur patrimoniale de l'entreprise et de son prix, sans autre correctif.

On mentionnera également le fait que l'Administration de l'Enregistrement raisonne traditionnellement sur la base de cette valeur vénale de chacun des éléments qui composent l'exploitation agricole et tend à rehausser les évaluations faites lors de cessations et de successions, lorsque celles-ci introduisent une décote sur la valeur vénale, pour tenir compte des résultats.

La plupart des autres pays admettent une « valeur d'exploitation » plus basse que la valeur vénale.

b) Entreprises agricoles sans patrimoine foncier

L'évaluation d'une ferme dépourvue de patrimoine foncier rejoint celle d'un fonds de commerce. Ne sont à prendre en considération que les résultats et les actifs d'exploitation.

L'exemple précédemment décrit devient :

Cheptel	60 000
Matériel	30 000
Stocks	10 000
Capital d'exploitation total	100 000
Dettes financières	(-20 000)
Actif net	80 000

Par ailleurs, le résultat net, en fait la rémunération de l'exploitant, demeure établi en moyenne depuis trois ans à 20 000 euros.

En prenant un taux de capitalisation égal à 5, la valeur de la ferme est de :

(en euros)

Actif net		Résultat capitalisé		Valeur de la ferme
(80 000	×	4)	+	100 000
				=
5				84 000

Dans ce second cas, la ferme ne peut guère être achetée par un non-exploitant¹. Il n'y aurait donc guère lieu de procéder à un calcul au titre de l'hypothèse évoquée plus haut, qui met en jeu l'existence d'un salarié gérant.

B. Mines

Les entreprises minières posent des problèmes particuliers en matière d'évaluation de la valeur patrimoniale et du rendement à venir.

1. En effet, seule l'existence d'un patrimoine foncier intéresse en général un candidat acquéreur extérieur au monde agricole.

La valeur d'une mine ne réside évidemment pas dans ses résultats passés, mais dans ceux que l'on pourra tirer des réserves de minerai dont elle dispose. Ce raisonnement, fondé sur les ressources futures, est d'ailleurs traditionnel en ce domaine et très antérieur aux considérations de même nature, faites de manière beaucoup plus récente pour l'ensemble des entreprises industrielles et commerciales.

Soit une compagnie pétrolière dont l'unique bien est un gisement évalué à 100 millions de barils de pétrole¹.

Si l'on estime que l'exploitation durera 10 ans et qu'un bénéfice de 4 dollars est obtenu pour chaque baril extrait, le bénéfice annuel sera égal à :

$$100 \text{ millions}/10 \text{ années} \times 4 \text{ \$US} = 40 \text{ millions \$US}$$

La valeur de la compagnie sera donc constituée par la seule valeur actualisée de ce bénéfice. En effet, à la fin de l'exploitation, la valeur du gisement épuisé sera nulle et la valeur de revente des équipements de production peut être considérée comme très faible.

Le taux d'actualisation sera à fixer de façon très prudente. En effet, le bénéfice par baril est éminemment instable, du fait des variations des cours du pétrole. Par contre, la compagnie peut découvrir un nouveau gisement, compte tenu des recherches menées, dont le coût est pris en compte dans la détermination du bénéfice de 40 millions de \$US. Dans ce cas, postérieurement à la fin du premier gisement, l'exploitation serait poursuivie ailleurs et cela est un aléa positif. On retiendra donc :

Taux d'intérêt proprement dit	2%
Taux d'inflation à court terme	P.M.
Taux d'inflation à long terme	P.M.
Prime de risque	10%
Aléa positif d'un nouveau gisement éventuel	-2%
Taux d'actualisation retenu	10%

Sur ces bases, la valeur de la compagnie sera égale à 270 millions \$US.

Bien entendu, les calculs ne sont jamais aussi simples dans la réalité. La compagnie peut déjà disposer de plusieurs gisements. Elle peut aussi avoir en aval une activité de raffinage.

Dans un cadre également plus complexe que le schéma dépeint précédemment, le chiffrage ci-dessus est également applicable à l'ensemble des compagnies minières.

Appliqué à une mine d'or, par exemple, il faudra aussi tenir compte de l'extraction concomitante éventuelle d'autres métaux (uranium, etc.).

La prime de risque devra aussi inclure les risques géopolitiques possibles dûs à la situation du pays où se déroule l'extraction.

1. 1 tonne de pétrole # 7 barils.

2. Industrie et fabrications artisanales (secteur secondaire)

Le secteur industriel est celui qui applique le plus les méthodes d'évaluation courantes décrites au début de la deuxième partie. En effet, les firmes industrielles sont celles qui correspondent le mieux au modèle classique de l'entreprise.

Une des raisons en est que, dans l'industrie, un lien plus étroit qu'ailleurs existe entre les actifs d'exploitation (qui n'ont souvent guère de valeur par eux-mêmes, hors utilisation directe) et la rentabilité de cette exploitation. La donnée *rentabilité* est donc fondamentale comme elle l'est dans les formules standard d'évaluation.

3. Services (secteur tertiaire)

A. Banques

En France, le secteur bancaire a vécu longtemps dans un contexte particulier du fait des nationalisations qui avaient affecté la quasi-totalité de la profession. Aussi, dans ce cadre particulier, le secteur avait déterminé lui-même ses règles d'évaluation.

Le système adopté pour les banques de détail et d'investissement a évolué au même titre que les méthodes d'évaluation des entreprises industrielles. Ainsi, si la valeur patrimoniale a joué un rôle important dans les évaluations, c'est aujourd'hui l'estimation des flux futurs (dividendes reçus ou résultats nets), assortis des ajustements de capitaux nécessaires pour accompagner le développement de la banque cible, qui sont pris en compte.

Jusqu'alors, la valeur de la banque était considérée comme égale à l'addition de ces deux termes :

$$\text{Valeur banque} = \text{Valeur patrimoniale} + \text{Valeur fonds de commerce}$$

Différentes formules relatives au calcul du fonds de commerce avaient été mises au point par la profession, dans le cadre du rachat de petites banques par les grands établissements.

En raison du contexte d'utilisation de ces méthodes, il y était donné une grande importance aux « stocks » des dépôts de la clientèle. Selon la méthode utilisée, la valorisation du fonds de commerce était une moyenne arithmétique de :

- Un pourcentage des dépôts à vue et à terme ;
- Un pourcentage du produit net bancaire moyen des trois derniers exercices ;
- La moyenne des bénéfices avant impôt des trois derniers exercices capitalisés à un taux donné.

Aujourd'hui, la valorisation d'une banque se fonde sur la méthode des DCF (*discounted cash flows*).

Dans un premier temps, on estime la valeur annuelle des dividendes ou, par défaut, des résultats nets attendus (RN), valeur que l'on diminue du montant des capitaux

complémentaires (CC) nécessaires pour couvrir de façon raisonnable l'encours des crédits. Le montant des capitaux complémentaires est *a minima* celui qui est requis par la réglementation en matière bancaire (notamment en fonction des règles dites de Bâle II). En pratique, le montant des capitaux nécessaires est à la fois fonction du type d'activité de la banque (banque à faible aléa comme la banque de détail et le crédit à la consommation, ou à plus fort risque comme la banque d'investissement) et de l'environnement géopolitique de ladite banque.

Par exemple, dans le cas d'une banque de détail en France, le montant des capitaux supposés nécessaires pourra être évalué par l'acquéreur à 7% des crédits (la réglementation exige un taux minimal de 4%). Ces capitaux devront correspondre à un taux supérieur s'il s'agit d'une banque d'investissement. Le taux retenu sera encore plus élevé si cette banque est dans un pays émergeant.

Dans un deuxième temps, on estime une valeur terminale (VT) de revente de la banque, valeur elle-même fonction du développement estimé de la banque au-delà de l'horizon de temps étudié. Cette valeur de revente est souvent fondée sur la formule de Gordon Shapiro (*cf.* Chapitre 4 ; III.4).

Enfin, on actualise l'ensemble de ces flux futurs sur la base d'un taux lui-même déterminé selon la méthode du MEDAF (*cf.* Chapitre 2 ; II.2.C). En pratique, ce taux d'actualisation t est la somme de :

- + taux sans risque (de l'ordre de 4% aujourd'hui)
- + prime de risque des actions dans un pays mature (en général compris entre 4 et 5%)
- + la prime de risque supplémentaire si la banque se trouve dans un pays émergeant¹
- + éventuellement une prime de risque spécifique à la banque visée.

En conclusion, la valeur V d'une banque est aujourd'hui déterminée selon la formule suivante :

$$V = (RN_1 - CC_1)/(1 + t) + (RN_2 - CC_2)/(1 + t)^2 + \dots + (RN_n - CC_n)/(1 + t)^n + VT/(1 + t)^{n+1}$$

B. Assurances

Les compagnies d'assurances sont des entreprises assez difficiles à analyser.

En effet, leurs résultats sont fonction des sinistres à couvrir (au moins pour celles qui exercent l'activité IARD, l'assurance-vie offrant des marges plus régulières).

Leurs résultats prévisionnels sont donc peu aisés à établir, sauf à avoir des statistiques fiables en matière de taux Sinistre/Prime, c'est-à-dire savoir évaluer, poste par poste, le montant de remboursement des sinistres comparativement aux primes perçues.

1. Dans les pays émergents, le marché des actions étant souvent peu développé, la prime de risque s'évalue par analogie avec la prime constatée sur les taux d'intérêt offerts par les obligations de l'État considéré.

Leur patrimoine, très important, appartient d'une certaine manière, pour une part souvent difficile à déterminer, aux assurés. La valeur patrimoniale des compagnies, souvent considérable et qui pourrait jouer un rôle majeur dans l'évaluation, est donc incertaine.

Comme pour les banques, la réglementation impose que les capitaux de la compagnie atteignent un montant minimal permettant d'assurer leur solvabilité et de garantir la protection des assurés en cas de difficulté financière. L'évaluation doit tenir compte des capitaux complémentaires qui doivent être apportés pour accompagner le développement de la compagnie évaluée.

En dépit de ces difficultés, l'évaluation des compagnies d'assurance se fonde aujourd'hui sur la méthode des flux futurs actualisés, selon une méthode relativement analogue à celle décrite pour les établissements bancaires.

C. Presse

Les entreprises de presse sont justiciables des critères habituels de valorisation, avec les particularités suivantes.

Dans cette activité, le paramètre « chiffre d'affaires », plutôt peu utilisé pour les firmes d'une certaine importance, est assez pertinent. En effet, il donne une idée des recettes de publicité qui, en pratique, assurent la rentabilité d'un quotidien ou d'un périodique.

Par ailleurs, un journal est une tribune, dont l'influence pour le propriétaire ne se mesure pas qu'en termes de résultats comptables au niveau de ce même journal. Les retombées indirectes, dues à la possession d'un grand titre de presse, doivent entrer en ligne de compte dans l'évaluation effectuée. Mais il n'est pas envisageable de donner de règle chiffrée à ce sujet. Au mieux, seules des comparaisons sont possibles, en relevant les chiffres de cession relatifs à des entreprises ayant un poids similaire.

D. Radio et télévision

La publicité constitue la plus grosse part des recettes des chaînes privées de radio et de télévision. Il en résulte que plus l'impact et l'audience d'une chaîne sont élevés, plus elle est rentable (même phénomène que pour la presse).

Le choix des programmes et la qualité de l'équipe d'animation ont donc une grande importance dans l'estimation. En revanche, les moyens matériels d'exploitation (immeubles, équipements) sont relativement peu onéreux et ne nécessitent pas la mise en œuvre d'infrastructures considérables. Cependant une chaîne doit aussi disposer d'un stock de programmes. La valorisation de ce stock est un élément majeur de l'évaluation.

Ces programmes sont de deux types différents :

- programmes produits par la chaîne, dont on connaît le prix de revient mais pas la valeur commerciale ;
- programmes achetés à l'extérieur sur la base de leur valeur commerciale. Toutefois dans le cas de programmes étrangers, la valeur de diffusion (par exemple

sur le marché nord-américain) et donc d'acquisition, peut ne pas se retrouver dans l'impact qui sera réalisé en France.

Dans le domaine des programmes, la valorisation s'effectuera selon les modalités examinées à propos des immobilisations incorporelles.

E. Services informatiques et autres sociétés de services en phase de décollage - sociétés fondées sur les nouvelles technologies

L'actif principal d'un groupe informatique ou d'une jeune société de conseil réside dans le savoir-faire de ses équipes. Ce savoir-faire se mesure sur l'importance des parts de marché¹, comme il est fréquent dans les industries très récentes. Aussi, le critère « chiffre d'affaires » joue un rôle important dans l'évaluation.

F. Sociétés immobilières

Pour les sociétés immobilières, la valeur patrimoniale constitue un paramètre de base. Toutefois, le prix des immeubles est en grande partie lié à leur rendement et il est donc possible d'utiliser les méthodes classiques d'évaluation.

G. Commerce et distribution

On a vu les méthodes d'évaluation par le chiffre d'affaires pour le petit commerce. Pour le grand commerce, les méthodes classiques d'évaluation interviennent.

De manière générale, le commerce requiert relativement peu d'immobilisations matérielles. Par contre, la notion de *fonds de commerce* et sa valorisation sont évidemment fondamentales.

Au total, les sociétés du secteur tertiaire, sauf quelques exceptions notables (assurances, sociétés immobilières) se caractérisent par une faible importance de l'actif net corporel nécessaire à l'exploitation et donc par une prépondérance des méthodes d'évaluation liées à la rentabilité. Pratiquée de façon annexe, l'utilisation du chiffre d'affaires correspond en fait à la valorisation implicite d'un résultat potentiel sous-jacent lié au volume de l'activité.

II. METTRE EN REGARD LES MÉTHODES POUR VÉRIFIER LA COHÉRENCE DES RÉSULTATS OBTENUS

La panoplie des méthodes d'évaluation est grande. Il est donc intéressant de comparer les différents résultats obtenus par leur application.

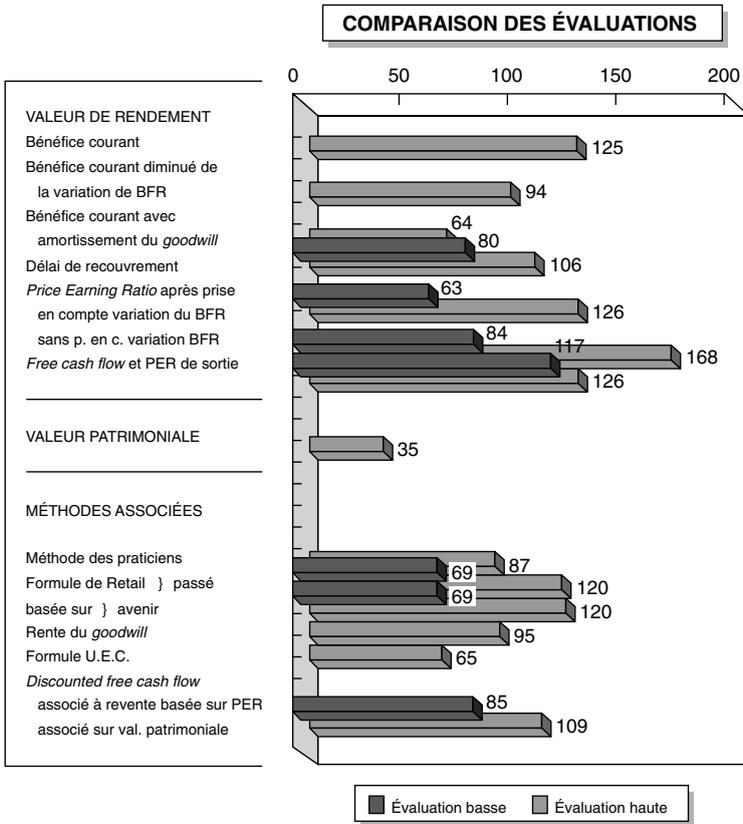
Pour ce faire, on reprendra les évaluations successives réalisées à propos de la société déjà prise en exemple.

1. Ainsi, dans son bilan consolidé, la société CAP GEMINI comptabilise les écarts d'acquisition considérables relatifs aux filiales acquises, sous l'intitulé « parts de marché ».

Évaluation de la société RIVALI

(en milliers d'unités)

MÉTHODE D'ÉVALUATION UTILISÉE	Évaluation		Référence
	Basse	Haute	
VALEUR DE RENDEMENT			
Bénéfice courant 20 ans		125	p. 164
Bénéfice courant diminué de la variation de BFR		94	p. 164
Bénéfice courant avec amortissement du <i>goodwill</i> 20 ans		64	p. 165
Délai de recouvrement 10 à 15 ans	80	106	p. 166
<i>Price Earning Ratio</i> après prise en compte variation BFR 10 à 20) P) E	63	126	p. 167
sans prise en compte variation BFR 10 à 20) R	84	168	p. 167
<i>Free cash flow</i> associé à PER de sortie	117	126	p. 168
VALEUR PATRIMONIALE		35	p. 175
MÉTHODES ASSOCIÉES			
Méthode des praticiens		89	p. 182
Formule de Retail basée sur le passé	69	120	p. 183
l'avenir	69	120	p. 183
Rente du <i>goodwill</i>		95	p. 184
Formule UEC		65	p. 185
<i>Discounted free cash flow</i> 10 à 20 ans			
associé à la valeur de revente basée sur la valeur patrimoniale	85	109	p. 187
MOYENNE VALEUR DE RENDEMENT		86	116
VALEUR PATRIMONIALE		35	35
MÉTHODES ASSOCIÉES		74	100
MOYENNE GÉNÉRALE (Hors valeur patrimoniale)		81	108
ÉCART MOYEN		12	22



Bien entendu, le présent graphique ne reflète que le cas particulier de la firme RIVALI et non pas toutes les situations possibles. Pour d'autres entreprises, les écarts entre les différentes méthodes d'évaluation se présenteraient de façon autre. Mais ce schéma donne une idée des variations qui peuvent exister au niveau des chiffres obtenus.

III. EXAMINER LES CONVERGENCES OU DIVERGENCES CONSTATÉES

On partira donc de ce graphique pour examiner les convergences et divergences constatées.

En premier lieu, on peut voir qu'en moyenne et hors prise en compte de la valeur patrimoniale, la valorisation varie de 81 (évaluation basse) à 108 (évaluation haute) et que, pour les deux hypothèses, l'écart moyen représente respectivement 15% et 20% des valeurs trouvées. C'est dire que l'évaluation n'est pas une science exacte mais un « point d'ancrage » nécessaire à toute discussion ultérieure.

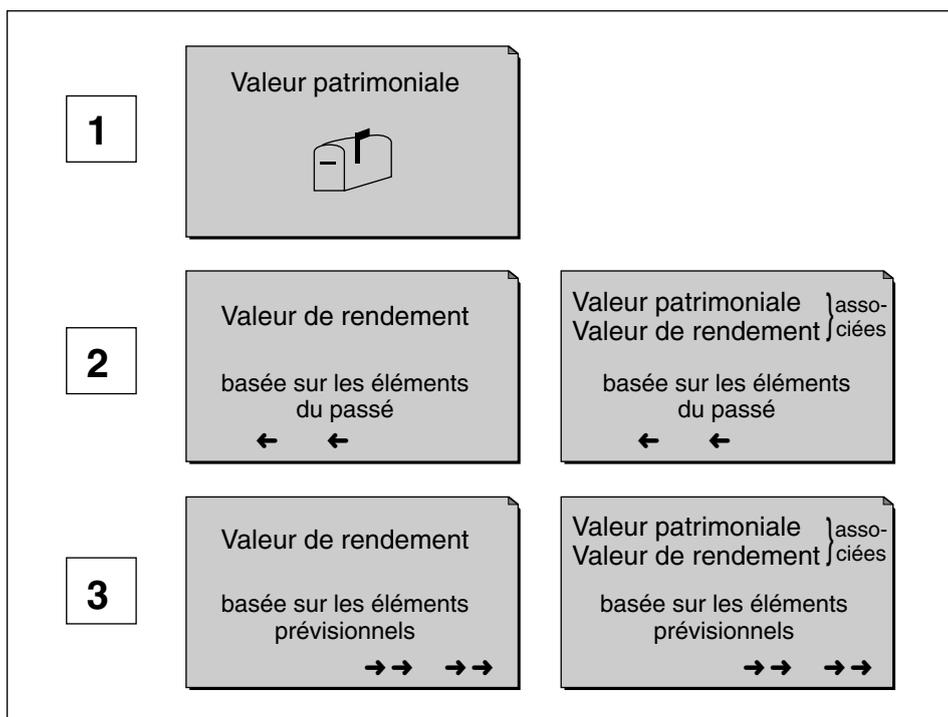
En deuxième lieu, on remarquera que la valeur patrimoniale est très nettement inférieure à la valeur moyenne de rendement. La société étudiée RIVALI a en effet une forte capacité bénéficiaire par rapport à ses ressources en fonds propres. Elle est donc avantagée par une utilisation majeure de la capitalisation des rendements.

Cette rentabilité élevée ne se retrouve pas dans toutes les entreprises, tant s'en faut. Toutefois, en tout état de cause, la dynamique d'un espoir bénéficiaire déjà largement concrétisé vaut évidemment beaucoup plus que la simple présence d'un actif existant¹.

On remarquera que les méthodes récentes (basées notamment sur la *discounted free cash flow*) avantagent les sociétés bénéficiaires, par rapport aux méthodes plus anciennes (praticiens, Retail, UEC). Cette évolution est conforme à l'esprit économique qui règne depuis les années 80 et qui donne une grande priorité au profit.

Le schéma qui suit montre la prépondérance successive accordée à chacune des grandes données relatives aux évaluations.

Historique des méthodes d'évaluation



1. La valeur patrimoniale est un indicateur de la valeur réelle de l'entreprise. Si elle est supérieure à la valeur boursière, la société vaut plus par son passé que pour son avenir. Dans le cas inverse, qui est heureusement le plus fréquent, le prix de la firme vaut par son futur, comme il se doit.

IV. CALCULER UNE VALEUR MOYENNE OU ÉTABLIR UNE FOURCHETTE DE PRIX ?

Les calculs d'évaluation peuvent être présentés sous la forme d'un chiffre unique ou d'une fourchette de prix.

Dans le premier cas,

- soit on retient la valeur donnée par une seule formule, mais ce procédé apparaît bien réducteur,
- soit on tire une moyenne de plusieurs formules en retenant celles qui paraissent les plus adaptées à la nature de l'entreprise étudiée.

Si l'on se reporte à diverses constatations faites dans ce chapitre, la fourchette de prix semble certainement plus réaliste. On a vu les difficultés pour parvenir à établir une valorisation et les résultats différents fournis par les méthodes d'évaluation. Dans un premier temps, il est donc plus sage de fixer les limites hautes et basses de l'évaluation, plutôt que de prétendre donner « le prix » exact d'une entreprise.

Ce prix, auquel interviendra la transaction, sera le fruit de la négociation et de la volonté finale des parties.