



Chaque mois, retrouvez dans les *Dossiers du DAF* une présentation synthétique d'un thème sur lequel un de nos Directeurs Financiers peut intervenir dans votre entreprise.

Les méthodes de valorisation d'une PME

Au-delà de la maîtrise technique, l'évaluateur doit adapter sa démarche à la taille de l'entreprise et à l'objectif de l'évaluation. Il doit aussi arbitrer entre les méthodes...

Etape incontournable du processus des fusions, acquisitions ou cessions, la valorisation d'une entreprise est une opération complexe en raison de la pluralité des éléments qui entrent en compte.

A/ Les principes fondamentaux

Une évaluation dépend toujours de trois facteurs :

- ❶ Quel est le contexte de l'évaluation ?
- ❷ A qui l'évaluation est elle destinée ?
- ❸ Quelle est la taille de l'entreprise ?

Elle nécessite que l'évaluateur ne se précipite pas sur des méthodes, mais respecte certains principes et établisse un rapport préalable complet :

- Une prise de connaissance approfondie s'impose : Après une visite de l'entreprise, il convient de diagnostiquer ses forces et ses faiblesses... En prenant en compte l'aspect humain (RH)... En analysant le champ commercial (marché, produits) et industriel... Sans omettre l'importance du domaine juridique...
- L'évaluation doit se baser sur des comptes révisés : Il convient de vérifier que les comptes sont certifiés et de prendre connaissance des rapports des CAC... Un diagnostic comptable et financier doit être établi sur 3 exercices.
- L'évaluateur doit intégrer le futur de l'entreprise : Il doit étudier les données prévisionnelles et identifier les besoins financiers d'investissement ou de bon fonctionnement, de façon à déterminer l'enveloppe financière globale du projet...
- Une évaluation débouche sur un intervalle de valeurs : Ce ne peut en aucun cas être un chiffre figé, surtout à partir d'une moyenne. Il faut, au contraire, établir un nuage de points à partir des différentes méthodes et accepter que le prix de cession puisse être en dehors du nuage (dans la pratique +/- 20%).

B/ L'évaluation patrimoniale

Cette approche vise à dégager une valeur de marché pour le patrimoine de l'entreprise à partir de ses comptes annuels. Elle a pour avantage sa grande simplicité. Sa principale faiblesse réside, par contre, dans le fait qu'elle repose sur des données comptables obsolètes et ne permet pas d'appréhender les changements qui interviennent parmi les éléments constituant la valeur de l'entreprise.

- L'évaluation par la Situation Nette Comptable (SNC) : Il s'agit du montant des capitaux propres, équivalent à l'actif net corrigé des dettes. En moyenne, les PME se négocient entre 1,5 et 2,5 fois leur SNC.
- L'évaluation par l'actif net réévalué : Il s'agit du montant de l'actif net (après amortissements) diminué du montant des dettes exigibles, retraité pour éliminer les non-valeurs (frais d'établissement, frais de R&D, charges à répartir...) et tenant compte de la réévaluation de certains biens pour retenir la juste valeur (notamment pour les immeubles, les stocks ou les plus values latentes...).
- La méthode dites des Anglo-saxons : Appelée aussi méthode du « Goodwill », l'actif net réévalué est complété par une estimation des différents éléments incorporels que sont la marque, la clientèle ou encore les frais de R&D... Il existe plusieurs méthodes de valorisation du goodwill :

Retrouvez-nous
sur notre site Web :
www.ceo-europe.com

+33 (0) 970 448 419
ceo@ceo-europe.com



- ❶ La rente abrégée du goodwill... ;
- ❷ A partir des capitaux permanents nécessaires... ;
- La méthode des Praticiens : Selon cette méthode, la valeur de l'entreprise est définie comme étant la moyenne arithmétique de son actif net réévalué et de sa valeur de rentabilité, à savoir le dernier bénéfice connu divisé par le taux sans risque (autour de 5%).

C/ L'évaluation par comparaison

La logique de ces approches, dites aussi, analogiques, est toujours la même. Elle consiste à comparer un certain nombre de sociétés similaires (le « peer group ») sur un secteur d'activité précis, pour faire ressortir un certain nombre d'éléments de référence...

- La méthode des transactions comparables : Le plus souvent, il est fait référence à des transactions significatives réalisées sur un échantillon de sociétés comparables...
- La méthode des ratios : Pour les plus grosses PME, notamment cotées, plusieurs ratios peuvent être utilisés :
 - ❶ Le Price Earning Ratio (PER) :
Cours de l'action / bénéfices (par action)
 - ❷ Le ratio :
Capitalisation / Dividende versé
 - ❸ Le Price to Book Ratio (PBR)
Capitalisation / Actif net comptable
 - ❹ Le Price to Sales Ratio (PSR)
Capitalisation / Chiffre d'affaires

- La méthode des multiples de résultats : On considère qu'une entreprise vaut par sa rentabilité, sur la base d'un multiple de ses résultats. Certains experts valorisent une PME sur la base de 6 à 8 fois ses résultats nets normatifs (retraités des éléments exceptionnels). Une pondération peut être affectée aux trois derniers exercices, afin de lisser l'évolution des résultats... Dans certains métiers, notamment les prestations de services, la valorisation se fera sur la base de 2 à 3 fois le chiffre d'affaires annuel... Pour beaucoup de commerces, les impôts fournissent également des multiples types du chiffre d'affaires... Dans le secteur du transport, c'est la logique de la Capacité d'Autofinancement (CAF = Résultat Net + Amortissements) qui est privilégiée. Selon les cas, l'évaluation se fera avec un multiplicateur de 3 à 5...

- La méthode de l'EBIT : (Excedent Before Interest and Taxes) Cette méthode, récente, est principalement utilisée par les capital investisseurs. Le calcul de la valeur de l'entreprise s'effectue en multipliant le résultat d'exploitation par un coefficient de 4 à 6, selon le métier et le secteur (près de 20 fois pour une SSII...), en ajoutant le montant de la trésorerie disponible et les VMP et en retranchant l'ensemble des dettes bancaires court, moyen et long terme...

D/ L'évaluation financière

La logique de ces approches, dites actuarielles, est toujours la même. Il s'agit d'actualiser à un taux, appelé taux d'actualisation (qui reflète le risque de l'entreprise), les flux de trésorerie futurs. La philosophie de cette approche repose sur l'idée selon laquelle l'acquéreur n'achète pas les flux passés de l'entreprise, mais au contraire les flux futurs. Toutefois, les flux retenus diffèrent selon les méthodes :

- Le modèle de Gordon Shapiro : Elaboré en 1956, il se base sur le principe que le prix d'une action correspond à la somme des flux futurs de dividendes générés par l'entreprise actualisés au taux de rentabilité exigé par les actionnaires... (pour les PME cotées).
- Le modèle de Bates : Plus réaliste, il permet de valoriser une PME (généralement

Retrouvez-nous

sur notre site Web :

www.ceo-europe.com

+33 (0) 970 448 419

ceo@ceo-europe.com



cotée) en tenant compte des bénéfices futurs et du « pay-out ratio » et pas simplement du dividende... A partir de la table de Bates, il est aisé d'obtenir un coefficient « B » qui directement appliqué au bénéfice de l'année en cours permet d'obtenir une valorisation.

• La méthode d'actualisation des «free cash flows» ou méthode du « Discounted Cash Flow » (DCF) : Cette méthode, très largement utilisée, consiste à calculer la valeur actuelle nette des flux de trésorerie futurs, attendus d'une activité. Cette évaluation se fait en 4 étapes :

- ❶ La modélisation des flux de trésorerie attendus : (Free Cash Flows ou NOPAT : Net operating profit after taxes) : Il s'agit de construire un tableau des flux prévisionnels sur 5 à 8 ans, à partir du résultat d'exploitation + amortissements et provisions +/- variation du BFR - dépenses d'investissement - impôt sur les sociétés...
- ❷ L'estimation du taux d'actualisation ou coût moyen pondéré du capital «CMPC» : (ou WACC : weighted average cost of capital) Ce taux se définit comme la somme, pondérée, du coût des capitaux propres et du coût lié à l'endettement financier à long terme...
- ❸ L'estimation de la valeur terminale : Elle peut s'appréhender de 2 manières. La première consiste à déterminer une rente perpétuelle à partir d'un flux de trésorerie normalisé..., la seconde à appliquer un multiple aux résultats prévus la dernière année de l'horizon prévisionnel...
- ❹ Déterminer la valeur de l'entreprise : il s'agit donc de la somme des cash flows actualisés et de la valeur terminale actualisée...

F/ L'évaluation des PME de plus de 9 salariés

Si l'entreprise possède une autonomie patrimoniale par rapport à son dirigeant, en général à partir de 10 salariés, les méthodes par comparaison et la méthode du DCF deviennent applicables.

G/ L'évaluation des « Start-Up » et projets

A défaut de références comptable passées et sans aucune possibilité de comparaisons, seule la méthode des DCF est véritablement applicable. Il conviendra néanmoins d'être prudents et réalistes sur les prévisions de croissance et de cash-flows futurs...

H/ En conclusion

En définitive, la valorisation d'une PME est une délicate alchimie dans laquelle interviennent des ingrédients fixes, mais aussi des critères variables et donc de la créativité... Il y a plusieurs valeurs et elles ne veulent pas dire prix !!!