

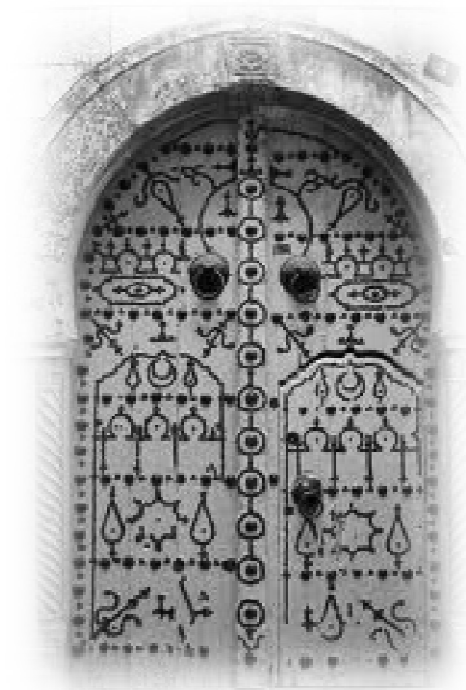
# Evaluation d'entreprises: Méthodes de valorisation

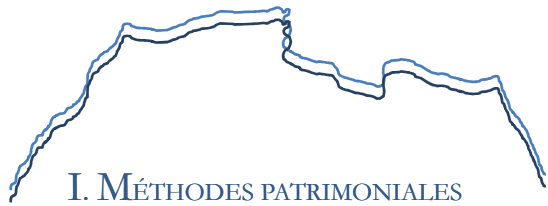


[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)



I.	Méthodes patrimoniales	3
II.	Méthodes basées sur les performances	13
III.	Méthodes des multiples	24





## I. MÉTHODES PATRIMONIALES

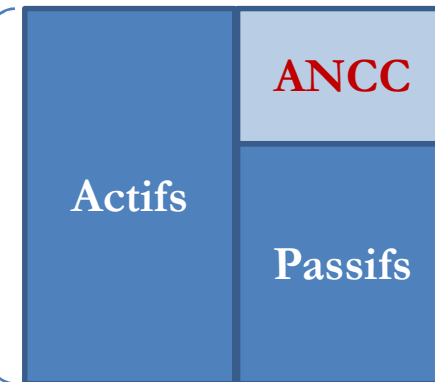
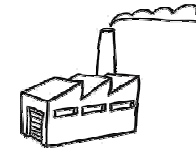
[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)  
[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

### 1. Méthodes de l'ANCC

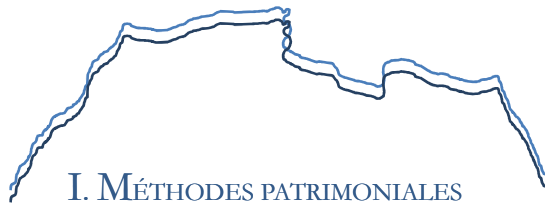
=> Dans cette méthode, il s'agit de réévaluer les postes d'actifs et de passifs afin de retrouver une valeur réévaluée de l'actif net comptable:

Valeur des CP = ANCC

ANCC = Actifs réévalués – Passifs réévalués



**A réévaluer** : les terrains, machines, clients, ... /  
Provisions pour risques et charges , ... etc.  
=> **Travaux de due diligence + travaux d'expertise**



## I. MÉTHODES PATRIMONIALES

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)

[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

### 1. Méthodes de l'ANCC

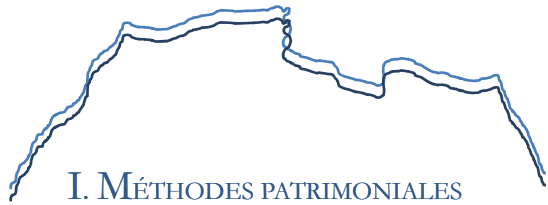
⇒ Intérêts:

- Méthode simple qui donne une estimation de la valeur réelle d'une société

⇒ Inconvénients:

- Approche statique qui prend en considération la richesse accumulée (sans prendre en considération le futur de la société)

- Approche déconnectée de la rentabilité de l'entreprise



## I. MÉTHODES PATRIMONIALES

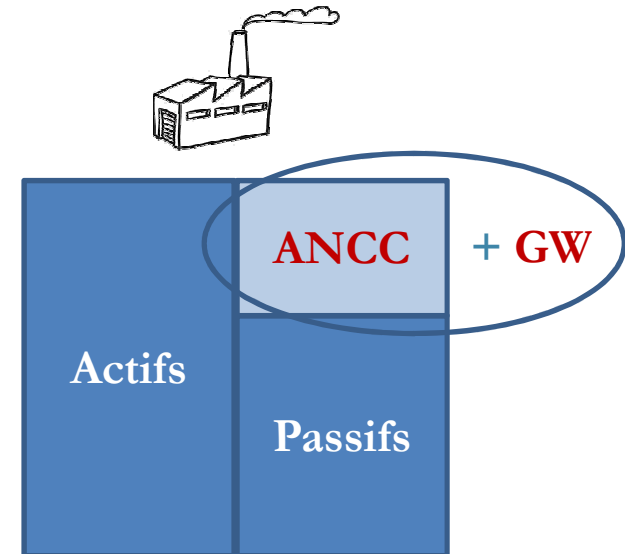
[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)

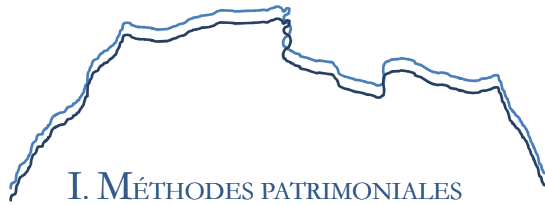
[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

### 2. Méthodes basées sur la notion du GW

=> Ces méthodes tiennent compte d'une survalueur :

$$\text{Valeur des CP} = \text{ANCC}_{(\text{hors incorporels})} + \text{GW}$$





## I. MÉTHODES PATRIMONIALES

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)

[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

### 2. Méthodes basées sur la notion du GW

#### 2.1 Méthode de la rente abrégée du GW

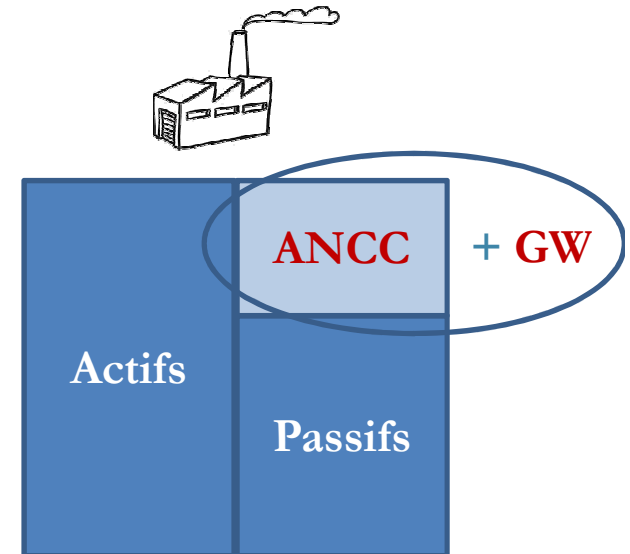
$$\text{ANCC} = \text{Actifs réévalués} - \text{Passifs réévalués}$$
$$\text{GW} = \sum_{j=1}^n (\text{CB}_j - i \times \text{ANCC}^1_{\text{exp}^{\circ}j}) \times (1+k)^{-j}$$

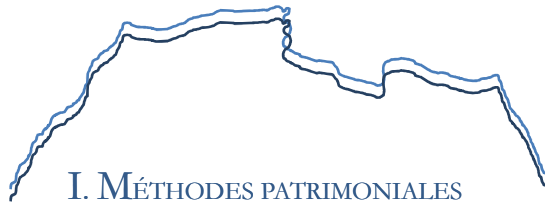
CB: Capacité bénéficiaire (résultat net prévisionnel récurrent)

$i$  : Taux d'intérêts sans risque

$k$  : Taux d'actualisation (=  $k_{cp}$ : coût des capitaux propres si surprofit et taux sans risque si sous profit)

<sup>1</sup> Cet ANCC d'exploitation est hors éléments incorporels





## I. MÉTHODES PATRIMONIALES

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)  
[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

### 2. Méthodes basées sur la notion du GW

$$k_{cp} = r_f + (r_m - r_f) \beta_{\text{endetté}}$$

$$\beta_{\text{endetté}} = \beta_{\text{désendetté}} + \beta_{\text{désendetté}}(1 - \hat{I}) \times (D / CP)$$

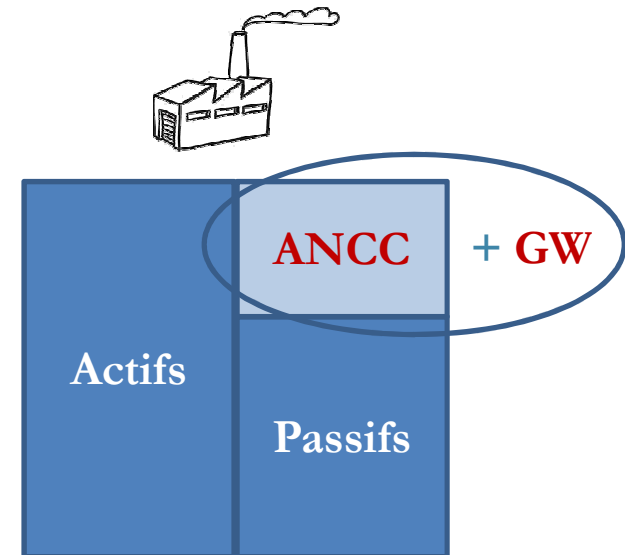
$r_f$  : Taux d'intérêt sans risque

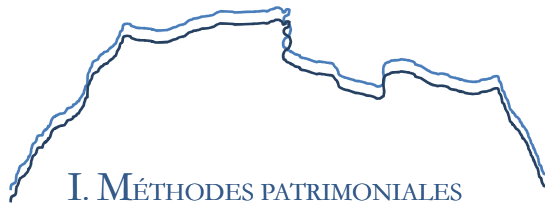
$r_m$  : Rentabilité du marché

$\hat{I}$  : taux de l'impôt

D : Endettement net

CP: Capitaux propres





## I. MÉTHODES PATRIMONIALES

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)  
[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

### 2. Méthodes basées sur la notion du GW

#### 2.2 Méthode des praticiens (indirecte ou allemande)

Les praticiens allemands assimilent la valeur de l'entreprise à une valeur moyenne de deux valeurs: l'ANCC<sub>(hors incorporels)</sub> et la valeur actuelle d'une rente à l'infini d'un résultat net récurrent et constant au taux sans risque  $i$ .

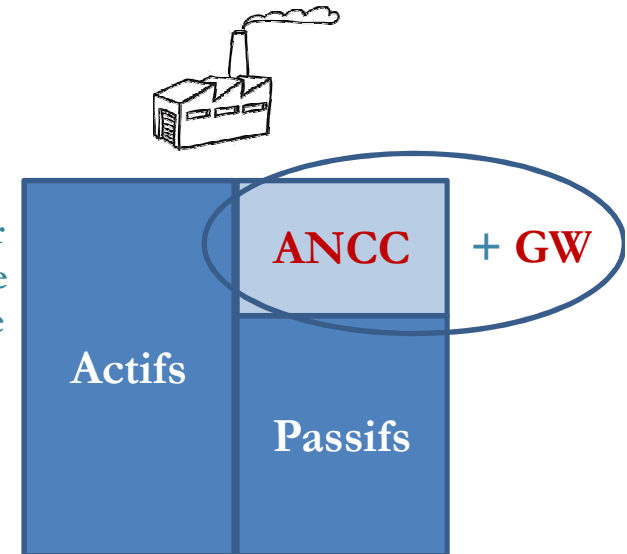
$$V_{CP} = (ANCC + CB / i) / 2$$

$$ANCC = \text{Actifs réévalués} - \text{Passifs réévalués}$$

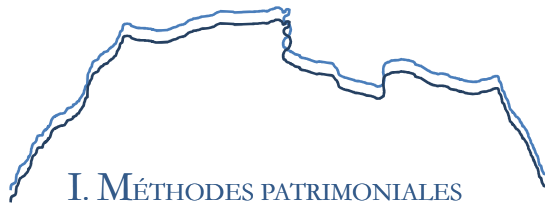
$$GW = (CB / i - ANCC) / 2$$

CB: Capacité bénéficiaire (résultat net prévisionnel récurrent constant)

$i$  : Taux d'intérêts sans risque







## I. MÉTHODES PATRIMONIALES

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)

[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

### 2. Méthodes basées sur la notion du GW

#### 2.3 Méthode des anglo-saxons (directe)

Elle est directe du fait que le GW est calculé sans passer par le calcul de la rente à l'infini d'un résultat net récurrent et constant au taux sans risque  $i$ . Le GW est la capitalisation sur une durée infinie du surprofit.

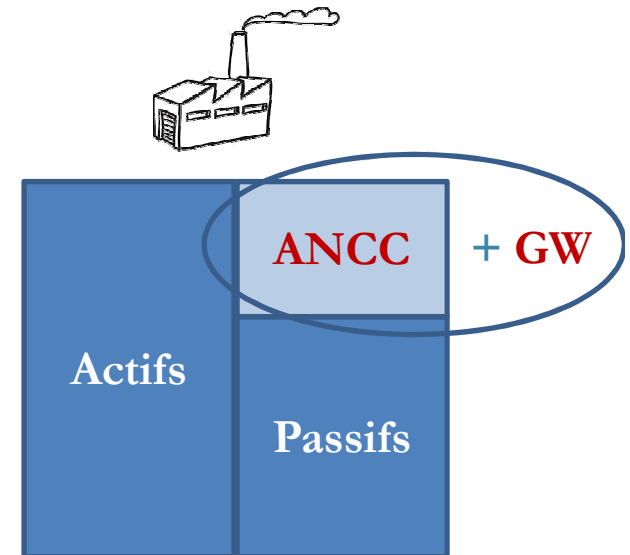
$$\text{ANCC} = \text{Actifs réévalués} - \text{Passifs réévalués}$$

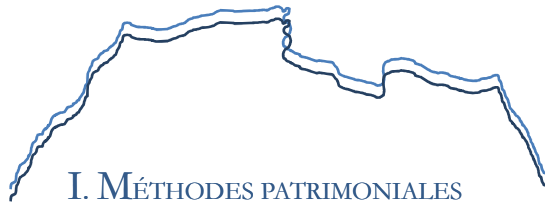
$$\text{GW} = (\text{CB} - i \times \text{ANCC}) / k$$

CB: Capacité bénéficiaire (résultat net prévisionnel récurrent constant)

$i$  : Taux d'intérêts sans risque

$k$  : Taux d'actualisation





## I. MÉTHODES PATRIMONIALES

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)

[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

### 2. Méthodes basées sur la notion du GW

#### 2.4 Méthode de l'union des experts-comptables

C'est une méthode similaire à celle de la rente abrégée du GW mais il s'agit simplement de retenir la valeur des capitaux propres au lieu de l'ANCC pour calculer la rente du GW.

$$V_{CP} = ANCC + GW$$

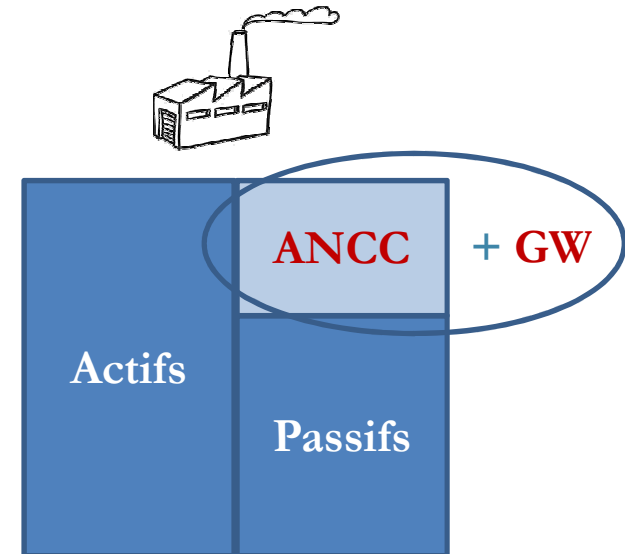
$$ANCC = \text{Actifs réévalués} - \text{Passifs réévalués}$$

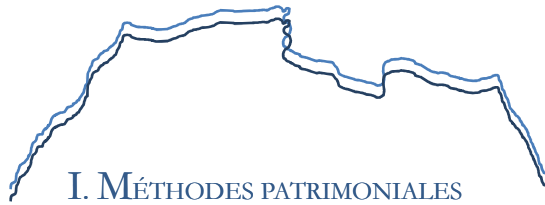
$$GW = \sum_{j=1}^n (CB_j - i \times V_{CP}) \times (1+k)^{-j}$$

**CB:** Capacité bénéficiaire (résultat net prévisionnel récurrent constant)

**i** : Taux d'intérêts sans risque

**k** : Taux d'actualisation





## I. MÉTHODES PATRIMONIALES

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)  
[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

### 2. Méthodes basées sur la notion du GW

#### 2.4 Méthode de l'union des experts-comptables (suite)

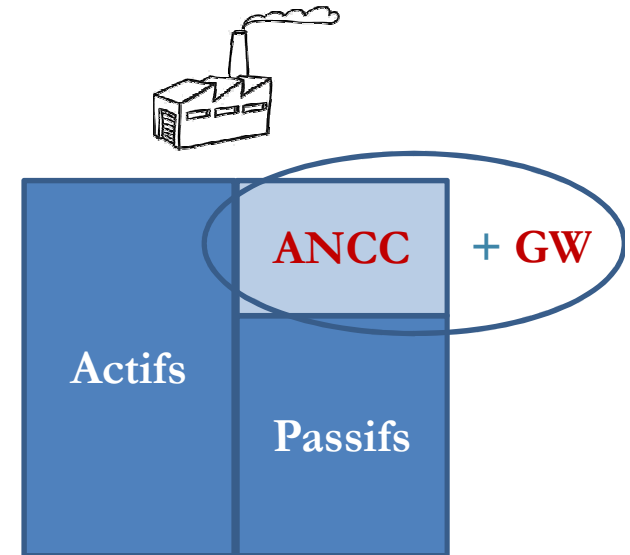
Avec un résultat net prévisionnel récurrent constant (CB):

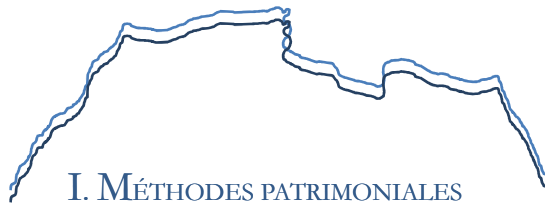
$$GW = a_n \times (CB - i \times V_{cp}) \text{ avec } a_n = \frac{1}{k} \times \left(1 - \frac{1}{(1+k)^n}\right)$$

$$\text{donc } V_{cp} = ANCC + a_n (CB - i \times V_{cp})$$

$$\text{soit } V_{cp} = (ANCC + a_n \times CB) / (1 + i \times a_n)$$

$$\text{et } GW = (a_n / (1 + i \times a_n)) \times (CB - i \times ANCC)$$





I. MÉTHODES PATRIMONIALES

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)  
[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

## 2. Méthodes basées sur la notion du GW

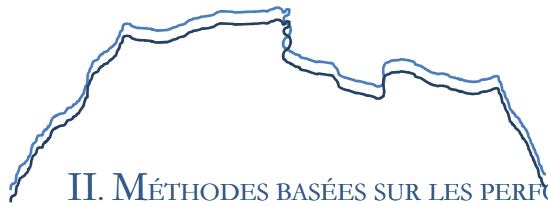
⇒ Intérêts:

- Méthode qui prend en compte le passé (ANCC) et le futur (rente du GW) en prenant en considération les performances futures

⇒ Inconvénients:

- Approche qui accorde plus d'importance à la richesse accumulée

- Approche qui dépend d'un prévisionnel estimatif sur une période à définir



## II. MÉTHODES BASÉES SUR LES PERFORMANCES

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)  
[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

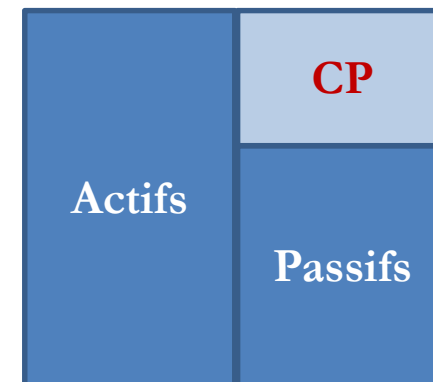
### 1. Méthode de rentabilité

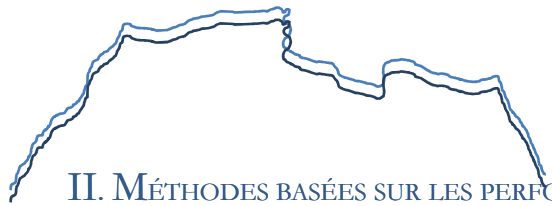
=> La valeur des capitaux propres est un rapport entre le résultat net normatif et le coût des capitaux propres

$$\text{Valeur des CP} = \text{RN} / k_{cp}$$

RN: Résultat net normatif

$k_{cp}$  : Coût des capitaux propres



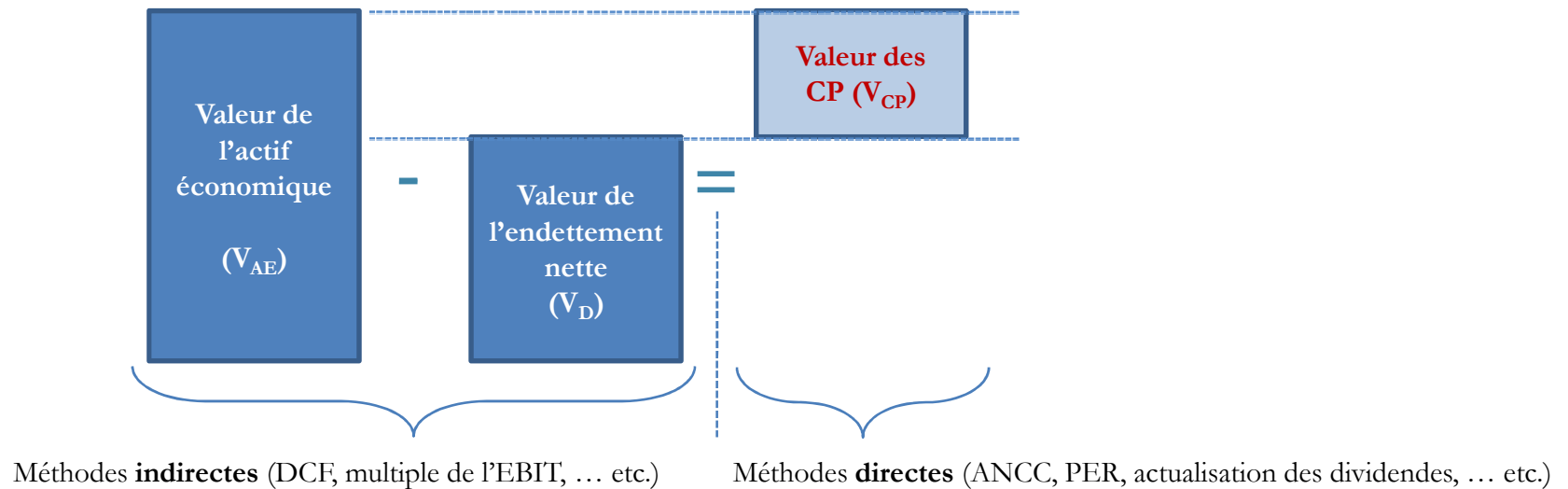


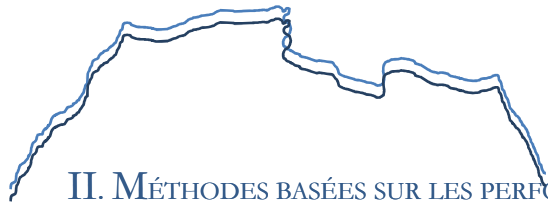
## II. MÉTHODES BASÉES SUR LES PERFORMANCES

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)  
[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

### 2. Méthode des DCF

À la différence des méthodes directes pour évaluer les capitaux propres de l'entreprise, c'est une méthode d'évaluation indirecte, dans la mesure où on évalue la valeur de l'actif économique puis on retranche la valeur de l'endettement net.





## II. MÉTHODES BASÉES SUR LES PERFORMANCES

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)

[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

### 2. Méthode des DCF

=> Cette méthode se résume dans la formule suivante:

$$\text{Valeur des CP} = \underbrace{\sum_{j=1}^n (\text{CFD}_j) \times (1+k)^{-j} + \text{VT}_n \times (1+k)^{-n}}_{\text{Valeur de l'actif économique}} - \text{Endettement net}$$

Valeur de l'actif économique

CFD: Cash flow disponibles ou flux de trésorerie disponibles après impôt

k : Coût moyen pondéré du capital (rentabilité exigée en moyenne par les pourvoyeurs de fonds)

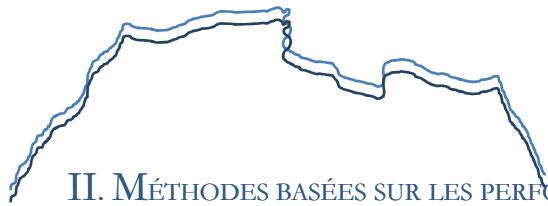
Endettement net: Dettes CMLT – Disponibilités et valeurs mobilières de placement

VT<sub>n</sub> : Valeur terminale en n = Flux normatif / (k-g)

g : Taux de croissance

n : Nombre d'années (de l'horizon explicite) de 5 à 7 ans généralement

Actif économique	CP
	Dettes nettes



## II. MÉTHODES BASÉES SUR LES PERFORMANCES

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)  
[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

### 2. Méthode des DCF

Flux de trésorerie disponible =

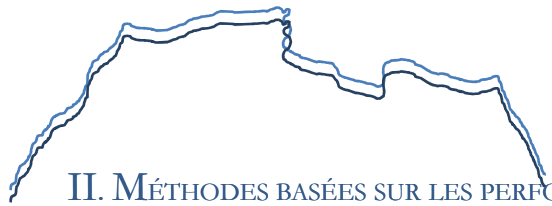
- + EBE (on raisonne au niveau de l'exp°)
- ÎS théorique calculé sur le résultat d'exp° (RE × taux moyen de l'IS)
- Variation du BFR (pour passer d'agrégats comptables à un flux de trésorerie)
- Investissements nets des désinvestissements

Valeur terminale =  $\text{Flux } n \times (1+g) / (k-g)$

(Dans ce cas: Flux normatif =  $\text{Flux } n \times (1+g)$ )

Actif économique	CP
	Dettes nettes





## II. MÉTHODES BASÉES SUR LES PERFORMANCES

---

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)  
[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

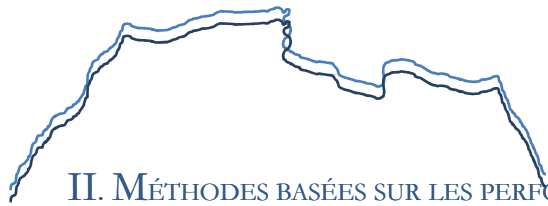
### 2. Méthode des DCF

⇒ Intérêts:

- Méthode incontournable, utilisée par les professionnels
- Méthode qui permet d'évaluer l'activité de l'entreprise

⇒ Inconvénients:

- Approche qui dépend d'un prévisionnel estimatif sur une période à définir
- Approche qui dépend d'une valeur terminale difficile à estimer



## II. MÉTHODES BASÉES SUR LES PERFORMANCES

---

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)  
[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

### 3. Méthode de Fisher

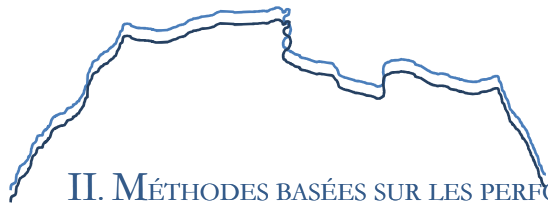
La valeur de l'action correspond à la valeur actuelle des revenus que l'investisseur espère en retirer:

$$\text{Valeur de l'action} = \sum_{j=1}^n \text{Div}_j \times (1+k)^{-j} + V_n \times (1+k)^{-n}$$

$\text{Div}_j$  : Dividende reçu l'année  $j$

$k$  : Taux de rentabilité exigé par l'actionnaire ( $k_{cp}$ )

$V_n$  : Valeur de revente en fin de période (de  $n$  années)



## II. MÉTHODES BASÉES SUR LES PERFORMANCES

---

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)

[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

### 3. Méthode de Fisher

⇒ Intérêts:

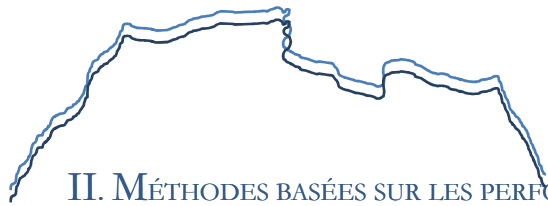
- Méthode adaptée surtout aux besoins des actionnaires minoritaires par la prise en compte de l'intérêt financier

⇒ Inconvénients:

- Difficulté d'estimer les dividendes futurs sur une longue période

- Approche qui dépend de la politique de distribution de l'entreprise

- Approche qui dépend d'une valeur terminale difficile à estimer



## II. MÉTHODES BASÉES SUR LES PERFORMANCES

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)  
[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

### 4. Méthode de Gordon-Shapiro

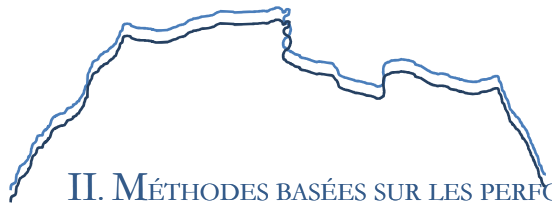
Cette méthode s'appuie sur la méthode de Fisher en supposant que les dividendes connaissent une croissance constante à l'infini  $g$ :

$$\text{Valeur de l'action} = \text{Div}_1 / (k-g)$$

$\text{Div}_1$  : Dividende de l'année 1

$k$  : Taux de rentabilité exigé par l'actionnaire ( $k_{cp}$ )

$g$  : Taux de croissance constant du dividende



## II. MÉTHODES BASÉES SUR LES PERFORMANCES

---

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)  
[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

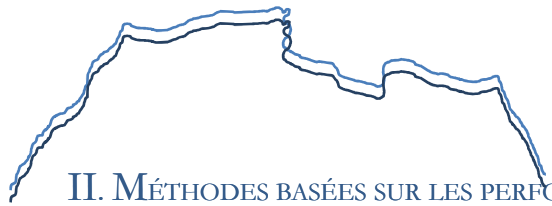
### 4. Méthode de Gordon-Shapiro

⇒ Intérêts:

- Méthode simple à mettre en œuvre

⇒ Inconvénients:

- Approche qui dépend d'une croissance infinie du dividende difficile à estimer dans la pratique



[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)  
[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

## 5. Méthode de Bates

Cette méthode s'appuie sur la méthode de Fisher avec les hypothèses suivantes:

- taux de croissance du dividende et du résultat net:  $g$ ;
- taux de distribution constant:  $d$ .

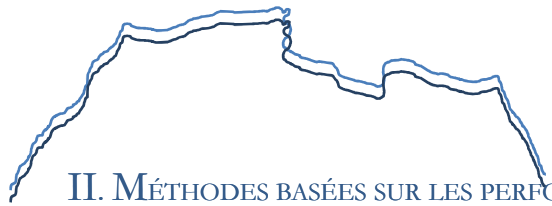
$$M = Am - 10 \text{ dB}$$

$M$ : PER sortie sur résultat échu en année  $n$

$m$ : PER entrée sur résultat échu en année  $0$

$d$ : Taux de distribution constant

$A$  et  $B$ : Coefficient en fonction de  $n$ ,  $g$  et  $t$  donnés par les tables



## II. MÉTHODES BASÉES SUR LES PERFORMANCES

---

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)

[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

### 5. Méthode de Bates

⇒ Intérêts:

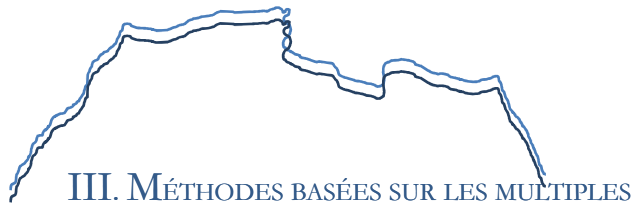
- Méthode simple à mettre en œuvre

⇒ Inconvénients:

- Méthode qui réclame des prévisions fiables

- Méthode basée sur une hypothèse de croissance constante du dividende et du taux de distribution qui ne colle pas avec la réalité

- Méthode qui suppose une revente sur la base d'un PER sectoriel supposé stable



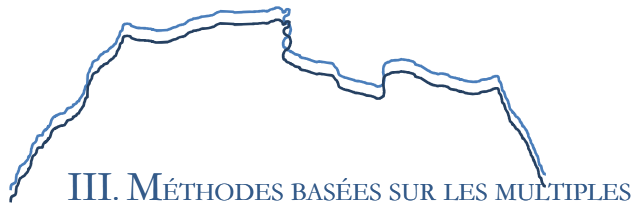
## 1. Méthode du PER (Price Earnings Ratio)

Cette méthode s'appuie sur le quotient entre le cours de l'action et le bénéfice par action (résultat net retraité divisé par le nombre d'actions):

$$\text{PER} = \text{Cours} / \text{Bénéfice par action}$$

Dans un esprit de méthode comparative, un PER sectoriel est estimé à travers un échantillon de valeurs comparables à l'entreprise que l'on cherche à évaluer. Ce **PER sectoriel** est appliqué par la suite au résultat de cette dernière pour retrouver la valeur des capitaux propres.





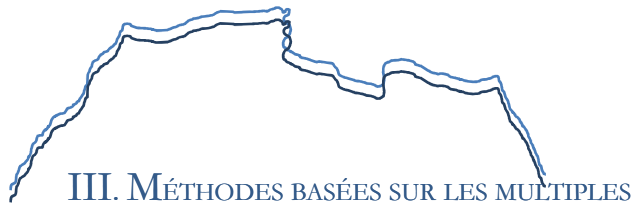
[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)  
[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

## 2. Méthode du multiple de l'EBIT ou de l'EBITDA

Cette méthode s'appuie également sur un échantillon d'entreprises comparables afin de ressortir des multiples ou de rapport entre la valeur de l'entreprise et son EBIT ou son EBITDA:

$$\begin{aligned} \text{Multiple de l'EBIT (ou EBITDA)} &= \text{Valeur de l'entreprise} / \text{EBIT (ou EBITDA)} \\ \text{Valeur des capitaux propres} &= \text{Valeur de l'entreprise} - \text{Endettement net} \end{aligned}$$

**Endettement net: Dettes CMLT – Disponibilités et valeurs mobilières de placement**



[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)  
[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

## 1 & 2. Méthodes basées sur les multiples

⇒ Intérêts:

- Méthodes simples à mettre en œuvre

⇒ Inconvénients:

- Difficulté à trouver le bon échantillon d'entreprises comparables



*Générons les opportunités!*

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)

[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

[www.fusacquis.com](http://www.fusacquis.com)

[www.marche-des-entreprises.com](http://www.marche-des-entreprises.com)

**FUSACQUIS MARCHÉ DES ENTREPRISES**

**Siège:** 7 rue de Sfax El Menzah V  
1004 Tunis – Tunisie

**Fixe / fax:** +216 71 231 345

**Mobile :** +216 55 750 070

**E-mail :** [commercial@fusacquis.com](mailto:commercial@fusacquis.com)