

Jean-Étienne **Palard**
Franck **Imbert**

Préfaces de **Louis Godron**, président de l'Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC), et **Gérard Hirigoyen**, président honoraire de l'Université Montesquieu Bordeaux-IV

Références

GUIDE PRATIQUE
**D'ÉVALUATION
D'ENTREPRISE**

EYROLLES

LE GUIDE DE RÉFÉRENCE DE L'ÉVALUATION

Cet ouvrage présente de manière à la fois concrète et rigoureuse l'évaluation d'entreprise, son environnement et ses pratiques, ainsi que les principales techniques mises en œuvre par les professionnels de l'évaluation.

Destiné au non-spécialiste comme au professionnel, à l'acheteur comme au vendeur ou au conseil, il sera utile que vous ayez à traiter le rachat d'une entreprise, une succession ou une introduction en Bourse. Il a été conçu pour être efficace, autour de multiples exemples, études de cas, exercices et auto-diagnostics.

Proposant des plans d'action étape par étape, le *Guide pratique d'évaluation d'entreprise* donne les clés pour choisir la méthode la plus efficace, l'utiliser au mieux et déjouer les pièges courants :

- ▶ Quelle méthode choisir en fonction de la société et du contexte économique ?
- ▶ Quelles sont les dernières évolutions des techniques d'évaluation d'entreprise ?
- ▶ Comment mettre en œuvre la méthode DCF ?
- ▶ Quelles sont les principales étapes à respecter pour une évaluation multicritère ?



JEAN-ÉTIENNE PALARD, École normale supérieure de Cachan et Institut d'études politiques de Paris, est docteur en sciences de gestion et agrégé d'économie-gestion. Membre de la SFAF, il a exercé au sein d'une banque d'affaires avant de rejoindre PricewaterhouseCoopers. Il enseigne la finance et les techniques d'évaluation à l'université Paris-Dauphine, à l'IAE de Bordeaux, ainsi que dans différents programmes executive en France et à l'étranger. Il est chercheur à l'IRGO.



FRANCK IMBERT, ESC Grenoble, master en gestion financière de l'ESSEC, est directeur à la succursale du Crédit du Nord à Monaco. Membre de la SFAF, il a exercé à la Société Générale (à Londres) et à ING France avant de rejoindre le Crédit du Nord en 2006 en tant que responsable des opérations de marché. Il enseigne l'évaluation d'entreprise à l'université Paris-Dauphine, au centre de formation de la SFAF ainsi qu'à la summer school de l'EFFAS.

Guide pratique d'évaluation d'entreprise

Éditions Eyrolles
61, bd Saint-Germain
75240 Paris Cedex 05

www.editions-eyrolles.com

En application de la loi du 11 mars 1957, il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement le présent ouvrage, sur quelque support que ce soit, sans autorisation de l'éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris.

© Groupe Eyrolles, 2013
ISBN : 978-2-212-55632-2

Guide pratique d'évaluation d'entreprise

Jean-Étienne Palard

Franck Imbert

EYROLLES

The logo for EYROLLES features the word "EYROLLES" in a bold, sans-serif font. Below the text is a horizontal line with a small circle in the center, which is part of the publisher's branding.

Sommaire

Préface de Louis Godron	11
Préface de Gérard Hirigoyen	13
Avant-propos	17
INTRODUCTION GÉNÉRALE	19
<i>L'évaluation : un contexte qui s'internationalise</i>	19
<i>Des pratiques qui se standardisent...</i>	19
<i>... mais qui restent fortement impactées par la crise financière</i>	20
<i>Qu'est-ce que l'évaluation d'entreprise ?</i>	20
<i>Combien vaut une entreprise ?</i>	21
<i>Les approches de l'évaluation</i>	21
<i>Plan de l'ouvrage</i>	22
CHAPITRE 1. L'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET LES FONDEMENTS DE L'ÉVALUATION D'ENTREPRISE	27
<i>Spécificité de l'entreprise et évaluation</i>	28
<i>Quelles compétences pour l'évaluateur ?</i>	28
<i>Quels sont les acteurs de l'évaluation ?</i>	29
<i>Plan du chapitre</i>	29
Le contexte économique de l'évaluation d'entreprise	30
<i>Évolution récente du contexte de l'évaluation</i>	30
<i>Les transmissions d'entreprises en France</i>	31
<i>Les transmissions d'entreprises en Europe</i>	32
<i>Les acteurs de l'évaluation d'entreprises</i>	33
Les fondements de l'évaluation d'entreprise	46
<i>Prix ou valeur d'entreprise ?</i>	47
<i>À quelle période une entreprise doit-elle être évaluée ?</i>	49
<i>Pourquoi valorise-t-on une entreprise ? Les logiques de l'évaluation</i>	50
<i>Valorise-t-on l'entreprise ou ses capitaux propres ?</i>	59
<i>Quels taux faut-il utiliser... pour actualiser quels types de flux ?</i>	61
<i>Les déterminants de la valeur d'une entreprise</i>	67
Conclusion : l'évaluation d'entreprise, art ou science ?	68

CHAPITRE 2. LE PROCESSUS D'ÉVALUATION D'ENTREPRISE :

ÉTAPES ET OUTILS-CLÉS	77
<i>Étape 1 : collecter l'information</i>	77
<i>Étape 2 : effectuer un diagnostic économique de l'entreprise</i>	77
<i>Étape 3 : choisir la bonne méthode d'évaluation</i>	78
<i>Étape 4 : élaborer un business plan</i>	78
<i>Étape 5 : déterminer les hypothèses et les paramètres de l'évaluation</i>	78
<i>Étape 6 : construire une fourchette de valorisation et conclure sur la valeur</i>	79
<i>Étape 7 : négocier et fixer un prix de cession</i>	79
<i>Plan du chapitre</i>	79
Étape 1 : collecter l'information	80
<i>L'information passée</i>	80
<i>L'information présente</i>	82
<i>L'information future</i>	83
Étape 2 : effectuer un diagnostic économique de l'entreprise	83
<i>La notion de business model</i>	84
<i>Le diagnostic stratégique</i>	84
<i>Le diagnostic comptable et financier</i>	98
Étape 3 : choisir la bonne méthode d'évaluation	107
<i>Pourquoi existe-t-il plusieurs approches d'évaluation ?</i>	108
<i>Synthèse des approches d'évaluation d'entreprise</i>	112
<i>Comment choisir la bonne méthode d'évaluation ?</i>	115
Étape 4 : élaborer le business plan	118
<i>Peut-on prévoir l'avenir ?</i>	119
<i>Les principes-clés du business plan</i>	119
Étape 5 : déterminer les hypothèses et les paramètres de l'évaluation	121
Étape 6 : construire une fourchette de valorisation et conclure sur la valeur	124
<i>Fourchette de prix ou intervalle de valeur ?</i>	124
<i>Retour sur l'approche multicritère</i>	125
Étape 7 : négocier et fixer un prix de cession	126
<i>Les déterminants du prix lors d'une négociation</i>	127
<i>Les outils-clés pour négocier</i>	127
Conclusion	129
CHAPITRE 3. LES APPROCHES PATRIMONIALES DE L'ÉVALUATION	137
<i>Principe de l'approche patrimoniale</i>	137
<i>Approche comptable ou approche financière ?</i>	138
<i>Des retraitements comptables nécessaires</i>	138
<i>De l'approche statique à l'approche dynamique : le goodwill</i>	139
<i>Plan du chapitre</i>	139
Les différentes notions d'actif net	140
<i>L'actif net comptable (ANC)</i>	140
<i>L'actif net réévalué (ANR)</i>	141
<i>L'actif net comptable corrigé (ANCC)</i>	143

L'approche statique : la méthode de l'actif net réévalué (ANR).....	146
<i>Étape 1 : analyser l'information comptable et financière de l'entreprise</i>	147
<i>Étape 2 : procéder aux retraitements comptables</i>	147
<i>Étape 3 : construire le bilan économique et financier</i>	150
<i>Étape 4 : déterminer la valeur économique des postes de l'actif et du passif</i>	152
<i>Étape 5 : identifier et valoriser les éléments hors bilan</i>	166
<i>Étape 6 : mesurer l'impact fiscal des réévaluations</i>	167
<i>Étape 7 : calculer la valeur de l'actif net réévalué (ANR)</i>	168
L'approche dynamique : la méthode du goodwill.....	169
<i>Principe de la méthode du goodwill</i>	169
<i>Étape 1 : collecter l'information sur les actifs immatériels de l'entreprise</i>	170
<i>Étape 2 : mesurer les actifs nécessaires à l'exploitation et les résultats associés</i> ...	175
<i>Étape 3 : procéder au calcul du résultat normatif et de la rente de goodwill</i>	179
<i>Étape 4 : déterminer le taux d'actualisation de la rente du goodwill</i>	180
<i>Étape 5 : calculer la valeur actualisée du goodwill</i>	181
Conclusion	184
CHAPITRE 4. L'ÉVALUATION PAR LA MÉTHODE DES COMPARABLES	191
<i>Principes généraux de la méthode des comparables</i>	191
<i>Avantages de la méthode des multiples</i>	192
<i>Des hypothèses faussement simples</i>	192
<i>Plan du chapitre</i>	193
Évaluation par la méthode des comparables : les principes généraux	193
<i>Étape 1 : construire l'échantillon d'entreprises</i>	194
<i>Étape 2 : choisir la bonne période d'étude</i>	200
<i>Étape 3 : sélectionner les bons multiples de valorisation</i>	201
<i>Étape 4 : effectuer les retraitements comptables opportuns</i>	202
<i>Étape 5 : déterminer la fourchette de valorisation</i>	203
La méthode des comparables boursiers	203
<i>Revue critique des différents multiples</i>	204
<i>Effectuer les retraitements opportuns</i>	218
La méthode des comparables transactionnels	223
<i>Principes généraux</i>	223
<i>Difficultés de mise en œuvre</i>	225
Pièges et limites de la méthode des multiples.....	230
<i>Étape 1 : contourner les pièges de la construction de l'échantillon</i>	230
<i>Étape 2 : sauter l'obstacle de la période d'étude</i>	230
<i>Étape 3 : passer l'épreuve du choix des multiples</i>	231
<i>Étape 4 : éviter les pièges des retraitements comptables</i>	233
<i>Étape 5 : atteindre le Graal par le calcul de la fourchette de valorisation</i>	233
CHAPITRE 5. LES MÉTHODES D'ACTUALISATION DES DIVIDENDES	241
<i>Les caractéristiques des firmes qui versent des dividendes...</i>	242
<i>...et celles qui n'en versent pas !</i>	242
<i>Politique de dividendes et valeur de l'entreprise</i>	242
<i>Plan du chapitre</i>	243

Étape 1 : analyser la politique de dividendes de l'entreprise.....	243
<i>Politique de dividendes et valeur de l'action</i>	244
<i>Les trois principaux critères de la politique de dividendes</i>	245
<i>La pratique des entreprises en matière de dividendes</i>	247
<i>Une méthode inadaptée à certains types d'entreprises</i>	249
Étape 2 : réaliser des prévisions de résultat et anticiper le taux de distribution.....	249
<i>Prévoir les résultats futurs</i>	249
<i>Anticiper le taux de distribution</i>	251
<i>Calculer le taux d'actualisation</i>	254
Étape 3 : choisir le bon modèle d'actualisation des dividendes.....	255
<i>Le modèle de base</i>	255
<i>Le modèle à croissance nulle ou modèle d'Irwing Fisher</i>	256
<i>Le modèle à taux de croissance constant ou modèle de Gordon Shapiro</i>	257
<i>Le modèle à deux périodes (two-stage model)</i>	262
<i>Le modèle de Molodovski (three-stage model)</i>	264
<i>Le modèle de Bates</i>	264
Étape 4 : évaluer les capitaux propres et la valeur de l'action.....	267
Conclusion.....	268
CHAPITRE 6. LA MÉTHODE DCF DES FLUX DE TRÉSORERIE ACTUALISÉS	273
<i>Pourquoi utiliser la méthode DCF ?</i>	273
<i>Le principe de la méthode DCF</i>	274
<i>Sur quel horizon doit-on anticiper les cash flows ?</i>	274
<i>Valorise-t-on l'entreprise ou ses capitaux propres ?</i>	275
<i>Une méthode fondée sur de nombreux paramètres...</i>	276
<i>Plan du chapitre</i>	276
Étape 1 : comprendre le <i>business model</i> et construire le <i>business plan</i>	277
<i>Comprendre le business model et les leviers de la performance</i>	277
<i>Construire un business plan cohérent</i>	279
Étape 2 : déterminer les <i>cash flows</i> futurs en fonction du contexte de l'évaluation.....	281
<i>Les cash flows disponibles pour les apporteurs de capitaux (FCFF)</i>	281
<i>Les cash flows disponibles pour les actionnaires (FCFE)</i>	282
<i>Quel flux choisir ?</i>	283
Étape 3 : calculer le coût moyen pondéré du capital.....	288
<i>Le coût moyen pondéré du capital (k_{WACC}) et la structure financière cible</i>	288
<i>Le coût des capitaux propres (k_{CP})</i>	292
<i>Le coût de la dette (k_{DN})</i>	310
Étape 4 : déterminer la valeur terminale et le taux de croissance des <i>cash flows</i> à l'infini.....	311
<i>La méthode de la valeur finale explicite</i>	311
<i>La méthode de la valeur finale implicite</i>	312
<i>La problématique du taux de croissance à l'infini</i>	313

Étape 5 : évaluer la dette nette	315
<i>Évaluer les dettes financières à leur coût actuariel</i>	315
<i>Évaluation des actifs de trésorerie</i>	317
Étape 6 : déduire la valeur des capitaux propres et la valeur de l'action	317
<i>De la valeur de l'entreprise à la valeur des capitaux propres</i>	318
<i>Les retraitements complémentaires</i>	318
<i>De la valeur des capitaux propres à la valeur de l'action</i>	321
Étape 7 : effectuer des tests de sensibilité	324
Les erreurs à éviter dans l'application de la méthode DCF	327
<i>Étapes 1 et 2 : les biais liés à la construction du business plan</i>	327
<i>Étape 3 : les pièges liés au calcul du coût moyen pondéré du capital</i>	328
<i>Étape 4 : le poids de la valeur terminale</i>	328
<i>Étape 5 : les difficultés liées à l'évaluation de la dette nette</i>	329
<i>Étape 6 : les pièges du calcul de la valeur des capitaux propres et de l'action</i>	329
Conclusion	330
CHAPITRE 7. LE CAS MEDICA	337
Présentation du groupe Medica	337
<i>Une gestion proactive de l'immobilier</i>	338
<i>Croissance annuelle moyenne de 23,9 % du chiffre d'affaires sur la période 2000/09^e</i>	339
<i>Une rentabilité opérationnelle renforcée</i>	340
<i>Objectifs de la société pour 2009</i>	341
<i>Objectifs 2010-2012 fixés par le groupe</i>	341
<i>Du LBO à l'IPO</i>	342
Questions	344
Annexe 1 : principales données financières de Medica	345
Annexe 2 : comparables	349
Éléments de correction	351
<i>Brève analyse financière de Medica</i>	351
<i>Calcul du coût des capitaux propres (k_{CP}) et du coût moyen pondéré du capital (k_{WACC})</i>	353
<i>Calcul de la valeur de l'action Medica à partir d'un modèle d'actualisation des dividendes</i>	354
<i>Tests de sensibilité de la valeur calculée de l'action Medica</i>	357
<i>Calcul de la valeur de l'action Medica sur la base de la moyenne des multiples et des multiples retraités</i>	358
<i>Détermination d'une fourchette de valorisation et recommandation d'investissement</i>	359
CONCLUSION GÉNÉRALE	361
Ce que la crise financière a changé sur les paramètres d'évaluation	362
<i>La notion de taux sans risque a-t-elle encore un sens ?</i>	362
<i>Faut-il définitivement enterrer le bêta ?</i>	362
<i>Faut-il continuer à utiliser la dette nette ?</i>	363

<i>Faut-il encore utiliser une valeur terminale et fixer un taux de croissance à l'infini ?</i>	363
<i>Les multiples sont-ils encore utiles en période de crise ?</i>	363
Les méthodes d'évaluation : un outil de prise de décision et d'aide à la négociation	364
Bibliographie	369
Index	375

Préface de Louis Godron

L'évaluation est affaire de technique objective... et de ressenti très subjectif.

Le lecteur qui s'apprête à découvrir cet ouvrage va y trouver les indispensables méthodes d'évaluation pratiquées par les professionnels, dans leurs versions les plus abouties. Ces méthodes couvrent une palette large, qui s'étend des approches basées sur l'historique jusqu'aux formules fondées sur l'appréciation du potentiel futur de l'entreprise.

Le premier élément de jugement, et de subjectivité, intervient dans le choix de la méthode : leurs résultats souvent divergent, et j'ai rencontré de nombreux cas où la divergence entre méthode des comparables et DCF était d'un facteur 2x. L'évaluateur doit faire un choix – même la tentation de Salomon consistant à couper la poire en deux est un choix. C'est par son expérience et son ressenti de la fiabilité des informations historiques et la solidité des perspectives présentées qu'il fera son choix.

Le second élément subjectif porte sur le choix des données financières exploitées dans les calculs. Les données passées méritent souvent des retraitements – mais à quelle aune juger du mérite d'un retraitement ? Les données prévisionnelles sont naturellement encore bien plus subjectives. On touche ici un point essentiel : l'évaluation est aussi une évaluation de la confiance que l'évaluateur porte au projet de l'entreprise, et plus encore de la confiance qu'il porte à ceux qui lui présentent ce projet.

J'ai rencontré, quelques mois avant la déconfiture de Lehman Brothers, un financier tout aussi discret que brillant, qui m'a confié avoir liquidé en quelques jours la participation qu'il détenait dans un grand établissement financier américain. Pourquoi ? Lors de la présentation des résultats trimestriels, il avait observé qu'un des dirigeants répondait avec lenteur à une question sur l'exposition aux opérations de titrisation, et qu'il commençait à transpirer en achevant de répondre.

En un instant, notre investisseur a perdu confiance dans le management. Il a donc préféré prendre sa perte – le cours baissait depuis des mois – et liquider sans attendre sa position, à tout prix. Sans confiance, il n'y avait plus

de valorisation possible. Traduite en paramètres financiers, la situation était simple : la prime de risque était devenue infinie à ses yeux.

La suite de l'histoire a donné raison à notre investisseur, cet établissement financier a disparu depuis.

Cet exemple ne doit pas dispenser de connaître les techniques de valorisation présentées ici avec grande clarté par Jean-Etienne Palard et Franck Imbert : on ne saurait être pertinent dans les métiers touchant à la valeur du capital sans les maîtriser parfaitement.

Mais n'oubliez jamais l'histoire du dirigeant qui a transpiré, et que le travail d'évaluation repose sur un point clef : la fiabilité du management.

Louis Godron
Président d'Argos-Soditic
Président l'Association française des investisseurs
pour la croissance (AFIC)

Préface de Gérard Hirigoyen

D'aucuns seront tentés de s'interroger sur l'opportunité d'un ouvrage sur l'évaluation des entreprises, tant le domaine a fait l'objet d'une abondante littérature et que les crises financières qui se sont succédées depuis plus d'une décennie ont contribué à ébranler bon nombre de certitudes, dont celle qui consiste à considérer que la valeur d'une société puisse être correctement appréhendée par les méthodes traditionnelles d'évaluation. Celles-ci étant habituellement classées en deux grandes familles : les méthodes intrinsèques, d'une part, et les méthodes analogiques, d'autre part. Ces familles de méthodes s'attachant à fournir une valeur financière de l'entreprise, universelle et identique quel que soit l'investisseur potentiel. Alors que la valeur stratégique est le reflet de la valeur perçue de l'entreprise aux yeux de l'investisseur, celle-ci reposant sur son évaluation stratégique de l'entreprise cible. Ainsi, la valeur d'une entreprise n'existe pas, il y a autant de valeurs stratégiques que d'investisseurs potentiels. La distinction valeur financière/valeur stratégique permet ainsi de bien comprendre la différence entre valeur et prix.

La déconnexion entre la valeur intrinsèque et la valeur de marché, ajoutée à l'incertitude économique et à l'absence de prévisions fiables, rend l'évaluation plus complexe et peut conduire à des écarts significatifs entre acquéreur et cédant. Ce dernier ayant bon nombre d'opportunités à saisir sous réserve qu'il sache à tout moment ce que vaut son entreprise. Le bon financier est celui qui se pose en permanence la question de la valeur, de sa création et de son estimation.

Au plan théorique, la découverte du principe caché qui régit les rapports d'échange a permis en effet de passer du stade d'une finance descriptive à celui d'une véritable discipline scientifique. La maîtrise de l'enjeu de la valeur a représenté une rupture épistémologique : l'élaboration d'une théorie de la valeur a rendu possible la détermination des modèles de la structure financière des firmes ou l'établissement d'une relation entre la rentabilité et le risque d'une entreprise. Dès le départ, le concept de valeur a été intégré dans l'objectif assigné à la firme par la théorie financière, à savoir la maximisa-

tion de la richesse des actionnaires entendue comme la valeur boursière de l'ensemble des actions de la firme, c'est-à-dire sa capitalisation boursière. Sous les hypothèses de forme forte de l'efficience, de rationalité et de symétrie de l'information, cette richesse est aussi égale à la valeur actuelle de l'ensemble des dividendes que les actionnaires recevront dans le futur. Sous ces mêmes hypothèses, la maximisation de la valeur fondamentale de la firme pour les actionnaires correspond à la maximisation de la valeur des actions de l'entreprise. À l'heure actuelle, de nouvelles théories contestent la notion selon laquelle les entreprises doivent être gérées dans l'objectif de maximiser la valeur actuelle des actions. Elles prônent la maximisation de la valeur totale de l'entreprise. Au primat des seuls actionnaires serait substitué celui de l'ensemble des parties prenantes retenant ainsi la vision d'une firme plurale.

Au plan pratique, décider de conserver un actif revient en définitive à arbitrer en faveur de la valeur intrinsèque. Vendre, c'est-à-dire s'en remettre au marché, c'est reconnaître explicitement qu'on n'est plus détenteur légitime de cet actif car un tiers est susceptible d'en offrir un prix supérieur à sa valeur intrinsèque dans le contexte présent, et donc l'opportunité de financer d'autres projets davantage créateurs de valeur.

L'évaluation d'entreprise est une activité complexe, qui est à la confluence de nombreuses disciplines : la finance, bien entendu, mais aussi la comptabilité, la stratégie d'entreprise, le droit et la fiscalité. Évaluer une entreprise implique l'intégration de ces différentes dimensions afin de les synthétiser au travers de son business plan. C'est cette approche qu'ont utilisée les auteurs. L'évaluation est aussi et plus que jamais une activité dynamique et vivante. Pour s'adapter à l'évolution de l'environnement et à l'appréhension de la performance globale des entreprises, elle doit prendre en compte, à côté des seuls indicateurs comptables et financiers, des indicateurs extra-financiers. Bon nombre d'investisseurs institutionnels y sont sensibles. Ils s'intéressent en particulier à la qualité de la gouvernance, de la gestion des ressources humaines, aux actions en faveur de l'environnement.

Nous retenons avec plaisir l'utilisation de l'expression « d'évaluation responsable » proposée par les auteurs. Nous pensons que si la crise a bouleversé les méthodes des entreprises, elle ne les a pas remises en cause. Plus que jamais, au contraire, elles ont leur utilité et elles permettent de revenir aux fondamentaux de la finance et de l'économie. Les dérives du marché et donc des valeurs font partie intégrante du marché lui-même. N'est-ce pas J. K. Galbraith qui, dans sa *Brève histoire de l'euphorie financière*¹, écrivait que « l'épisode spéculatif où la hausse provoque la hausse est interne au marché

1. J. K. Galbraith, *Brève histoire de l'euphorie financière*, Seuil, Paris, 1992.

lui-même. Et le krach, son point culminant, l'est aussi... ». Ces propos semblent prémonitoires à l'heure où la peur d'une nouvelle « bulle »¹ ressurgit. Dans ce contexte, l'approche par scenarii s'impose. Il convient d'apprécier la valeur non seulement sur un scénario central de revenus futurs, mais en tenant compte de scenarii alternatifs. Doit-on écarter le futur en évitant les méthodes prospectives ? Nullement, « gérer, c'est prévoir » enseignait H. Fayol et l'aptitude à la prévision fait partie du patrimoine génétique de l'investisseur. L'exercice d'évaluation suppose l'art d'apprivoiser le futur, en admettant ses caprices et ses soubresauts.

Tout au long de l'ouvrage, les auteurs se sont efforcés de faire le lien entre la théorie et la pratique. Une approche théorique qui n'aurait aucune dimension opérationnelle ne présente guère d'intérêt dans le domaine concerné. De même, une pratique professionnelle ignorante de ses fondements théoriques ne peut aboutir qu'à des résultats erronés. C'est à n'en pas douter ce souci d'opérationnalité qui a conduit les auteurs à enrichir cet ouvrage de nombreuses illustrations, pour la plupart tirées de cas réels. C'est ainsi, d'une part, qu'on ne peut qu'apprécier l'analyse et l'évaluation du groupe JCDecaux qui sert de fil rouge ; et d'autre part, l'étude de cas complète de la société Médica présentée en chapitre sept.

Du titre de l'ouvrage, nous extrayons le mot « guide ». Dans une de ses acceptions, il signifie celui qui indique le chemin, la route à suivre. C'est là à nos yeux la finalité suprême de l'ouvrage de J.-E. Palard et F. Imbert. À n'en pas douter étant donné l'extrême qualité du livre, nombreux seront ceux qui souhaiteront emprunter le chemin.

Gérard Hirigoyen

Professeur des universités

Directeur du Pôle universitaire de sciences de gestion

Président honoraire de l'université Montesquieu Bordeaux-IV

Directeur de l'équipe de recherche « Entreprises familiales » à l'IRGO

1. Le Dow Jones a pour la première fois franchi la barre symbolique des 15 000 points le 7 mai 2013.

Avant-propos

L'ambition de cette première édition du *Guide pratique d'évaluation d'entreprise* est d'apporter des réponses à tous ceux qui s'intéressent à la finance et s'interrogent sur les techniques d'évaluation des entreprises. Notre volonté est de dresser un panorama complet des différentes méthodes d'évaluation actuellement mises en œuvre par les évaluateurs et les analystes financiers. Ainsi, notre démarche s'appuie sur de nombreux exemples et des études de cas ciblées.

Cet ouvrage est d'abord le fruit d'une rencontre entre un praticien de l'évaluation d'entreprises – spécialiste reconnu des opérations de marché, et passionné par l'enseignement et la pédagogie – et un universitaire dont les thèmes de recherches et d'enseignement reposent sur une solide expérience d'auditeur et d'analyste financier. Ce projet a pu voir le jour grâce aux nombreuses discussions qui ont été menées dans le cadre des ateliers de travail de la *Summer School* organisée annuellement par l'EFFAS¹, association fédérant l'ensemble des sociétés européennes d'analyse financière, et dont la Société française des analystes financiers (SFAF), créée en 1962, est l'un des membres fondateurs.

Cet ouvrage est le résultat de notre réflexion et de nos expériences sur la pratique de l'évaluation telle qu'elle est enseignée et appliquée par les analystes financiers et tous ceux qui utilisent les techniques d'évaluation d'entreprise. Or, les crises financières qui se sont succédé au cours de la première décennie du XXI^e siècle (explosion de la bulle Internet en 2001, crise des *subprimes* en 2007-2008, crise de la dette souveraine en Europe à partir de 2009) ont ébranlé les fondements de la théorie financière traditionnelle, et transformé les pratiques et les normes d'évaluation d'entreprise au sein des banques, des sociétés de gestion ou des fonds d'investissement. Dans un contexte de baisse généralisée des marchés financiers en Europe depuis 2007, la valeur boursière des sociétés du CAC 40 est ainsi tombée fin 2011 au niveau des

1. EFFAS : *European Federation of Financial Analysts Societies*.

fonds propres des sociétés constituant cet indice, alors qu'elles ont continué à croître et à créer de la valeur tout en consolidant leur structure financière¹.

L'objet de ce *Guide pratique d'évaluation d'entreprise* est d'apporter un regard critique tant d'un point de vue théorique que pratique sur la manière dont les entreprises sont évaluées par les acteurs du marché, à la lumière des événements intervenus au cours des dix dernières années. Les développements s'appuient sur de nombreux exemples, figures et cas pratiques tirés de la réalité du monde des affaires. L'exemple du groupe JCDecaux, société française spécialisée dans la communication extérieure implantée dans près de 60 pays, constituera ainsi le fil rouge de ce manuel et permettra d'aborder et d'illustrer la plupart des concepts, méthodes et outils d'évaluation.

Cet ouvrage s'adresse à un public très large de professionnels, de futurs professionnels et d'étudiants, qui sont ou seront amenés à réaliser des évaluations d'entreprises dans le cadre de leur activité professionnelle à l'image des métiers présentés dans le tableau suivant :

Secteur	Fonction
Finance	Analystes financiers, banquiers d'affaires, gérants de portefeuille, gérants de fonds d'investissement
Comptabilité	Experts-comptables, commissaires aux comptes, auditeurs financiers
Conseil	Consultants en <i>corporate finance/transaction services</i> , consultants en stratégie
Droit	Avocats d'affaires, fiscalistes, mandataires-liquidateurs judiciaires, experts judiciaires
Entreprise	Dirigeants, directeurs financiers, chefs-comptables

Bien entendu, le contenu de ce manuel n'engage que les auteurs, seuls responsables des erreurs qui pourraient s'y être glissées.

Paris, le 6 décembre 2012

Les auteurs

Jean-Étienne Palard

Membre de la SFAF

Maître de conférences en Finance

IAE de Bordeaux

Université Montesquieu Bordeaux IV

Chercheur à l'IRGO

Franck Imbert

Membre de la SFAF

Directeur des opérations de marché

Crédit du Nord

Professeur de finance à la SFAF

1. Voir *Le profil financier des sociétés du CAC 40*, de Sonia Bonnet-Bernard, 6^e étude du cabinet Ricol-Lasteyrie, juillet 2012.

Introduction générale

L'évaluation d'entreprise a connu un très fort développement au cours des trente dernières années, dans un environnement économique et financier en constante évolution. Sous l'effet conjoint de la mondialisation des échanges et du départ à la retraite de très nombreux chefs d'entreprise issus de la génération du *baby-boom*, le nombre de cessions d'entreprises n'a cessé d'augmenter, atteignant en 2008 un niveau record d'environ 700 000 cessions de petites et moyennes entreprises (PME) en Europe, représentant une valorisation globale annuelle de près de 250 milliards d'euros.

L'évaluation : un contexte qui s'internationalise

L'accélération des échanges et l'internationalisation des groupes ont favorisé la concentration dans de nombreux secteurs d'activité (télécom, transport, agroalimentaire, services financiers, informatique...). Les rapprochements transnationaux se sont ainsi multipliés au cours des dernières années, à l'image de la fusion entre Vodafone et Mannesmann en 1999, Air France et KLM en 2004, le rachat de Fortis par BNP Paribas en 2009 ou celui de Parmalat par Lactalis en 2011. À côté de ces *megadeals*, l'environnement de l'évaluation s'est aussi largement internationalisé pour les sociétés non cotées avec l'arrivée d'investisseurs internationaux très actifs depuis le milieu des années 1990 (fonds de pension, fonds de *private equity*, fonds souverains).

Des pratiques qui se standardisent...

Ce mouvement d'internationalisation a été renforcé par l'adoption des normes IFRS, qui s'appliquent à l'ensemble des sociétés cotées en Europe depuis 2005 et devraient être généralisées aux PME à partir de 2015. L'objectif principal de ces normes est de standardiser les principes et méthodes comptables, afin de faciliter les comparaisons entre entreprises. Compte tenu de l'influence des normes anglo-saxonnes, la pratique de l'évaluation s'est

homogénéisée à partir des méthodes d'inspiration nord-américaines, mais les compétences des analystes et des évaluateurs n'ont pas toujours suivi cette tendance. Pour répondre à ces évolutions et homogénéiser les pratiques, les acteurs de l'évaluation se sont ainsi structurés autour d'associations professionnelles, à l'image de la Société française d'analystes financiers (SFAF¹), qui vient de fêter son cinquantième anniversaire, ou de la Société française des évaluateurs (SFEV²), créée en 2003.

... mais qui restent fortement impactées par la crise financière

Néanmoins, dans le sillage de la crise des *subprimes*, qui s'est soldée par un profond dérèglement du marché monétaire, précipitant la zone euro dans une crise de la dette souveraine sans précédent, la plupart des sociétés cotées en Europe ont subi une très forte correction de leurs cours de Bourse. Certaines sociétés, à l'image de Peugeot ou de Carrefour, ont touché leur plus bas historique au cours de l'année 2011 ou 2012. La théorie financière et les modèles d'évaluation classiques ont ainsi fait l'objet de vives critiques, les évaluateurs se révélant incapables d'anticiper les conséquences de la crise financière sur l'économie réelle et sur l'évolution du prix des actifs financiers. Cette baisse généralisée des marchés en Europe a rendu certaines approches fortement critiquables, à l'instar de la méthode des multiples. Il faut également souligner la difficulté de l'évaluateur à fixer avec précision les paramètres utilisés dans l'approche par les flux : la prime de risque, la prime de liquidité, le coût du capital, la croissance du chiffre d'affaires, la construction du *business plan* ou le taux de croissance à l'infini. Pourtant, le rôle du signal véhiculé par le prix (c'est-à-dire le niveau de valorisation d'une entreprise) n'a pas été fondamentalement remis en cause par la crise. Aussi, pour comprendre ces mutations, il est indispensable de revenir aux concepts fondateurs de la finance d'entreprise de manière à développer un regard critique sur les modèles d'évaluation.

Qu'est-ce que l'évaluation d'entreprise ?

Évaluer une entreprise consiste à proposer une valeur ou une fourchette de valeurs aux actifs d'une entreprise ou à ses titres, et en aucun cas proposer un prix. En effet, si le prix d'une entreprise est une donnée objective (l'exemple ultime étant la confrontation d'un ordre de Bourse d'achat et de vente qui fixe un prix pour une valeur cotée), la valeur est nettement plus subjective puisqu'elle dépend à la fois de l'agent économique qui a réalisé la valorisation (analyste, actionnaire, investisseur, dirigeant, créancier...) et des objectifs qu'il poursuit :

1. SFAF : www.sfaf.com
2. SFEV : www.sfev.org

- ▶ continuer l'exploitation de la société, en l'état ;
- ▶ continuer l'exploitation de la société, en en modifiant la stratégie ;
- ▶ continuer l'exploitation de la société, en la rapprochant d'une autre entreprise ;
- ▶ liquider les actifs de la société.

Combien vaut une entreprise ?

En fonction de ces différentes situations, il est fort probable qu'une même entreprise aura des valeurs différentes. Or, la valeur n'implique pas nécessairement qu'il y ait volonté de transaction. Pour bien comprendre la différence entre les concepts de prix et de valeur, il faut distinguer la valeur financière et la valeur stratégique. La valeur financière d'une entreprise correspond à sa valeur intrinsèque, c'est-à-dire la valeur que l'on obtient en mettant en œuvre par exemple la méthode d'actualisation des flux de trésorerie. Si tous les agents économiques disposaient du même niveau d'information pour l'entreprise, cette valeur devrait être universelle, identique quel que soit l'acquéreur potentiel. La valeur stratégique, quant à elle, intègre les intérêts stratégiques propres à chaque investisseur ainsi que les synergies qu'il espère en retirer. En effet, tout investisseur espère améliorer la gestion de l'entreprise par sa propre gestion, par la mise en commun de ressources ou par le développement d'économies d'échelle. Ainsi, les flux futurs seront bonifiés et la valorisation, revue à la hausse. Autrement dit, le paradoxe est que la valeur d'une entreprise n'existe pas : il y a autant de valeurs stratégiques qu'il y a d'acquéreurs potentiels, d'où l'importance de choisir la bonne méthode d'évaluation.

Les approches de l'évaluation

En fonction des caractéristiques des entreprises et de l'objectif des investisseurs, les approches qui permettent de calculer la valeur d'une entreprise se classent en trois grandes catégories :

- ▶ l'approche patrimoniale fondée sur la réévaluation des actifs et des passifs et le calcul de la rente du *goodwill* ;
- ▶ l'approche analogique ou comparative fondée sur les multiples de sociétés ou de transactions comparables ;
- ▶ l'approche par les flux ou les revenus fondée sur l'actualisation des *cash flows* (dividendes, flux de trésorerie disponibles) générés par l'activité de l'entreprise.

Plan de l'ouvrage

Chapitre 1 – L'environnement économique et les fondements de l'évaluation d'entreprise

Le premier chapitre traite de l'environnement économique, des fondements et des compétences nécessaires pour évaluer une entreprise. L'évolution récente du contexte de l'évaluation en France et en Europe est abordée, ainsi qu'un descriptif des principaux acteurs de ce marché mis en lumière par une série d'interviews avec des professionnels reconnus du secteur. Les questions fondamentales concernant l'évaluation et les facteurs qui déterminent la valeur d'une entreprise sont également analysées.

Chapitre 2 – Le processus d'évaluation d'entreprise : étapes et outils-clés

Ce chapitre présente les principales étapes du processus d'évaluation : de la collecte de l'information au choix de la méthode jusqu'à la négociation du prix. Les outils-clés d'analyse sont également abordés : définition du *business model*, élaboration du diagnostic stratégique, analyse de la performance comptable et financière.

Chapitre 3 – L'approche patrimoniale de l'évaluation

Le troisième chapitre est consacré à l'évaluation par l'approche patrimoniale. Dans sa version la plus simple, la valeur d'une entreprise correspond à la valeur de son actif net, c'est-à-dire la valeur économique des actifs moins les dettes. Cette méthode est bien adaptée pour évaluer des entreprises qui évoluent dans des secteurs matures dont l'intensité capitalistique est forte (exemples : immobilier, construction, métallurgie) ou des conglomérats/*holdings* ayant un portefeuille diversifié d'activités ou de sociétés. Elle permet aussi d'évaluer la valeur à la casse d'une entreprise. Son principal défaut est de ne pas tenir compte des perspectives de croissance et de développement de l'entreprise, objet de l'évaluation. L'approche dynamique fondée sur la rente du *goodwill* permet de corriger cet écueil et de valoriser les actifs immatériels en intégrant les possibilités de croissance future.

Chapitre 4 – L'évaluation par la méthode des comparables

Le quatrième chapitre est consacré à l'approche d'évaluation analogique ou approche par les multiples. La valeur d'une entreprise peut en effet être déduite de la valeur de sociétés cotées comparables ou de transactions comparables, dont le cours ou le prix peut être observé sur les marchés. On étudiera notamment les conditions qui doivent être remplies pour utiliser les comparables boursiers ou transactionnels.

Chapitre 5 – La méthode d’actualisation des dividendes

Dans cette approche, la valeur d’une entreprise est égale à la valeur des dividendes distribués aux actionnaires actualisés au coût des capitaux propres. Cette méthode, particulièrement adaptée à l’évaluation d’entreprises matures présentant une régularité et un niveau élevé de distribution, a retrouvé ses lettres de noblesse suite à la crise financière. C’est également la méthode privilégiée pour évaluer la valeur des titres détenus par un actionnaire minoritaire.

Chapitre 6 – La méthode d’actualisation des flux de trésorerie ou méthode DCF (Discounted Cash Flows)

Dans l’approche par les DCF, la valeur d’une entreprise est égale à la valeur des flux de trésorerie disponibles actualisés au coût moyen pondéré du capital. Cette méthode peut être mise en œuvre pour toutes les entreprises qui génèrent des *cash flows* positifs. Elle permet de calculer la valeur intrinsèque de l’entreprise en ne se focalisant que sur les seuls déterminants de sa performance et de sa rentabilité. Si l’avantage de cette méthode est de pouvoir réaliser de nombreuses études de sensibilité, ses principaux détracteurs mettent en avant une trop forte dépendance à quelques paramètres-clés (coût moyen pondéré du capital, taux de croissance à l’infini).

Chapitre 7 – Étude de cas : valorisation de la société Medica dans le cadre de son introduction en bourse sur NYSE Euronext Paris

Le 15 février 2010, les actions de la société Medica faisaient leur entrée sur le compartiment B de NYSE Euronext Paris. Créé en 1968, le groupe Medica intervient principalement sur deux secteurs d’activités : d’une part, le secteur EHPAD (établissements d’hébergement pour personnes âgées dépendantes), avec 111 établissements en France et en Italie et d’autre part, le secteur sanitaire, avec 37 établissements de soins de suite et de réadaptation, et cliniques psychiatriques (chiffres au 31 décembre 2009).

Comment a été fixé le prix de cette introduction en Bourse ? Quelles méthodes de valorisation ont-elles été mises en œuvre par les analystes financiers et les investisseurs à cette occasion ? Cette étude de cas sera l’occasion de répondre à toutes ces questions.

Données financières du groupe JCDecaux

L’analyse et l’évaluation du groupe JCDecaux constituera le fil rouge de cet ouvrage. Les états financiers consolidés 2009 et 2010 ainsi que les estimations recueillies auprès de différents bureaux d’analyse suivant la valeur JCDecaux sont présentés ci-dessous.

Répartition du chiffre d'affaires par activité de JCDecaux SA

Décomposition par activité (M€)	2009	2010	2011e*	2012e	2013e
Chiffres d'affaires	1 919	2 350	2 464	2 584	2 684
Mobilier urbain	934	1 147	1 175	1 202	1 214
Affichage	395	425	412	417	417
Transports	590	778	877	966	1 052
Excédent brut d'exploitation	392	555	584	616	634
Mobilier urbain	298	376	386	395	394
Affichage	38	64	59	61	61
Transports	56	115	138	160	179
Marge brute d'exploitation	20,4 %	23,6 %	23,7 %	23,8 %	23,6 %
Mobilier urbain	31,9 %	32,8 %	32,9 %	32,9 %	32,5 %
Affichage	9,6 %	15,1 %	14,3 %	14,6 %	14,6 %
Transports	9,5 %	14,8 %	15,7 %	16,6 %	17,0 %

* e : données estimées.

Sources : états financiers du groupe JCDecaux au 31 décembre, notes d'analyses.

Compte de résultat consolidé de JCDecaux SA

Compte de résultat (M€)	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Chiffres d'affaires	1 919	2 350	2 464	2 584	2 684
<i>Variation</i>	11,5 %	22,5 %	4,9 %	4,9 %	3,9 %
Excédent brut d'exploitation	392	555	584	616	634
<i>Variation</i>	- 28,7 %	41,6 %	5,2 %	5,5 %	2,9 %
Résultat d'exploitation	123	279	323	351	373
<i>Variation</i>	- 48,1 %	126,8 %	15,8 %	8,7 %	6,3 %
Marge d'exploitation	6,4 %	11,9 %	13,1 %	13,6 %	13,9 %
Résultat financier net	(20)	(35)	(17)	(20)	(14)
Résultat courant avant impôt	103	244	306	331	359
Résultat exceptionnel	-	-	-	-	-
Impôt sur les sociétés	(38)	(79)	(98)	(107)	(116)
Amortissement et dépréciation des survaluers	-	(1)	-	-	-
Résultat des SME	(31)	4	8	9	10
Intérêts minoritaires	(10)	4	(10)	(11)	(12)
Résultat net des activités cédées	-	-	-	-	-
Résultat net part du groupe	25	174	206	222	241
<i>Variation</i>	- 77,3 %	607,5 %	18,6 %	7,8 %	8,6 %

Sources : états financiers du groupe JCDecaux au 31 décembre, notes d'analyses.

Bilan consolidé de JCDecaux SA

Bilan – Actif (M€)	2009	2010	2011e
Immobilisations incorporelles et écarts d'acquisition	1 664	1 662	1 657
Immobilisations corporelles	1 172	1 138	1 098
Immobilisations financières	152	161	236
Autres actifs non courants	70	67	72
Actifs non courants	3 059	3 027	3 063
Stocks	110	97	104
Clients et autres débiteurs	601	713	689
Autres actifs courants	18	15	27
Trésorerie et disponibilités	91	212	306
Actifs courants	820	1 037	1 126
Total actif	3 879	4 064	4 189

Sources : états financiers du groupe JCDecaux au 31 décembre, notes d'analyses.

Bilan – Passif (M€)	2009	2010	2011e
Capitaux propres – part du groupe	2 030	2 247	2 421
Intérêts minoritaires	(22)	(25)	(26)
Capitaux propres	2 008	2 223	2 395
Provisions	187	196	188
Dette financière à long terme	533	459	444
Autres passifs non courants	229	214	209
Passifs non courants	949	869	841
Dette financière (y/c concours bancaires)	207	106	142
Fournisseurs et autres créditeurs	665	788	735
Autres passifs courants	49	78	76
Passifs courants	921	972	953
Total passif	3 879	4 064	4 189

Sources : états financiers du groupe JCDecaux au 31 décembre, notes d'analyses.

L'environnement économique et les fondements de l'évaluation d'entreprise

L'évaluation d'entreprise, au sens large, regroupe un ensemble de concepts et de méthodes dont la finalité principale est de donner une valeur aux actifs d'une société et à ses titres. L'évaluation s'effectue selon un processus qui s'inscrit dans un environnement économique et réglementaire donné, plus ou moins complexe et plus ou moins formalisé.

Cette évaluation peut intervenir, en principe, à tout moment au cours de la vie de l'entreprise, quels que soient sa taille ou son secteur d'activité. Le plus souvent cependant, elle est réalisée à un moment bien précis : lorsqu'un dirigeant ou un actionnaire décide de transmettre ou de revendre ses parts. Les transmissions d'entreprises se sont ainsi considérablement développées aux États-Unis et en Europe à partir du début des années 1980. À côté des quelques opérations boursières de très grande envergure qui défraient régulièrement la chronique financière, la majorité des transactions porte sur des sociétés non cotées de toute taille, de la TPE à la PME familiale, jusqu'au groupe souhaitant s'introduire en Bourse ou faisant l'objet d'un LBO (rachat avec effet de levier par un ou plusieurs fonds d'investissement).

Selon deux études d'OSEO-BDPME¹ et du CNCFA² réalisées en France sur la période 2005-2010, le marché des transmissions d'entreprises représente

1. OSEO-BDPME, « La transmissions des petites et des moyennes entreprises », 2005.
Source : www.oseo.fr/content/download/7200/162411/file/Oseo_transmission.pdf

2. Le CNCFA (Compagnie nationale des conseils en fusions et acquisitions), regroupe les principaux acteurs du marché en France. Elle publie depuis 2010 un baromètre sur la transmission d'entreprise en France, en partenariat avec le cabinet d'expertise Epsilon-Research.

Source : www.cnafa.fr/pdf/barometre_transmission_PME_2010.pdf.

environ 45 000 sociétés, dont la répartition, en fonction de la taille de l'entreprise, est la suivante :

- ▀ 130 transmissions de grandes entreprises (> 500 salariés) ;
- ▀ 450 transmissions d'entreprises moyennes (50 à 500 salariés) ;
- ▀ 3 900 transmissions de petites entreprises (10 à 50 salariés) ;
- ▀ 40 000 transmissions de micro-entreprises (– de 10 salariés).

Spécificité de l'entreprise et évaluation

Pour évaluer une entreprise, il faut avant tout se familiariser avec son historique et identifier ses spécificités. Les caractéristiques d'une société sont en effet intimement liées à son activité, à la personnalité de ses dirigeants, à sa structure juridique et son actionnariat, à la stratégie adoptée, aux modalités de son développement ainsi qu'à son mode de gouvernance. L'analyse de ces éléments se trouve au cœur du diagnostic stratégique préliminaire à toute évaluation. En effet, les mêmes modèles ou les mêmes hypothèses ne peuvent être utilisés pour évaluer par exemple :

- ▀ une entreprise sidérurgique cotée, présente sur un marché international très concurrentiel avec de fortes barrières à l'entrée nécessitant des dépenses d'investissement importantes, présentant un actionnariat diffus et un fort niveau d'endettement ;
- ▀ une entreprise de biotechnologie nouvellement créée, dont l'actif est constitué essentiellement d'immobilisations incorporelles, dont les perspectives de croissance sont à la fois prometteuses mais risquées et dont le financement est assuré essentiellement par des capitaux propres ;
- ▀ une PME agro-alimentaire non cotée, bien implantée sur son marché local, avec des perspectives de croissance limitées sur le marché national, un actionnariat concentré et qui finance son développement essentiellement par autofinancement.

Quelles compétences pour l'évaluateur ?

L'évaluation d'entreprise est une discipline riche et complexe qui s'appuie sur de nombreuses compétences : la finance, la comptabilité, la stratégie, le droit, la fiscalité, l'économie industrielle et le *management*.

La maîtrise des principales techniques financières est évidemment essentielle pour mettre en œuvre les différents modèles d'évaluation et développer un esprit critique par rapport aux hypothèses de calcul, mais ce n'est pas la seule qualité requise. Il faut également savoir déchiffrer les états financiers afin d'éviter les nombreux pièges tendus par la comptabilité, de manière à

analyser précisément les déterminants de la performance et de la rentabilité. Comprendre la stratégie et l'économie industrielle est aussi primordial pour évaluer les facteurs-clés de succès, les opportunités de croissance ainsi que les menaces sectorielles pesant sur les entreprises. Connaître le droit et la fiscalité permet par ailleurs d'identifier les risques juridiques et d'anticiper les impacts fiscaux dans le cadre d'une transmission ou d'opérations de croissance externe, notamment à l'étranger.

À l'évidence, dans un environnement économique et réglementaire de plus en plus complexe et changeant, toutes ces compétences ne peuvent être l'apanage d'une seule personne, voire d'un seul cabinet de conseil ou d'expertise.

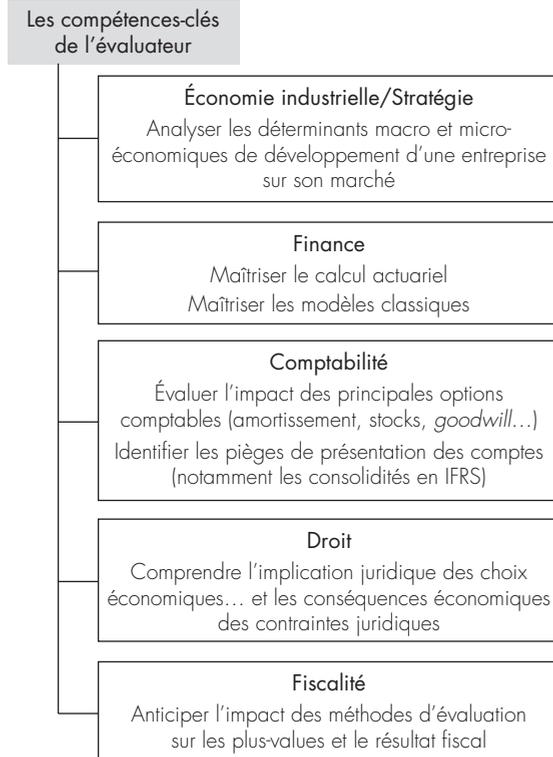
Quels sont les acteurs de l'évaluation ?

En fonction de la taille de l'entreprise ou du niveau de complexité d'une opération financière, différentes catégories d'acteurs vont intervenir tout au long du processus d'évaluation. Comme dans toute transaction économique, on retrouve bien entendu un acquéreur, qui peut être un repreneur industriel, un fonds d'investissement ou des membres de l'équipe managériale, et un cédant. Ceux-ci vont devoir s'entendre à la fois sur l'objet, le prix et le mode de paiement de la transaction. En général, pour des opérations d'un montant supérieur à 10 millions d'euros, acheteurs et vendeurs font appel à des conseils pour procéder à l'évaluation, les aider dans la négociation et garantir le bon déroulement de la transaction. Dans un processus de transmission peuvent ainsi intervenir : banquiers d'affaires, avocats, consultants en stratégie, cabinets d'audit et d'expertise comptable, fiscalistes, experts informatiques, régulateurs...

Plan du chapitre

Dans un premier temps, nous présenterons le marché de la transmission et de l'évaluation en France et en Europe, ainsi que le rôle de chaque acteur dans le processus d'évaluation. Dans un second temps, nous analyserons les fondements de l'évaluation d'entreprise et les hypothèses communes aux différentes méthodes.

Les compétences-clés de l'évaluateur



LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE DE L'ÉVALUATION D'ENTREPRISE

Du fait du vieillissement de la population et des conséquences de la crise financière en France et en Europe, la transmission d'entreprises est devenue un sujet majeur. Sur le plan économique, l'enjeu est colossal. Selon un rapport de 2006 publié par la Commission européenne, un tiers des chefs d'entreprise de l'Union européenne vont partir à la retraite d'ici à 2017¹. Au sein de l'Union européenne, on estime ainsi que 690 000 petites et moyennes entreprises sont concernées chaque année par ce phénomène, soit environ 2,8 millions d'emplois et près de 250 milliards d'euros en valeur.

L'évolution récente du contexte de l'évaluation

Certes, la plupart des transmissions concerne essentiellement des sociétés de très petite taille pour lesquelles les problématiques d'évaluation restent

1. La principale étude a été réalisée par la Commission européenne en mai 2006 : « Les marchés de la transmission d'entreprises », Direction du marché intérieur, 99 p.

relativement mesurées et se limitent en général à une réévaluation économique du fonds de commerce. Néanmoins, toute transmission d'entreprise, quelle qu'en soit la taille, nécessite une évaluation préalable des actifs et des passifs avant l'ouverture de négociations avec d'éventuels repreneurs. Depuis le début des années 2000, le marché du conseil en fusion-acquisition et de l'évaluation des entreprises s'est fortement structuré, sous l'égide notamment de l'émergence des fonds de *private equity* en Europe et la professionnalisation des cabinets de conseil indépendants en fusion-acquisition, spécialisés sur le *middle-market* et les *small-caps*, aux côtés des banques d'affaires traditionnelles.

Les transmissions d'entreprises en France

Selon les dernières études de l'Insee ou d'OSEO-BDPME¹, entre 40 000 et 60 000 sociétés sont transmises en France depuis 2005, ce qui représente, en valeur, près de 60 milliards d'euros par an². Sur le plan social, près de 300 000 emplois sont en jeu chaque année, les PME françaises restant le principal pourvoyeur d'emplois en France. L'Insee considère néanmoins que ses propres données de transmission restent sous-évaluées de près de 35 %, essentiellement du fait que certaines transactions, telles que les donations familiales, sont mal prises en compte dans les statistiques officielles. Selon le baromètre de la transmission des PME réalisé en 2010 par la CNCFA, en partenariat avec le cabinet Epsilon-Research³, le marché français se caractérise principalement par les éléments suivants :

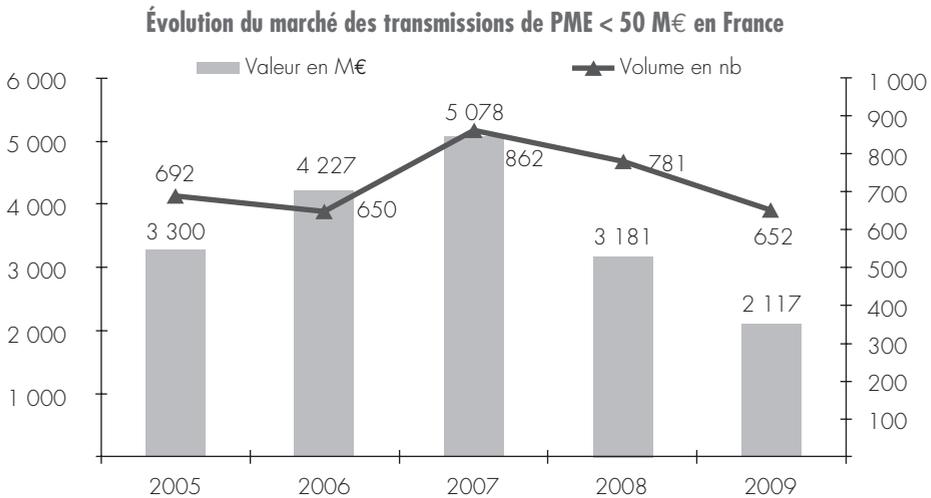
- ▀ le nombre annuel de transactions demeure relativement stable à 700 opérations en moyenne depuis 2005, dans un contexte où, en raison de la crise financière, la valorisation des transactions est en baisse ;
- ▀ le segment des PME reste dynamique, poussé par des facteurs micro-économiques (départs à la retraite, concentrations sectorielles...) plus que macroéconomiques ;

1. *Op. cit.* p. 2.

2. Seules les PME de moins de 500 salariés sont ici prises en compte, hors activités d'artisanat et de commerce. La valeur annuelle des opérations de fusion-acquisition serait bien entendu beaucoup plus importante si l'on incluait les sociétés cotées qui ont fait l'objet de rapprochement sur la période 2005-2010, telle que la fusion GDF-Suez en 2008 pour près de 30 milliards d'euros ou le rachat de Fortis par BNP Paribas. Les très grosses opérations biaisent bien entendu la récurrence des chiffres liés à la transmission d'entreprises.

3. Cette étude se fonde sur l'évolution du « marché apparent » des opérations de fusions-acquisitions de PME françaises non cotées entre 20 et 250 salariés dont la valorisation est comprise entre 2 M€ et 50 M€ (hors LBO). Les données ont été recensées dans les bases des données professionnelles à partir des informations envoyées par les conseils ou parues dans la presse.

- ▀ les dernières années sont également marquées par un double recul des acquéreurs étrangers (41 % en 2006 contre 25 % du marché en 2009) et des sociétés cotées (41 % en 2005 contre 26 % en 2009).



Source : Baromètre CNCF – Epsilon Research (2010).

Les transmissions d'entreprises en Europe

Bien que le marché de la transmission d'entreprises recouvre une réalité assez homogène entre les différents pays européens, il existe, de manière assez paradoxale, peu de statistiques fiables sur ce sujet au niveau européen, rendant ainsi de nombreuses études critiquables.

En Europe, la très grande majorité des opérations de transmission concerne des commerces et des entreprises artisanales de moins de 10 salariés. À titre d'exemple, l'Allemagne s'attend à près de 355 000 transmissions d'entreprises dans les cinq prochaines années, dont 90 % dans le secteur artisanal et commercial. En Italie, près de 40 % des entreprises seront à vendre dans les dix prochaines années. En Autriche, ce taux est moins élevé mais représente tout de même plus de 20 %. En Grande-Bretagne, le *Small Business Services* estime qu'un tiers des PME devront être transmises d'ici à 2020, du fait de l'âge avancé des dirigeants. Tous les pays sont plus ou moins touchés par ce phénomène.

Le tableau ci-après permet de comparer le nombre de transmissions de sociétés dans les principaux pays européens. On notera que l'Allemagne est de loin le marché le plus actif en nombre de transmissions annuelles, avec en moyenne près de 6 600 sociétés de plus de 10 salariés, contre environ 4 800 en Grande-Bretagne et près de 4 500 en France. Il est important

de noter cependant que la Commission européenne estime que les 10 % de transactions les plus importantes représentent plus de 90 % du marché en valeur (calculé sur la base de l'actif net des sociétés transmises).

Comparaisons des transmissions d'entreprises en Europe

en 2009	Micro-entreprises (< 10 salariés)	Petites entreprises (10 à 50 salariés)	Entreprises moyennes (50 à 250 salariés)	Grandes entreprises (> 250 salariés)
Allemagne	55 000	5 800	600	190
France	40 000	3 900	450	130
Royaume-Uni	39 000	4 200	510	100
Italie	36 000	3 500	380	90
Espagne	25 000	2 100	200	100
Pays-Bas	15 000	1 200	140	100

Sources : Zephyr, Amadeus (Bureau Van Dijk), Commission européenne (2010), auteurs.

Les acteurs de l'évaluation d'entreprises

Le contexte économique de l'évaluation d'entreprise a fortement évolué depuis la fin des années 1970. Il s'est d'abord structuré autour du métier d'analyste financier, dont le rôle s'est considérablement accru avec l'augmentation du nombre de sociétés cotées, la multiplication des opérations de fusion-acquisition et le développement des fonds d'investissement. L'évaluation d'entreprise ne se limite cependant pas au seul métier d'analyste ou d'évaluateur. On retrouve également d'autres professions en lien plus ou moins direct avec l'évaluation : les experts-comptables, les auditeurs financiers, les avocats et les notaires.

Les analystes financiers

À la différence des autres acteurs, l'évaluation financière est au cœur du métier d'analyste financier, même s'il ne se limite pas à cette seule activité. On distingue deux types d'analystes financiers : les analystes *sell-side* et les analystes *buy-side*.

Les analystes sell-side

Ils évaluent les titres de sociétés cotées dans l'objectif d'informer et de conseiller les investisseurs, sous la forme de notes de recherche et de recommandations sur les perspectives de croissance et de rentabilité des entreprises dont ils assurent le suivi. Ils exercent en général leur activité pour le compte de sociétés de Bourse ou de courtage (*brokers*), ces établissements pouvant être des

filiales de groupes bancaires (telles que Chevreux, ancienne filiale du Crédit agricole cédée en 2012 à Kepler Capital Markets, ou Exane, filiale de BNP Paribas) ou des sociétés indépendantes (Gilbert Dupont, Oddo Securities, Jefferies...). Certains analystes financiers peuvent également travailler pour le compte de bureaux d'études indépendants.

Les analystes *sell-side* sont souvent spécialisés sur un secteur d'activité (automobile, agroalimentaire, services financiers...) ou un compartiment de la cote (*small et mid caps*). Ils produisent des notes de recherche qui sont régulièrement mises à jour en fonction des publications financières des entreprises ou d'événements étant intervenus au sein du secteur (changement de réglementation, opérations de fusion-acquisition...). L'objectif est bien entendu de réagir le plus rapidement possible aux événements qui affectent les marchés financiers en anticipant leur impact sur les paramètres des modèles et la valeur des sociétés. Les recommandations des analystes sont définies en général sur une échelle de trois à cinq items (exemple : « achat », « surpondérer », « neutre », « sous-pondérer » et « vente »).

En pratique

JCDecaux : objectifs de cours et consensus de marché

En fonction de sa taille et de sa capitalisation boursière, une entreprise cotée est suivie par un nombre plus ou moins important d'analystes financiers. Le groupe JCDecaux (DCS, FR0000077919) est ainsi suivi par 18 analystes financiers. Les différentes opinions de ces analystes permettent de construire un consensus de marché qui synthétise les anticipations de l'ensemble des analystes sur une valeur donnée. La fourchette de marché correspond ainsi aux anticipations les plus hautes et à celles les plus basses. Voici l'exemple d'un consensus de marché construit à partir des recommandations des analystes les plus influents sur la valeur JCDecaux :

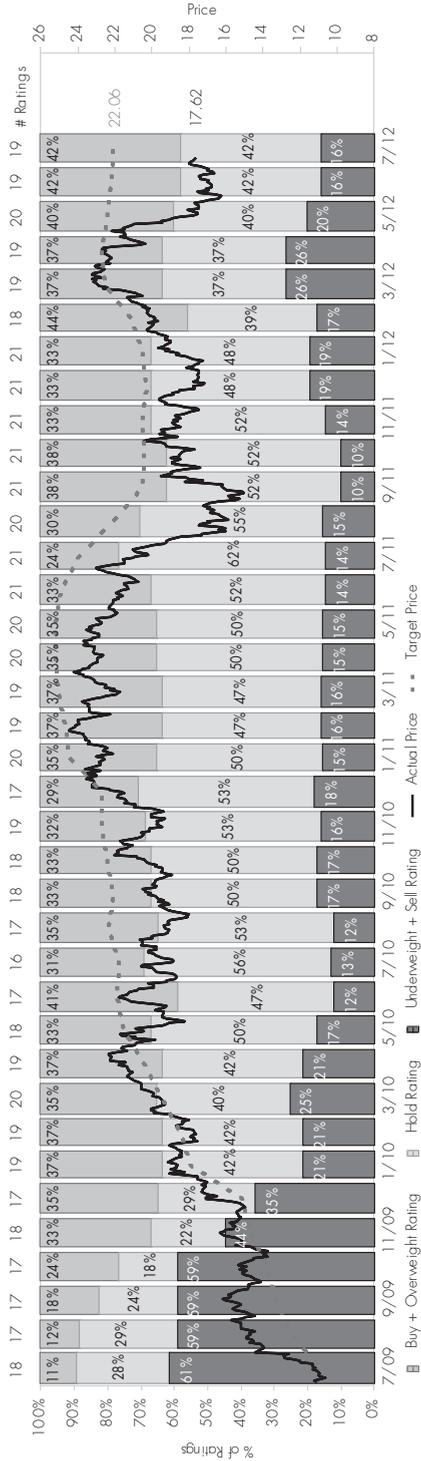
Broker	Date	Objectif de cours €	Cours €	Recommandation
UBS	12 juin 2012	27,00	16,80	Buy
Goldman Sachs	20 juin 2012	24,60	17,35	Buy
BofA/ML	9 mai 2012	21,90	20,98	Hold
CA Chevreux	5 juillet 2012	19,00	17,75	Underweight
Nomura Equity Research	15 mai 2012	21,00	18,86	Hold
Oddo Securities	15 mai 2012	24,00	18,86	Buy

Broker	Date	Objectif de cours €	Cours €	Recommandation
Kepler Capital Markets	6 juin 2012	22,00	17,36	Hold
Natixis	9 mai 2012	16,30	20,98	Sell
Alpha Value	10 mai 2012	21,60	19,44	Overweight
Exane BNP Paribas	10 mai 2012	20,00	19,44	Hold
Société générale	9 mai 2012	18,20	20,98	Sell
CM-CIC Securities	22 juin 2012	21,50	17,19	Overweight
Berenberg Bank	10 mai 2012	24,00	19,44	Buy
JP Morgan	9 mai 2012	25,00	20,98	Hold
Deutsche Bank Research	25 juin 2012	26,50	16,66	Buy
Gilbert Dupont	2 juillet 2012	23,00	17,82	Buy
Morgan Stanley	17 mai 2012	21,50	17,75	Hold
Barclays	9 mai 2012	23,00	20,98	Hold
Moyenne		22,23		
Médiane		22,95		

Source : Factset JCF, données au 9 juillet 2012.

À partir de ce tableau de synthèse, on peut remarquer qu'il existe des divergences importantes entre l'objectif de cours, qui correspond à la valeur fondamentale du titre JCDecaux selon les hypothèses de chaque analyste, et le cours de l'action sur le marché. Les analystes de UBS et de Natixis défendent ainsi des positions radicalement opposées. Pour le premier, la valeur fondamentale de l'action est de 27 € alors que pour le second elle n'est que de 16,30 €, d'où des recommandations parfaitement contraires rendant l'élaboration d'un consensus de marché indispensable. Le consensus est construit à partir de la moyenne ou de la médiane des objectifs de cours ou d'autres agrégats (chiffre d'affaires, bénéfice par action, dividende par action, par exemple) sur la base des notes d'analystes financiers et de leurs recommandations.

Exemple d'échelle de recommandations de Natixis Equity Research



Source : Factset JCF, données au 9 juillet 2012.