

ASSOCIATION DES EXPERTS EN  
EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E Lyon)

Lettre trimestrielle n°13 – 3<sup>ème</sup> trimestre 2014

Sommaire :

- Edito du Président  
**Page 1**
- A propos de ce  
numéro ...  
**Page 2**
- La détermination du  
Goodwill, une revue  
des bonnes pratiques  
**Page 3**
- Une fable de bonne  
volonté, ou  
l'illustration au cas de  
l'évaluation d'un  
vignoble  
**Page 13**
- Entretien avec Bertrand  
Manet  
**Page 19**

Edito du Président,

*L'association A3E souhaite apporter sa contribution à la réflexion, afin de rappeler les fondamentaux de la démarche d'évaluation, de développer et d'homogénéiser les bonnes pratiques, et de diffuser les résultats des différentes études et enquêtes qu'elle réalise depuis de nombreuses années.*

*L'objectif des lettres trimestrielles est de partager certaines réflexions autour d'un thème qui servira de fil conducteur pour chaque numéro.*

La mise en oeuvre des méthodes de valorisation dites globales (ex : méthodes des multiples, des DCF,...) ont l'inconvénient de considérer que la valeur de l'entreprise est directement et uniquement liée aux flux /rentabilité générés, en perdant souvent de vue la valeur de son patrimoine, et /ou celle de ses actifs immatériels.

Il est un fait que les valeurs globales sont plus simples à déterminer / gérer dans une logique purement de prix / d'investisseur financier, créant une confusion des genres (« la valeur est le prix qu'un tiers est prêt à investir dans l'entreprise à une date donnée »).

Différents échanges au sein de l'association ont conduit à se poser des questions sur la justification / cohérence des écarts entre les capitaux propres de l'entreprise et les valeurs globales (goodwill implicite) et plus généralement entre les valeurs globales et les valeurs patrimoniales.

Notre réflexion nous a amené à nous repencher sur la méthode de la rente du goodwill, que nous considérons comme un compromis intéressant entre la méthode des DCF et une méthode patrimoniale simple (actif net corrigé). Cette méthode amène en effet à se poser des questions pertinentes, d'une part sur la consistance du patrimoine, et d'autre part sur le calcul de la rente (écart entre la rentabilité attendue et la rentabilité réelle), qui repose en grande partie sur l'analyse des actifs immatériels.

Du point de vue du chef d'entreprise, la compréhension des écarts entre les méthodes globales et patrimoniales peut amener dans certains cas à repenser sa stratégie de cession, comme illustré dans un article présenté dans ce numéro.

Nous vous présentons dans cet article la synthèse des travaux du groupe de travail sur la méthode de la rente du goodwill, complétée par une illustration très pertinente des enjeux au cas de l'évaluation des vignobles,..., et par un débat contradictoire avec le point de vue du financier. Vous pourrez notamment constater que la poésie peu aller de pair avec les formules.

*Christophe VELUT – Président A3E Lyon*

Comité de Rédaction :

Eddy BLOY, Edouard CHASTENET, Julien HERENBERG, Bertrand MANET, Alain MARION,  
Christophe VELUT.

*La lettre présente les réflexions des membres de l'association sur des thèmes liés à l'évaluation. Les articles insérés dans cette lettre sont le fruit de l'étude d'un groupe de travail ou de leur(s) auteur(s) intervenant à titre personnel. Elles ne sauraient engager l'association A3E ni les sociétés mentionnées dans cette lettre, en aucune manière.*

## A propos de ce numéro ...

---

**Eddy Bloy, Vice Président A3E**

Il serait faux d'affirmer que la préoccupation de l'immatériel est un champ d'études récent des évaluateurs. On serait presque tenté de dire que l'intégration de l'incorporel dans la valeur est aussi ancienne que les réflexions sur la valeur de l'entreprise, qu'il s'agisse du monde académique ou du monde professionnel.

Alors pourquoi ajouter une réflexion supplémentaire à un *corpus* déjà abondant ?

Notre propos n'est pas de révolutionner la conceptualisation de l'approche mais, dans la mesure où nous pouvons être une force de proposition dans un cadre professionnel, de faire avancer la réflexion sur les bonnes pratiques dans la mise en œuvre d'une méthode largement reconnue : la capitalisation où la sommation d'une rente de goodwill.

Si la méthode est connue de tous les évaluateurs, sa mise en œuvre nous est apparue relever de pratiques extrêmement dispersées. Nous avons considéré que constituer un groupe dédié à ces pratiques en vue d'une unification et d'une rationalisation était opportun.

**Le premier article de cette lettre** est une synthèse du rapport délivré par le groupe auquel ont participé activement les membres A3E suivants :

- Olivier ARTHAUD (GVGM), Eddy BLOY, Olivier CHRETIEN (Expertises GALTIER), Rémy PALIARD (EM Lyon et ValoConsult), Christophe VELUT (ORFIS BAKER TILLY).

Ce groupe est grandement redevable à Rémy PALIARD qui, grâce à ses simulations et à un œil neuf porté sur l'approche, a beaucoup contribué à la réflexion. Nous rappelons que l'intégralité de ce rapport est disponible sur le site de l'association.

**Dans un deuxième article**, il nous fait part de son expérimentation de la méthode dans une formalisation qui montre que les financiers peuvent avoir des préoccupations littéraires et faire preuve d'humour, en mettant en scène la logique du goodwill dans une petite fable introductive.

Clairement, ces deux articles mettent l'accent sur l'intérêt porté à la pratique de la rente de goodwill par les évaluateurs indépendants. Il est apparu utile, pour faire contrepoint à ces préoccupations, de rapporter le point de vue d'un professionnel engagé dans la transaction d'entreprises.

C'est ainsi que le point de vue de Bertrand MANET, qui relativise l'intérêt de cette méthode dans le cadre d'une activité axée sur la pertinence d'un prix pour un éventuel acheteur. Néanmoins, la conclusion de l'entretien n'est pas sans alerter notre communauté sur les risques que peut susciter un recours exclusif à des méthodes qui n'isolent pas la part contributive de l'incorporel à la valeur.

## La détermination du Goodwill : une revue des bonnes pratiques

---

### **E.BLOY : rapporteur du groupe de travail sur le Goodwill, Vice Président A3E**

L'Association a souhaité faire un point sur les modalités de calcul du Goodwill, élément auquel il est souvent fait référence mais sur lequel pèsent nombre d'imprécisions que ce soit dans la définition comme dans la mesure. A cette fin, l'Association a constitué un groupe de travail qui a rédigé un rapport que l'on pourra trouver en ligne sur le site de l'A3E. Les développements contenus dans cet article sont une synthèse du contenu de ce rapport qui, nous l'espérons, incitera à consulter l'intégralité des réflexions.

### **1. L'intégration du Goodwill dans la valeur**

---

La prise en compte du Goodwill se fait dans le contexte d'une évaluation patrimoniale. Celle-ci consiste, rappelons-le, à réévaluer les actifs immobilisés (dans des cas très particuliers, les stocks également) afin de dégager des plus-values qui s'ajouteront à l'actif ou l'actif net comptable, pour aboutir à une valeur d'entreprise ou une valeur des titres, selon les cas.

**Les valeurs de l'actif réévalué ou de l'actif net réévalué sont des valeurs patrimoniales *stricto sensu*. Le goodwill viendra les augmenter d'une valeur d'incorporel qui n'est pas explicitement recensée dans le bilan.**

### **2. Le contenu de la notion de Goodwill**

---

Le goodwill a pour vocation de mesurer des valeurs d'incorporels non identifiables et non séparables. Autrement dit, le Goodwill est une masse de valeur qui naît de l'aménagement des interrelations existant entre tous les éléments d'actifs d'exploitation dans le contexte particulier d'une entreprise et de son environnement propre.

Le goodwill est souvent pris à tort comme synonyme de fonds de commerce au sens français du terme. Or, le fonds de commerce, dans son acception française, est une universalité juridique qui comprend aussi bien des éléments incorporels que corporels, alors que le goodwill est purement d'essence incorporelle. En revanche, le goodwill se rapproche davantage de la notion juridique française de fonds commercial.

### **3. L'intérêt de la méthode**

---

**En premier lieu**, par construction si l'on peut dire, cette méthode d'évaluation permet de faire apparaître explicitement la valeur de l'incorporel et son poids au regard des capitaux propres de l'entreprise, ce que ne font pas les méthodes dites globales telles que les cash flows actualisés (DCF) ou les multiples. Elle autorise ainsi une vision analytique de la valeur. Le groupe a souligné que cette manière de « construire la valeur » est, en général, bien perçue par les clients qui retrouvent dans cette approche leur propre expérience de terrain.

*En deuxième lieu* et, corrélativement, cette méthode est bien adaptée à l'évaluation des PME dans la mesure où, dans ce type d'entreprise, les enjeux patrimoniaux sont souvent mis en évidence. En déclinant la valeur de l'entreprise en fonction des éléments de patrimoine, elle permet aux dirigeants de voir quels sont ceux qui sont véritablement inducteurs de valeur.

*En troisième lieu*, elle conduit l'évaluateur et les dirigeants à se poser les bonnes questions sur les éléments constitutifs de la valeur de l'incorporel et sur leur pérennité. On est ainsi amené à s'interroger sur la fidélité de la clientèle, le taux de renouvellement des produits, l'existence d'avantages compétitifs sur tel ou tel marché etc.... Au total cette méthode ouvre un questionnement sur le modèle d'affaire de l'entreprise, son aptitude à créer de la valeur et sa pérennité.

Le groupe a mis l'accent sur la bonne adaptation de cette méthode à l'évaluation de la PME familiale mature. On peut être plus réservé sur son application dans le cadre d'entreprises jeunes, donc peu dotées patrimonieusement.

On peut être également plus hésitant pour les grosses entités même si on peut souligner que cette méthode est implicitement recommandée par l'AMF dans certains cas à titre de vérification (au travers des comparaisons entre les valeurs déterminées selon des méthodes globales et celles déterminées par rapport aux actifs nets réévalués).

Enfin cette approche, consistant à extérioriser les immatériels inducteurs de valeur, rejoint une procédure comptable et fiscale bien connue et devenue essentielle à savoir l'allocation du prix d'acquisition. C'est à l'occasion de ce type d'exercice que les évaluateurs valorisent des actifs immatériels telles que des relations clientèles, des contrats avantageux etc...notamment par l'approche du « Multi Period Excess Earnings ». Cette dernière n'est en réalité rien de plus qu'un dérivé de la méthode du surprofit encore appelée rente de goodwill.

#### 4. Les logiques de la méthode

---

On doit calculer, *en premier lieu*, une rente de goodwill. Celle-ci est censée représenter le supplément de rentabilité qui provient des éléments incorporels de l'entreprise, qu'ils figurent au bilan ou non.

*En deuxième lieu*, cette rente ayant été déterminée, le goodwill est évalué :

- **soit** par capitalisation de cette rente supposée constante (modèle d'évaluation à l'infini),
- **soit** par une somme actualisée de rentes de goodwill prévisionnelles auxquelles peut être ajoutée une valeur terminale,
- **soit** par une somme actualisée de rentes de goodwill prévisionnelles sans adjonction d'une valeur terminale et l'on parle alors de rente abrégée de goodwill.

## 5. Les formalisations du calcul de la rente de Goodwill

---

La rente de goodwill peut être calculée selon deux approches :

- en se fondant sur la rémunération des capitaux propres,
- en se fondant sur la rémunération des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation.

### 5.1. Formalisation fondée sur la rémunération des capitaux propres

L'expression de la rente de goodwill, dans ce cas, est la suivante :

$$RGW=B-kcp*CP$$

Où

- B représente le résultat courant de l'entreprise après impôt,
- kcp la rémunération attendue des capitaux propres,
- CP les capitaux propres réévalués après élimination de tout goodwill, fonds commercial, mali technique comptabilisé.

### 5.2. Formalisation fondée sur les capitaux propres nécessaires à l'exploitation

La rente de goodwill se présente comme suit :

$$RGW=RE-k*CPNE$$

où

- RE représente le résultat d'exploitation après impôt,
- k la rémunération attendue des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation,
- CPNE les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation.

Remarque : il est important, dans les 2 méthodes, de ne pas intégrer dans le calcul, ni au niveau du résultat, ni au niveau des capitaux, l'impact des actifs hors exploitation. Ceux-ci sont en effet valorisés au niveau de l'actif net réévalué auquel est rajoutée la rente du goodwill.

### 5.3. Quelle méthode choisir ?

**Après réflexion, l'ensemble des membres du groupe a convenu qu'il fallait privilégier l'approche par les CPNE.**

La raison essentielle qui a conduit à ce choix réside dans la nécessité d'avoir un calcul de rente de goodwill qui soit peu sensible au choix d'une politique financière. Il est clair que la méthode fondée sur les capitaux propres est particulièrement sensible à certains éléments, comme la politique de distribution de dividendes. Or, ce choix financier n'a pas à interférer avec la détermination de la valeur d'incorporel de l'entreprise.

En cohérence avec ce choix, il va de soit que les développements qui vont suivre, consacrés aux pratiques à mettre en vigueur, seront centrés uniquement sur la méthode des CPNE.

## **6. Les réflexions concernant le calcul de la rente de Goodwill**

---

### ***6.1. Les modalités de calcul du résultat***

Le résultat d'exploitation utilisé pour établir une rente constante ou le point de départ d'une prévision, doit être un résultat retraité. Les retraitements qu'il y a lieu d'envisager sont les mêmes que ceux mis en œuvre dans le cadre d'une évaluation financière fondée sur les multiples, à savoir et la liste n'est peut être pas exhaustive :

❖ **Dans le cadre des charges d'exploitation, sont à retraiter éventuellement :**

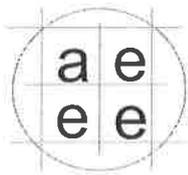
- Les salaires des dirigeants, pour les ramener à un niveau compatible avec la taille et la technicité du métier de l'entreprise,
- Les charges de crédit bail pour en exclure les frais financiers,
- Les loyers des SCI familiales pour les ramener au niveau du marché,
- Les redevances de gestion éventuellement facturées par une « holding active »,
- Les produits et charges liés à des actifs / passifs hors exploitation,
- Les produits et charges non récurrents / inhabituels.

❖ Les dotations peuvent éventuellement faire l'objet d'un retraitement si elles apparaissent en décalage avec la réalité économique et/ou financière de l'entreprise. Encore que, comme nous le verrons ultérieurement, d'autres modalités de traitement peuvent être envisagées.

La prise en compte du crédit d'impôt recherche et du CICE doivent faire l'objet d'un traitement au cas par cas. En tout état de cause, ces éléments ne devraient pas être pris en compte dans le résultat utilisé pour la détermination d'une valeur terminale, compte tenu des textes actuels.

### ***6.2. La détermination des CPNE***

Nous rappelons qu'une partie de ces capitaux devront être préalablement réévalués. Nous n'aborderons pas ici le choix des techniques de réévaluation. Nous discuterons uniquement du contenu de cette masse de capitaux avant d'aborder le choix des éléments à réévaluer.



*6.2.1. Quel est le contenu des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation ?*

Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation comprennent :

- les immobilisations d'exploitation réévaluées,
- le besoin en fonds de roulement d'exploitation structurel.

On ne doit donc retenir que les besoins de financement qui sont strictement nécessaires à l'exploitation.

**On doit garder à l'esprit que la pratique de la plupart des évaluateurs est d'exclure les actifs incorporels du champ des capitaux à rémunérer. En effet, il leur apparaît que, dans la mesure où la rente de goodwill constitue la base d'évaluation des incorporels, cette rente ne doit pas prendre en compte la rémunération de ce type d'actifs afin qu'elle puisse être significative de leur contribution à la rentabilité de l'entreprise. Cette règle doit être nuancée par de nombreuses exceptions.**

Ne sont ainsi pas exclus les éléments suivants :

- les incorporels amortissables tels que les programmes informatiques,
- les incorporels qui doivent ou peuvent faire l'objet d'une évaluation par une méthode spécifique : droit au bail, brevets, licences, marques et la liste n'est sûrement pas exhaustive.

**En réalité, seul le fonds de commerce ou, devrions nous dire, le « fonds commercial » au sens juridique du terme, pose problème quand il est inscrit au bilan. Nous traiterons spécifiquement de ce problème plus loin.**

*6.2.2. Quels actifs est-il usuel de réévaluer ?*

Les actifs qui suscitent les plus fréquemment une réévaluation sont les actifs fonciers et immobiliers. Le groupe attire l'attention sur les conséquences de ces réévaluations, parfois substantielles, sur le niveau de la rente de goodwill. Une forte réévaluation peut avoir pour conséquence de rendre la rente négative.

On peut également être amené à réévaluer les matériels dans les cas où :

- il y a un sous amortissement ou un sur amortissement manifeste eu égard à la durée de vie industrielle des matériels,
- des matériels acquis en crédit bail figurent au bilan pour une valeur de reprise faible alors qu'ils ont manifestement une valeur marchande conséquente.

La réévaluation de l'immobilier ou du foncier pose un problème tout particulier dans la mesure où sa réévaluation est liée à des facteurs qui ne sont pas nécessairement en cohérence avec leur condition d'exploitation économique. Autrement dit, on va exiger des CPNE à forte composante immobilière ou foncière des taux de rémunération qui ne sont pas en cohérence avec la nature des biens qui le composent.

Une solution de rechange proposée est de sortir ces biens des CPNE, de les évaluer spécifiquement et d'introduire un loyer de marché « théorique » dans le calcul du revenu d'exploitation, et d'appliquer aux capitaux restants un taux de rémunération « normal ». Cette proposition pourrait d'ailleurs être étendue à certains matériels spécifiques.

### *6.2.3. Inclusion ou exclusion du fonds commercial dans les capitaux à rémunérer*

D'abord, on doit noter, comme il a été rappelé précédemment, que cette position de principe souffre, dans la pratique actuelle de nombreuses exceptions.

La question se pose donc lorsqu'il existe une ligne, appelée de façon impropre « fonds de commerce » dans le bilan et/ou d'autres actifs incorporels qui n'ont pas un caractère séparable.

On peut contester la nécessité de cette exclusion en soulignant deux points :

- un fonds commercial qui figure dans le bilan a été payé sous une forme ou sous une autre, il s'agit donc bien d'un élément qu'il convient de rémunérer.
- par ailleurs, le goodwill est une notion d'incorporel qui met en jeu l'ensemble des interactions des éléments d'actifs dans le cadre d'un aménagement déterminé de ces actifs par des dirigeants. A ce titre, la valeur de goodwill déterminée par la méthode qui nous occupe aurait vocation à rester sur une ligne isolée sans se préoccuper de son imputation.

On peut souligner, cependant, que l'approche par la rente du goodwill constitue un moyen de tester la valeur du fonds commercial comptabilisé par la mesure, a posteriori, du surprofit de l'entreprise expliqué par la stratégie d'origine lors de l'acquisition d'une activité. Sous cet angle, on peut alors dire que la rente du goodwill cherche à mesurer la valeur de remplacement du fonds commercial présent à l'actif. Retenir cet incorporel dans les CPNE reviendrait à inclure l'élément à mesurer dans son propre mode de détermination.

Le choix de l'une ou l'autre méthode impacte significativement le résultat.

R.PALIARD a proposé des simulations qui mettent en évidence les écarts entre les deux solutions.

**Il apparaît que si l'on est amené à faire le calcul du goodwill par la méthode d'une rente abrégée, y compris en tenant compte d'une valeur terminale, les deux méthodes ne fournissent pas le même résultat. La valeur trouvée en incluant le fonds de commerce est inférieure à celle trouvée en l'excluant.**

**En revanche, si l'on raisonne sur un modèle de capitalisation, c'est à dire sur une rente à l'infini, l'inclusion ou l'exclusion du fonds de commerce est sans incidence sur le résultat, à condition, bien sûr, que le taux de capitalisation retenu corresponde au taux de rémunération des capitaux permanents.**

## **7. Le taux de rémunération des capitaux investis**

---

La rémunération des capitaux engagés devrait être fixée au niveau du coût moyen pondéré des fonds. En effet, dans la mesure où ce dernier représente la rentabilité espérée de l'actif d'exploitation par la communauté des investisseurs, il est clair que son utilisation ne peut être que fortement recommandée pour le calcul de la rente de goodwill puisque les capitaux engagés sont représentatifs de la valeur des fonds immobilisés dans l'exploitation de l'entreprise.

**En tout état de cause, il est une erreur que l'on trouve encore fréquemment, que ce soit dans des ouvrages ou dans des rapports : l'utilisation d'un taux sans risque comme taux normatif de rémunération des capitaux engagés. Cet usage doit être fortement dénoncé, car il est un véritable non sens économique d'une part, et qu'il conduit à une forte surévaluation de la rente de goodwill donc de la valeur d'incorporel d'autre part.**

## **8. Le passage de la rente de Goodwill à la valeur du Goodwill : Rente capitalisée ou rente abrégée ?**

---

### ***8.1. Modèle de capitalisation***

Dans le cadre d'une méthode de capitalisation, on raisonne :

- sur une rente constante,
- sur une période infinie.

La pratique des évaluateurs conduit souvent à déterminer la valeur du Goodwill en appliquant à la rente constante un coefficient multiplicateur compris entre 3 et 8. Le choix est évidemment conditionné par l'analyse que fait l'évaluateur du caractère plus ou moins volatil des éléments incorporels.

Cela correspond à un taux de capitalisation implicite compris entre 33% et 12,5%. Cette approche est évidemment pour le moins pragmatique.

Une autre manière d'aborder la question est de considérer que le coefficient multiplicateur doit être l'inverse du taux de rémunération des capitaux investis, donc l'inverse du coût moyen pondéré des fonds. La valeur du goodwill est alors :

$$GW = RGW/k, \text{ avec un multiple } de \textit{facto} \text{ de } 1/k$$

Si ce choix paraît plus raisonné, il conduit, à coup sûr, à des multiples beaucoup plus élevés que ceux qui sont habituellement utilisés (fréquemment compris entre 8 et 10).

## 8.2. Le modèle de rente abrégée

### 8.2.1. Formalisation du modèle

Il est l'exact opposé du précédent. Dans cette perspective, on présume que :

- les incorporels ont une durée limitée dans le temps,
- que la rente est variable sur la période de temps envisagée pour le calcul,
- que la rente est nulle en fin de période.

Dans ces conditions, la valeur du goodwill peut s'exprimer comme suit :

$$GW = \sum \frac{(RE_t - k * CPNE_t)}{(1+k)^t}$$

Si l'on veut que la rente soit nulle en fin de période, cela implique que la rentabilité des capitaux investis dans l'entreprise rejoigne progressivement le niveau de la rémunération attendu par les investisseurs.

Pour aboutir à ce résultat, il faut prévoir un « amortissement » du taux de rentabilité sur capitaux engagés dans l'entreprise sur la période de calcul. On peut mettre en place un système d'amortissement linéaire qui, dans la plupart des cas, convient parfaitement.

**Notons que certains auteurs préconisent de maintenir les capitaux engagés constants. Sauf exception, le groupe de travail ne partage pas cette conception.**

### 8.2.2. Le choix du taux d'actualisation

Deux positions se sont dessinées au sein du groupe de travail :

- **une position majoritaire** préconise de retenir le coût moyen pondéré des fonds. Autrement dit le taux de rémunération des capitaux et le taux d'actualisation seraient identiques.

- **l'autre position met en en avant le fait que la volatilité de l'incorporel peut exiger un taux d'actualisation tel que le coût des capitaux propres.** Il est vrai qu'une telle pratique revient à supposer que le financement des incorporels ne peut se faire que sur la base de ressources propres, ce qui est clairement en contradiction avec le principe de base de la théorie financière qui veut que les ressources de financement ne soient pas affectées. Mais on peut également objecter que, *de facto*, le financement des incorporels relèvent souvent d'une logique de capitaux propres. Cette situation peut être perçue notamment dans le cadre du développement d'une activité nouvelle, par essence génératrice d'incorporels, où il est difficile de trouver des financements par dettes.

### 8.3. Autres modèles

On peut indiquer ici la présence de deux autres modèles :

- **Une première alternative** consiste à considérer que le taux de marge de l'entreprise et non son taux de rentabilité doit rejoindre progressivement le taux de marge sectoriel. Cela ne donne pas nécessairement une rente nulle en fin de période. Dans ce cas, il nous semble que la logique est d'envisager la présence d'une valeur terminale. On est donc dans un calcul de goodwill fondé sur une hypothèse de durée infinie identique à celle de la rente constante mais selon des modalités différentes.

*On peut également, dans le cadre de cette méthode, faire l'hypothèse, qu'à partir de l'année N (fin de la période de lisibilité), le taux de marge décroît jusqu'au moment où la rente est nulle. La valeur terminale est alors calculée sur une période finie et l'on revient à un calcul sur une période finie.*

- **Une deuxième alternative** consiste à pratiquer l'amortissement du goodwill. Dans ces conditions, la rente de goodwill peut s'écrire :

$$RGW=RE-kCE-GW/N$$

Où  $GW/N$  représente l'amortissement annuel de l'incorporel sur un horizon de N années. La valeur du Goodwill est la somme actualisée de cette rente constante sur la période d'amortissement

Il s'agit d'un modèle qui rentre dans la catégorie des rentes abrégées avec cet avantage que l'on est certain qu'à l'issue de la période de calcul, la valeur du goodwill est nulle tout simplement ...parce qu'on l'a décidé !

### Quelques éléments de conclusion

On ne peut établir *a priori* qu'un des modèles est plus performant que l'autre. La question se doit d'être posée au cas par cas.

Une entreprise peu risquée, positionnée sur un marché de niche avec peu de croissance pourra voir son incorporel être évalué sur la base d'une rente constante, donc sur la base d'un modèle de capitalisation.

Inversement, une entreprise dont les paramètres de marché indiquent clairement qu'elle ne peut maintenir une position de sur rentabilité par rapport à sa concurrence doit faire l'objet d'un traitement par la méthode de la rente abrégée.

Il faut se poser la question de la durabilité de la rente de goodwill sur une longue période et se poser ce genre de question revient à interroger la nature même de la rente de goodwill :

- Si l'on considère la rente de goodwill comme une rente « ricardienne » *stricto sensu*, c'est à dire comme un supplément de rentabilité qui découle d'une position opportuniste à un moment donné, alors il est clair que la rente de goodwill est destinée à disparaître, et l'on doit déterminer la durée de persistance des facteurs qui la génère. Mais on peut aussi constater que la rente de goodwill est le produit de véritables capitaux incorporels qui ont vocation à perdurer sans qu'il ne soit véritablement possible de fixer un terme à leur durée de vie.

Autrement dit, on peut se demander si, dans certaines entreprises, notamment eu égard à un contexte sectoriel particulier, il n'existe pas des actifs qui ont vocation à être « cultivés » en produisant une rentabilité durablement supérieure aux standards attendus par les investisseurs. Il faut donc recourir, dans ces cas, à des modèles fondés sur des rentes infinies.

**L'illustration de la méthode patrimoniale dans le cadre de l'évaluation d'un vignoble, en 2 parties :**

**Rémy Paliard, EM Lyon et Gérant ValoConsult**

*L'illustration par la poésie.....*

---

**Une fable de bonne volonté**

---

**Le vigneron et le notaire**

*Il n'est pas que divin liquide  
Pour enrichir le vigneron  
Et le solide a bien sa part  
Dans la valeur de ses avoirs.*

Nous parlons là d'un paysan  
Qui fut un jour voir son notaire  
Pour préparer son testament :  
Il n'est jamais trop tôt pour bien faire !

En chemin, se demandant  
Comment diable il pourrait faire  
Pour ne léser aucun enfant :  
- A l'un les vaches et la pâture ?  
- A l'autre, terres à blés et moulin ?  
- Au troisième la vigne et le vin ?

Icel aurait bien la vie dure,  
Tant il est vrai que le raisin  
Ne paie pas bien ce qu'on endure.

Mais en la quiétude de l'étude  
Ce fut un tout autre discours !  
« Votre puyné a la belle part :  
« Les terres sur lesquelles il s'échine  
« Vaudront de l'or s'il s'en sépare.  
« Ma dernière vente d'une vigne  
« A payé dix fois sa surface en grain !  
« Mais, répondit notre bon père  
« Si le prix en est cher,  
« Le rapport en est faible.  
« S'il faut pour vivre vendre la vigne  
« J'imagine une bien triste fin !

Tout dépité, au sortir de l'Etude  
Il s'en ouvrit à l'échevin :  
Il le savait très fin,  
Et expert en partages.

« Ne sépare pas ton bien à l'aune des surfaces  
« Mais bien plutôt à la mesure des gains.  
« Que chacun donne aux autres :  
« Qui son content de grains  
« Qui ses besoins en lait  
« Et ton puyné bon vin.  
« Et, s'il faut un jour vendre du bien,  
« le moment venu, qu'ils partagent le gain.  
« Avec un peu de bonne volonté  
« Ils en seront tous satisfaits.

Ainsi fut fait. Et les voisins  
Admirèrent fort cet équilibre  
Entre l'avoir et le gain.  
La méthode traversa même la Manche  
Et son succès dedans cette isle  
Fit qu'on l'y baptisa « Goodwill »!

### *Après la poésie, la démonstration.....*

Dans ma tour d'ivoire académique, j'exécutais d'un slide les méthodes patrimoniales, jusqu'à ce qu'il me soit demandé de procéder à l'évaluation des actions d'un groupe familial dans le bordelais. Entre autres activités, cette famille exploitait un domaine réputé dans les Graves, acheté plusieurs décennies auparavant, pour un prix alors très raisonnable.

Lors du premier entretien avec le Président, celui-ci m'avait tout de suite indiqué son état d'esprit, au sujet de cette évaluation demandée par les actionnaires familiaux minoritaires : il estimait pour sa part être « le gestionnaire du patrimoine de ses petits-enfants ». A ce titre il n'entendait pas vendre le domaine, malgré sa rentabilité encore très faible, et les investissements qu'il fallait y consentir.

A la lumière des comptes du Groupe, une telle cession semblait pourtant une option pertinente, qui permettrait un désendettement bienvenu, et le financement de la croissance des autres activités, beaucoup plus rentables.

Afin d'éclairer complètement le Conseil d'Administration sur ce choix, et de compléter l'information de tous les actionnaires sur la valeur de leurs actions, il fut décidé de faire procéder à une évaluation du domaine par un expert foncier, afin de disposer d'une estimation du montant qu'il serait possible d'en retirer, en cas de cession.

Le domaine comportait 45 hectares de vignes, dont certaines récemment plantées, et exploitait en sus 30 hectares en fermage, pour le compte d'une congrégation. Il disposait, par ailleurs, des droits pour planter 15 hectares supplémentaires, droits que le gestionnaire du domaine prévoyait d'exercer dans les cinq prochaines années.

Bâtiments et chais avaient été récemment restaurés et agrandis, et aucun autre investissement que ceux nécessaires à la plantation ne serait à prévoir, pour faire face au surcroît d'activité lié à cette extension des surfaces.

Le tableau ci-dessous résume les principales hypothèses prévisionnelles<sup>1</sup>. L'évolution du prix moyen par équivalent bouteille résultait pour l'essentiel du nombre croissant d'hectares dont la vigne, arrivée à maturité, permettait enfin de produire le grand vin, qui était vendu au triple du prix du second vin produit en attendant.

Il reposait aussi sur le pari d'une amélioration de la note décernée par Parker, alors le plus souvent cantonnée à 90 – 92. On attendait beaucoup du nouvel œnologue !

---

<sup>1</sup> En fait la modélisation a été réalisée à l'époque sur un horizon beaucoup plus long, pour intégrer l'impact du vieillissement des vignes. Les chiffres ci-dessus, sont simplifiés pour faciliter la compréhension des enjeux, et par souci de confidentialité, tout en respectant les ordres de grandeur de la situation réelle.

	N-1	N	N+1	N+2	N+3	N+4
Nombre d'hectares (dont 30 en fermage)	75	78	81	84	87	90
Prix moyen par équivalent bouteille	11,6	12,2	12,8	13,4	14,0	14,7
<b>Chiffre d'affaires en k€</b>	<b>4 813</b>	<b>5 243</b>	<b>5 704</b>	<b>6 195</b>	<b>6 721</b>	<b>7 281</b>
Coûts variables de production	2 760	2 928	3 101	3 280	3 466	3 657
Coûts fixes "admin et vente"	1 050	1 103	1 158	1 215	1 274	1 335
Dotations aux amortissements	400	424	449	475	502	530
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>603</b>	<b>788</b>	<b>995</b>	<b>1 225</b>	<b>1 479</b>	<b>1 760</b>
<b>Taux de marge opérationnelle</b>	<b>12,5%</b>	<b>15,0%</b>	<b>17,4%</b>	<b>19,8%</b>	<b>22,0%</b>	<b>24,2%</b>
Investissements		640	664	689	715	742
Immobilisations nettes	5 100	5 316	5 531	5 745	5 958	6 170
BFR	5 500	5 692	5 882	6 070	6 256	6 438
<b>Capitaux Engagés</b>	<b>10 600</b>	<b>11 008</b>	<b>11 413</b>	<b>11 815</b>	<b>12 213</b>	<b>12 608</b>
Rotation des Capitaux	0,45	0,48	0,50	0,52	0,55	0,58
<b>RCE avant impôt</b>	<b>5,7%</b>	<b>7,2%</b>	<b>8,7%</b>	<b>10,4%</b>	<b>12,1%</b>	<b>14,0%</b>

Sur la base de ces hypothèses, d'un Cmpr de 6,5%, et d'un taux de croissance à long terme de 3% intégrant une stabilisation des volumes mais une persistance du potentiel de hausse des prix lié au vieillissement des vignes et donc à la proportion croissante de grands vins dans la production totale, la valorisation du Domaine par les flux se montait à environ 20 millions d'Euros.

VALORISATION PAR LES FLUX	N-1	N	N+1	N+2	N+3	N+4	Normatif
NOPAT		525	663	816	986	1 173	1 208
+ Dotation amortissements		424	449	475	502	530	546
- Variation du BFR		192	190	188	185	183	193
- Investissements		640	664	689	715	742	731
= Free cash flow		117	258	415	588	778	830
Coefficients d'actualisation, à:	6,5%	1,000	0,939	0,882	0,828	0,777	
DCF	1 817	117	242	366	486	605	
Valeur Terminale, avec g =					3,0%	23 714	
VAN de la Valeur Terminale	18 433				VT/EBITDAx:	10,4	
<b>Valeur d'Entreprise</b>	<b>20 250</b>	soit EBITDAx	20,2				
		et VE/CE	1,91				

Selon les standards habituels, cette valorisation peut paraître plutôt élevée : le multiple d'EBITDA est de plus de 20 au moment de la valorisation, et de plus de 10 pour la valeur terminale. Et les capitaux engagés sont valorisés près de deux fois.

Mais la valeur attribuée au domaine par l'expert viticole était bien supérieure, avec un total de 32 millions d'Euros, dont 21,4 M€ de réévaluation, en quasi-totalité sur les hectares de vigne. Cela valorisait l'hectare à 542 k€ ! L'expert s'était basé sur des transactions sur les crus bourgeois du bordelais, au cours des trois années précédentes, et avait souligné la croissance régulière du prix des vignobles dans la région, de plus de 4% par an, depuis 20 ans.

Cependant, sur la base des capitaux réévalués à 32 M€, la rente du goodwill s'avérait négative pendant toute la durée de prévisions détaillées, comme le montre le tableau ci-après. En faisant l'hypothèse que ce badwill allait se réduire progressivement ultérieurement, au même rythme auquel il était prévu qu'il décroisse pendant les 5 ans du Business Plan, la valorisation par la rente du goodwill était très proche de celle obtenue par les flux.

APPROCHE GOODWILL	N-1	N	N+1	N+2	N+3	N+4	Normatif
Réévaluation des actifs	<b>21 400</b>						
Capitaux engagés réévalués	32 000	32 408	32 813	33 215	33 613	34 008	
NOPAT Attendu, au taux de :	<b>6,5%</b>	2 080	2 107	2 133	2 159	2 185	2 211
NOPAT prévu		525	663	816	986	1 173	1 208
Rente du goodwill		-1 555	-1 443	-1 316	-1 173	-1 012	<b>-1 002</b>
Coefficients d'actualisation, à:	<b>6,5%</b>	1,000	0,939	0,882	0,828	0,777	
Valeur actuelle de la rente	-5 828	-1 555	-1 355	-1 161	-971	-787	
Valeur Terminale, avec taux de décroissance du badwill selon son CAGR de N à N+4					<b>-8,4%</b>	-6 725	
VAN du Badwill terminal	-5 227				VT réévaluée	27 284	
<b>BADWILL</b>	<b>-11 055</b>				VT/EBITDAx:	11,9	
<b>VALEUR DU DOMAINE</b>	<b>20 945</b>	soit EBITDAx	20,9				
		et VE/CE	2,0				

L'utilisation d'une rente abrégée n'était pas pertinente dans le contexte de cette valorisation, puisque le dirigeant n'envisageait pas la cession du domaine.

Une approche plus simple, à l'anglo-saxonne, avec une rente infinie stabilisée au niveau de celle attendue en année N, de - 1 555 k€, aurait conduit à un Badwill de 23,9M€ et à une valorisation très faible du domaine, de 8,1 M€ !

En revanche, en faisant l'hypothèse, somme toute raisonnable, que la rente devait décroître progressivement avec l'amélioration de la rentabilité liée à l'accroissement des surfaces plantées et le vieillissement des vignes, on pouvait obtenir une valorisation similaire à celle obtenue par les flux. Il fallait pour cela que la rente du badwill décroisse de 7% par an.

Une dernière piste explorée, pour éclairer la valorisation et le choix de conserver ou céder le domaine, a été celle d'une cession de celui-ci ultérieurement, par exemple une fois fini le programme de plantation, qui permettrait de maximiser la valeur vénale.

Le tableau ci-dessous détaille les conditions de revalorisation des actifs du domaine, avec les investissements estimés précédemment, et une hypothèse d'évolution du prix de vignobles maintenue à 4% par an :

VALORISATION des actifs	N-1	N	N+1	N+2	N+3	N+4
Valeur nette des vignes	3 000	3 320	3 652	3 997	4 355	4 726
Valeur nette des équipements	2 100	1 996	1 878	1 748	1 603	1 444
Valeur vénale des vignes	24 400					
Valeur de l'hectare de vigne k€	542	564	586	610	634	660
Valeur vénale des vignes	24 400	27 068	29 910	32 936	36 156	39 582
Goodwill	21 400	23 748	26 258	28 939	31 802	34 856
Capitaux engagés comptables	10 600	11 008	11 413	11 815	12 213	12 608
Estimation de la valeur vénale	32 000	34 756	37 671	40 754	44 015	47 464

En utilisant la valeur vénale en N+4 comme valeur Terminale dans l'évaluation par les flux, soit 47,5 M€ au lieu des 23,7 M€ calculés plus haut, on obtenait une valorisation du domaine à la fin de N-1 de 38,7 M€, soit près du double de celle obtenue par les flux ou la rente du goodwill.

VALORISATION PAR LES FLUX	N-1	N	N+1	N+2	N+3	N+4
NOPAT		525	663	816	986	1 173
+ Dotation amortissements		424	449	475	502	530
- Variation du BFR		192	190	188	185	183
- Investissements		640	664	689	715	742
= Free cash flow		117	258	415	588	778
Coefficients d'actualisation, à:	6,5%	1,000	0,939	0,882	0,828	0,777
DCF	1 817	117	242	366	486	605
Valeur Terminale sur la base de la valeur patrimoniale en N+4						47 464
VAN de la Valeur Terminale	36 895				VT/EBITDax:	10,4
<b>Valeur d'Entreprise</b>	<b>38 712</b>	soit EBITDax	38,6			
		et VE/CE	3,65			

La conclusion s'imposait : au prix où se vendaient les vignobles, il fallait continuer à investir pour augmenter au maximum les surfaces plantées, avant d'envisager une éventuelle cession !

Il n'y a pas que le bon vin qui prenne de la valeur avec l'âge, les domaines viticoles aussi !

## Entretien avec Bertrand Manet, Associé Gérant d'AFORGE DEGROOF Finance

---

**Bertrand Manet, Associé Gérant d'AFORGE DEGROOF Finance**

**Question : utilisez-vous une méthode d'évaluation formalisée du goodwill, type rente de goodwill ?**

---

**Réponse :**

On pratique essentiellement des évaluations dans lesquelles il n'y a pas de prise en compte explicite du goodwill. Nous n'utilisons pratiquement jamais une méthode mettant en jeu l'actif net réévalué.

Nous utilisons actuellement trois méthodes :

- une méthode de multiples dans le cadre de laquelle les multiples sont déterminés sur des bases analogiques. Les comparaisons peuvent relever de données boursières, auquel cas des décotes sont appliquées aux multiples moyens ou médians de l'échantillon, ou des données émanant de sociétés non cotées que l'on obtient à partir de bases de données dédiées,
- une méthode DCF quand on a des business plans,
- éventuellement, une méthode dite « LBO simplifié » qui est plus une méthode de cohérence et de faisabilité qu'une méthode de fixation d'une valeur de « base ». Elle consiste à déterminer un niveau d'endettement qui rend le service de la dette compatible avec les possibilités de l'entreprise et à structurer des fonds propres qui soient en cohérence avec les attentes des investisseurs en termes de TRI, dans les limites des leviers tolérés par le marché ce qui peut nécessiter une approche itérative.

Quand l'incorporel tient une place significative, on peut être amené à l'évaluer de façon spécifique. Ainsi, nous prendrons en compte des droits au bail dans une chaîne de distribution sélective de prêt à porter.

Dans certains autres cas, on ne tient pas compte du poids de ces actifs spécifiques. A titre d'exemple, dans le cadre d'une entreprise de distribution spécialisée différente de celle qui a été évoquée précédemment, la première évaluation avait été faite sur la base de méthodes financières. Puis, un actif net comptable réévalué prenant en compte la valeur des droits au bail a été déterminé. Le résultat de cette dernière évaluation s'est trouvée être beaucoup plus élevée que la valeur financière. Il se pose alors la question d'un arbitrage entre les deux méthodes, compte tenu de l'importance de l'écart.

Notre métier n'est pas la valorisation en tant que telle mais la valorisation en vue d'une transaction à un tiers. Dans le cas présent, on peut penser qu'une valorisation par l'ANR serait intrinsèquement plus exacte, mais si l'on ne trouve pas de clients, la méthode n'a pas d'intérêt dans la logique de notre métier.

Cependant, dans le cas que nous venons d'évoquer, la mise en œuvre de l'ANR n'est pas sans intérêt. Elle conforte l'idée que l'on pourrait récupérer tout ou partie de la valeur en cas d'évolution inopportune. Elle est un indicateur de valeur liquidative.

Au total, il y a peu d'activité où on va raisonner en termes d'ANR et de goodwill.

**Question : dans le cas des entreprises industrielles si l'on a des marques, des brevets, etc, est-ce qu'il y a une approche d'évaluation spécifique de ces actifs singuliers ?**

**Réponse :**

Non, parce que si l'on considère que ces actifs ont vraiment un rôle important dans l'exploitation, ils impactent la rentabilité globale de l'entreprise. En effet, ces actifs confèrent à l'entreprise une position privilégiée. Celle-ci pourra tirer de cette position une rentabilité supérieure à celle de ses concurrentes. Il en résulte tout naturellement que l'entreprise sera mieux valorisée que ses concurrentes, toutes choses restant égales par ailleurs.

On peut également intégrer ce supplément de valeur dans les multiples. En fait, on prend une prime de risque plus faible donc un taux de capitalisation plus faible, et l'on obtient un multiple plus élevé.

On peut encore analyser cette logique d'une autre façon. On évalue l'avantage compétitif résultant de ces actifs singuliers par une prime stratégique ou par une rente de rareté. On est en face d'un acteur qui a développé une position forte sur un marché. Donc soit l'acheteur potentiel va sur ce marché et il se posera la question du coût et du risque de cette démarche, soit il achète l'entreprise en mettant sur la table une prime en retenant un multiple qui tiendra compte de cette position privilégiée. Implicitement, on valorise donc un goodwill.

Pour illustrer mon propos, je prendrais l'exemple d'une entreprise de logiciels téléphoniques très spécialisés que nous avons vendue. Avant la vente, nous disposions d'un business plan prévoyant 7m€ de chiffre d'affaires et 1,5 m€ d'EBITDA. Au moment de la vente, on était très loin du business plan initial, puisque le CA était de 2 m€ et que l'on constatait une perte de 3 m€. Nous avons, néanmoins, réussi à vendre cette affaire 12 m€, c'est à dire 8 fois l'EBITDA du business plan initial. On est parvenu à conclure sur une telle valeur parce que l'acheteur considérait que l'entreprise cible portait un actif stratégique fondamental pour sa propre activité.

Une évaluation par une méthode classique type rente de goodwill n'aurait sans doute pas débouché sur une telle valorisation.

**Question : est-ce que l'incorporel surgit en tant que tel au cours de la négociation ?**

---

**Réponse :**

C'est nous qui l'évoquons, cela fait partie de notre métier de négociateur.

S'il y a des dépenses de R&D passées en charge pour minorer la rentabilité, on fait en sorte d'attirer l'attention sur ce point, et l'on va montrer qu'il y a une valeur d'incorporel sous-jacente du fait de cette minoration artificielle de la rentabilité.

Inversement, celui qui n'a pas de performance va jouer sur l'immobilisation des dépenses de R&D, et sur les amortissements de façon à conforter un niveau de rentabilité acceptable. Il faut, dans ces cas, être extrêmement attentif à ne pas faire apparaître des valeurs d'actifs incorporels qui seraient purement factices. C'est en cela que l'on doit se méfier de certaines méthodes d'évaluation des incorporels spécifiques, notamment celles qui sont fondées sur le coût de la recherche et développement.

**Question : dans les comptes consolidés où figurent des goodwills, ceux-ci sont-ils retraités ?**

---

**Réponse :**

Non, on ne les retraitera pas pour la simple raison que, comme je l'ai dit, on ne recourt pas à des évaluations spécifiquement patrimoniales. On est dans une approche prix plus que dans une approche de valeur. Le goodwill se retrouvera dans le prix qui sera supérieur à la moyenne des valorisations des sociétés concurrentes.

Eventuellement, dans le cas d'affaires « high tech » et, exceptionnellement, on pourrait songer à recourir à une méthode de l'actif net comptable réévalué sur la base d'une sommation des coûts de reconstitution de la recherche. Ce sera notamment le cas si les résultats ne permettent pas l'application d'une méthode de multiples. Dans les cas les plus fréquents, on préfère réévaluer les multiples. C'est ainsi que l'on peut aller jusqu'à 15 fois l'EBIT. Isoler la partie goodwill n'a pas nécessairement d'intérêt dans nos métiers.

**Question : est-ce que l'on ne se pose pas, parfois, la question de savoir quels actifs sont séparables, et donc peuvent faire l'objet éventuellement d'une évaluation séparée en vue d'une vente ultérieure ?**

---

**Réponse :**

Très rarement. La plupart du temps, on est dans une perspective de continuité d'exploitation, et donc ce type de question ne se pose pas.

Ce que l'on observe, plus fréquemment, c'est que l'acheteur éventuel est intéressé par une partie de l'activité de l'entreprise. Dans certains cas de figure, on peut être amené à vendre une branche complète d'activité, car on se rend compte que la vente globale de l'entreprise ne

serait pas intéressante dans la mesure où la survalorisation que l'on pourrait tirer de la branche stratégique ne compenserait pas la dépréciation que l'acheteur entend faire subir à la branche d'activité qui ne l'intéresse pas.

**Question : mais, *de facto*, dans ce cas, on se trouve devant une vente de fonds de commerce, est-ce que cela n'implique pas un recours à une méthode d'évaluation de type goodwill ?**

---

**Réponse :**

On est bien dans le cadre d'une vente de fonds de commerce. Notre approche d'évaluation repose alors principalement sur une logique de business plan de l'activité cédée sur la base de comptes *pro forma*. On a donc, dans ce cas, une approche typiquement DCF.

**Question : n'y a t-il pas des inconvénients à « oublier » bilan, capitaux propres et goodwill au profit de démarches purement financières?**

---

**Réponse :**

Il y a 25 ans, on avait clairement le souci de confronter le résultat que fournissait une méthode de multiples et le montant des capitaux propres éventuellement réévalués. En effet, si la valeur de multiple est supérieure à l'ANCR, il y a goodwill. De fait, au delà d'un certain écart entre la valeur résultant d'un multiple et celle des capitaux propres, les professionnels du financement refusaient de financer l'opération.

A titre de référence, il était rarement accepté qu'un goodwill représente plus d'une fois les capitaux propres.

Maintenant, il n'y a plus aucune référence au bilan. On n'a plus que des méthodes financières.

Or, on peut légitimement s'interroger sur les éventuels excès auxquels peuvent conduire cette absence de référence bilancielle.

Ainsi, nous avons vendu 30m€ une affaire qui réalisait 9m€ de chiffre d'affaire et dégagait un EBITDA 3m€, soit 10 fois l'EBITDA. Dans la mesure où les fonds propres étaient de l'ordre de 3m€ et, qu'en l'espèce aucune réévaluation ne se justifiait, on a un goodwill implicite de 27m€.

Certes, cette société fonde son activité sur des contrats à 5 ans et dégage une visibilité quasi parfaite sur 5 ans. On peut donc considérer que le goodwill trouve son explication dans cette visibilité qui, par contraste à la volatilité ambiante, apparaît particulièrement désirable. Clairement, il y a 25 ans, cette opération n'aurait pas trouvé de financeur sur la place.