VotrExpert

BOOSTEZ
VOTRE NOTORIÉTÉ

DÉVELOPPEZ VOTRE ACTIVITÉ
VALORISEZ VOTRE CABINET
FIDÉLISEZ VOS CLIENTS

Espace collaboratif
Newsletters
Annuaire
Revues
Base documentaire
Site internet
Flux d'actualité

Scannez ce QR Code

Programmez une démonstration avec notre conseillère spécialisée, **Mme Kheyyad** à **skheyyad@grouperf.com**

20226635

ÉVALUATION DES MULTIPLES DE TRANSACTIONS ET ENDETTEMENT NET FINANCIER

Grégoire Buisson, dirigeant fondateur, Epsilon Research
Julien Herenberg, expert-comptable et commissaire aux comptes. Associé dirigeant R & Berg Audit Finance. Membre du comité Évaluation du CNOEC
Olivier Arthaud, expert-comptable, commissaire aux comptes, Président du Comité Évaluation du CNOEC et vice-président de la CRCC de Lyon
Joëlle Lasry, expert-comptable, commissaire aux comptes, associée fondatrice de Lasry finance, membre du comité évaluation du CNOEC
Christophe Velut, expert-comptable/commissaire aux comptes, associé du cabinet Advolis Orfis, membre du Comité Évaluation du CNOEC et président de l'A3E

01. Rappels méthodologiques sur les multiples de transactions **PAGE 31**
02. La crise « Covid » a accentué la polarisation du marché et perturbé la lecture des indices **PAGE 32**
03. La crise « Covid » n'a pas modifié la tendance longue de hausse des prix **PAGE 38**
04. Vers un retournement du marché **PAGE 42**
05. Endettement net financier : rappel des grands principes **PAGE 44**
06. Endettement financier et trésorerie **PAGE 50**
07. Ajustements autres que ceux directement liés à l'endettement financier net **PAGE 56**
08. Les principaux pièges à éviter **PAGE 62**

Notre dossier propose un tour d'horizon des multiples d'évaluation, de leur utilisation dans l'évaluation des entreprises et des tendances à venir qui se dessinent d'ores et déjà. L'endettement net financier, élément essentiel dans l'évaluation, y est décrypté via des focus sur les ajustements de calculs à réaliser et les pièges à éviter.

L'un des ateliers de la Journée de l'Évaluation (JDE) du 15 novembre 2021 organisée par le CNOEC et la CNCC présentait l'évolution des multiples de transactions des sociétés non cotées dans un contexte de sortie présupposée de crise liée à la pandémie de Covid-19.

Au-delà de l'évolution de cet indice des prix, traduit sous forme de multiple d'EBITDA au cas particulier des études menées par Epsilon Research depuis 2004, les analyses étaient riches d'enseignements sur la manière de lire le marché et les causes d'une évolution à la hausse qui semblait contre-intuitive. Depuis, se sont ajoutées à la fragile sortie de crise sanitaire la guerre en Ukraine et une inflation méconnue depuis des décennies démarrant par la flambée des prix de l'énergie et des matières premières.

Nous tenterons donc d'analyser l'évolution des prix des sociétés non cotées depuis la crise « Covid », d'en déterminer les facteurs explicatifs et d'en comprendre l'impact sur les paramètres d'évaluation des entreprises aujourd'hui (parties 1 à 3 du dossier).

La rétrospective des constats de 2021 sera complétée par la présentation des tendances de fond récentes et la recherche d'explications d'ensemble (partie 4 du dossier).

La 2e partie du dossier est consacrée à l'endettement net financier et aux recommandations pratiques concernant l'ensemble des ajustements à réaliser dans l'exercice d'évaluation de l'entreprise ou de l'entité concernée (parties 5 à 7).

Enfin, nous vous présentons un focus sur les pièges à éviter (partie 8 du dossier).

RAPPELS MÉTHODOLOGIQUES SUR LES MULTIPLES DE TRANSACTIONS

Sur un marché des opérations non cotées par nature opaque, la méthodologie utilisée pour récupérer et analyser les données avant de construire les indices est essentielle.

Epsilon Research, bureau indépendant de recherche et d'analyse financière, source de référence, via sa base « Epsilon Multiple Analysis Tool » (EMAT) (voir ci-après), en matière de multiples de transactions pour l'évaluation des sociétés non cotées, a créé une série d'indicateurs et indices (définis selon la profondeur des échantillons) pour mesurer l'évolution des prix des sociétés non cotées. Ce sont des mesures publiques, telles que l'indice Argos Mid market (zone euro) et l'indicateur Epsilon - CNOEC/CNCC (France), ou privées, pour le suivi d'un portefeuille de participation(s) ou d'une société.

Les indices s'appuient sur un multiple de transactions de référence, l'Ebitda, et une méthodologie d'analyse des transactions non cotées, synthétisées dans des rapports de transaction et rassemblés dans la base de données EMAT précitée. Un rapport comprend, pour chaque transaction analysée :

- le contexte et la structure du contrat (deal), notamment la structure du prix : valeur d'entreprise / valeur des fonds propres, earn-out, etc. ;
- la présentation de la cible (activité et éléments financiers retraités) ;
- les multiples de transactions implicites (calcul, comparaison et analyse) ;

- un accès détaillé et systématique aux sources de chaque information.

L'objectif de cette approche est de permettre de comprendre, au-delà des multiples moyens/médians, quels sont les déterminants du prix. L'ambition d'EMAT est d'être, plus qu'une base de données, un outil d'analyse de la valeur des entreprises non cotées. Les indices publiés en sont l'une des expressions.

Ceci posé, via cette base de données, quelles tendances voit-on donc se dessiner à la suite de la crise liée à la pandémie de Covid-19 sur le prix des entreprises non cotées ? Ceci fait l'objet de la partie suivante de notre dossier...

DOSSIER

LA CRISE DE LA COVID A ACCENTUÉ LA POLARISATION DU MARCHÉ ET PERTURBÉ LA LECTURE DES INDICES

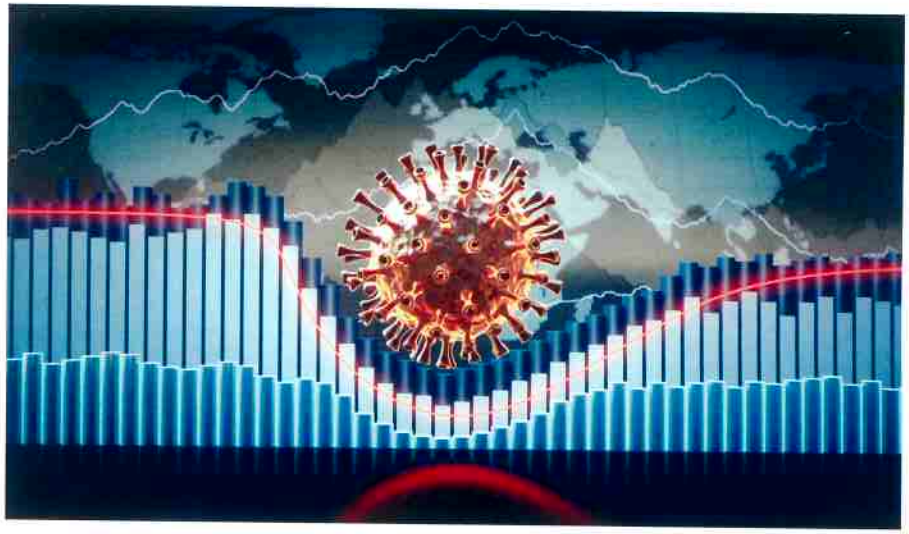
Depuis le déclenchement de la crise liée à la pandémie de Covid-19, l'évolution du prix des entreprises non cotées, telle que mesurée par l'indice Argos, a connu une plus forte volatilité, liée à l'accentuation de la polarisation du marché des fusions-acquisitions (en anglais, mergers and acquisitions ou « M&A »).

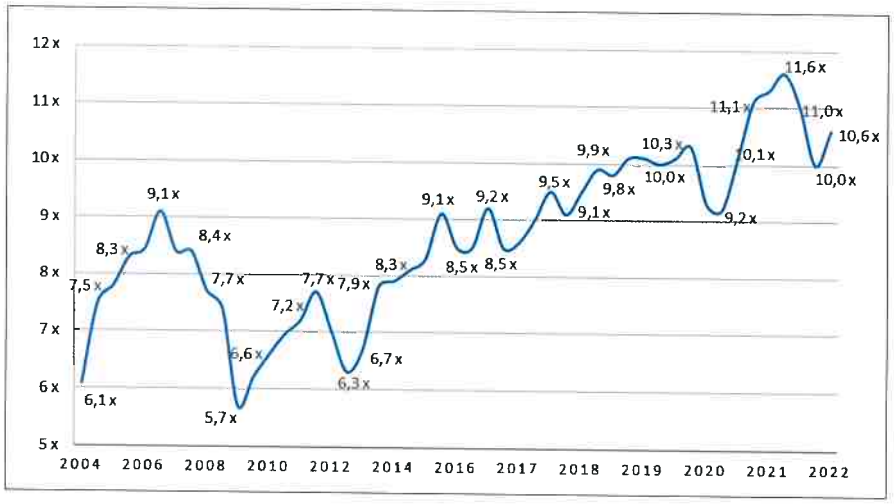
La polarisation consiste, ici, en une concentration des opérations en plusieurs pôles dont les prix divergent (liés aux différents secteurs, tailles ou géographies), entraînant une moindre homogénéité du marché.

■ UNE PLUS FORTE VOLATILITÉ DES PRIX DEPUIS LE PREMIER TRIMESTRE 2020

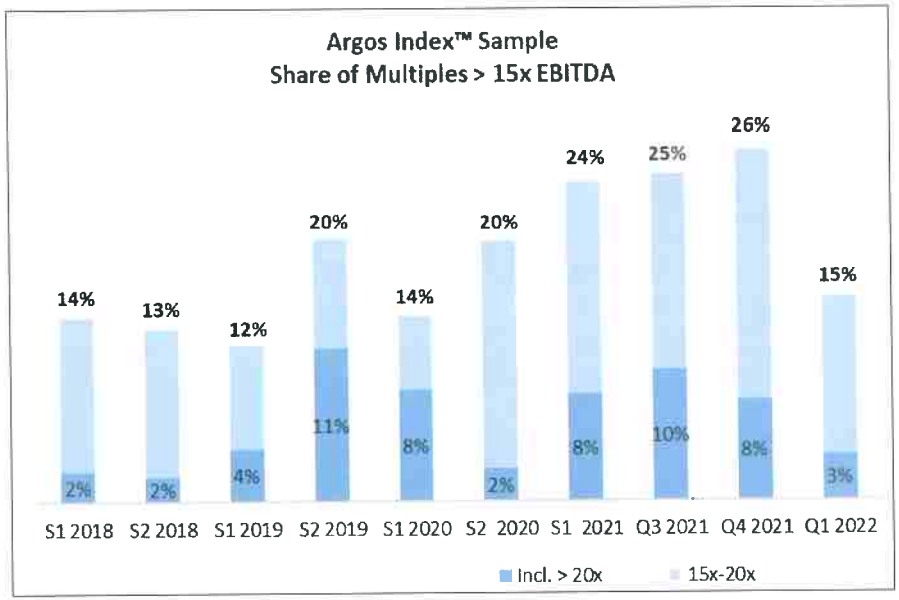
VARIATIONS DE L'INDICE ARGOS

Depuis le début de la crise liée à la Covid-19, au 1er trimestre 2020, l'indice Argos connaît une plus forte volatilité. Elle se manifeste par une plus grande amplitude dans l'évolution des multiples sur la période 2020-2021, de 2,4 x l'EBITDA entre les points bas et hauts avec des variations trimestrielles fortes. Cette volatilité se mesure également pour chaque indice trimestriel par une augmentation de la dispersion des multiples, mesurée par l'écart-type, et par une augmentation nette de la part de multiples supérieurs à 15 x l'EBITDA (20 % à 25 % des transactions de l'échantillon entre les 2e semestres 2020 et 2021).





Source : Epsilon Research / Argos Index™



Source : Epsilon Research / Argos Index™

Cette volatilité reflète les chocs externes – sanitaires, politiques, macro-économiques – subis par l'économie européenne et qui ont perturbé l'activité en matière de fusions-acquisitions (en anglais, mergers and acquisitions ou « M&A »).

L'ÉVOLUTION DES MULTIPLES A SUBI TROIS FORTES VARIATIONS DEPUIS 2020

L'évolution des multiples a, ainsi, suivi, sur une période très courte, trois phases de fortes variations depuis début 2020, à savoir :

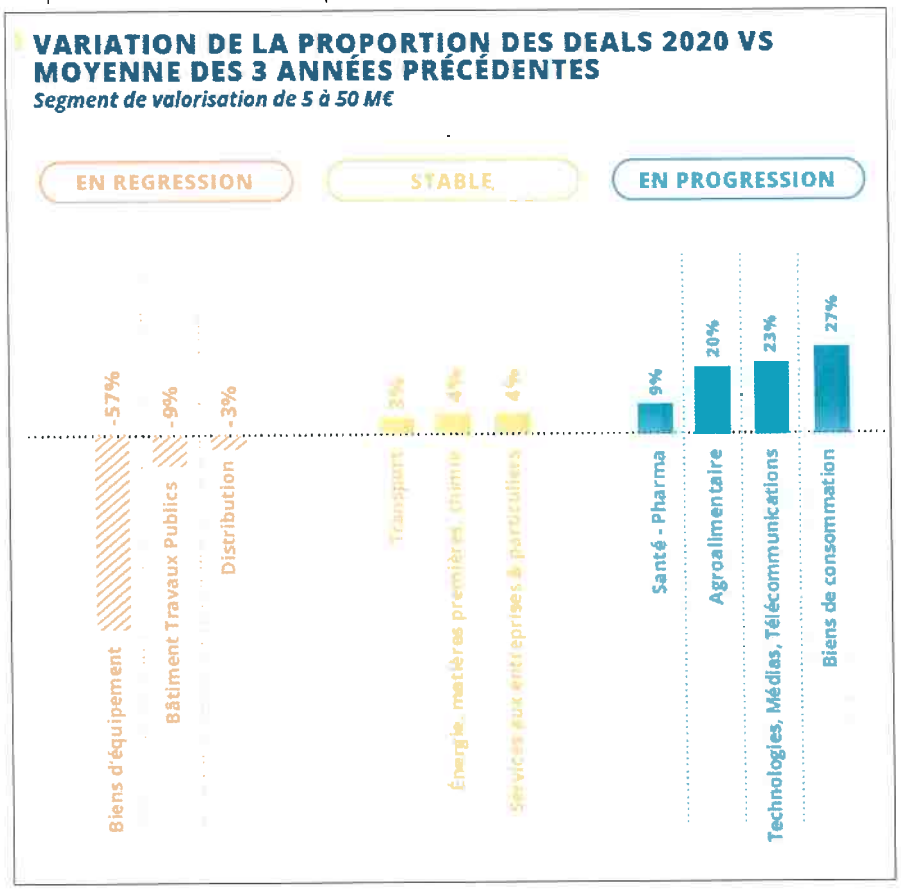
- une baisse mesurée des multiples au premier semestre 2020, d'1 point d'EBITDA, avec les débuts de la crise « Covid » ;
- une remontée très rapide sur la période allant du 2e semestre 2020 au 1er semestre 2021. Plus qu'à l'intervention massive des banques centrales et à la perspective d'un rebond de la croissance économique, cette hausse était liée à une modification de la composition sectorielle de l'échantillon. Ainsi, 65 % des opérations référencées sur le 2e semestre 2020 l'ont été dans les secteurs de la santé et de la technologie, en hausse de 15 points par rapport au début de l'année. Ces secteurs, épargnés voire favorisés par la crise, ont par ailleurs vu leurs multiples progresser ;
- une correction au 2e semestre 2021, puisque, sur cette période, la composition sectorielle de l'échantillon a retrouvé celle d'avant la crise « Covid », ce qui reflète le retour à la normale du volume d'opérations sur les secteurs traditionnels. Ainsi, la part des opérations dans les secteurs de la santé et de la technologie est repassée sous les 40 %.

UNE TRÈS FORTE POLARISATION DU MARCHÉ ENTRE SECTEURS D'ACTIVITÉ

L'un des effets les plus marquants de la crise liée à la pandémie de Covid-19 a été celui d'une polarisation très forte entre les secteurs épargnés (technologie, santé), dont les multiples ont continué de progresser, et ceux, plus affectés, dont l'activité M&A s'est

arrêtée ou qui ont fait l'objet d'acquisitions d'opportunité à des valorisations faibles.

La lecture des indices, qui reposent, par construction, sur une médiane de multiples de transactions, a été moins évidente. Une partie de leur évolution reposait sur une modification du mix sectoriel, liée à la perturbation de l'activité M&A. Ainsi, l'impact de la crise « Covid » sur le volume des acquisitions de PME en France a pu être mesuré, tel que synthétisé ci-dessous.



Source : Régions & Transmission – Panorama annuel des cessions & acquisitions de PME, Ed. 2021. Epsilon Research / In Extenso

L'EFFET DE LA TAILLE DES ENTREPRISES SUR LES MULTIPLES S'EST ACCENTUÉ AVEC LA CRISE

On constate également que l'effet de la taille des entreprises sur les multiples s'est accentué avec la crise et s'est, par ailleurs, accompagné d'une polarisation plus forte entre PME et ETI (entreprises de taille intermédiaire).

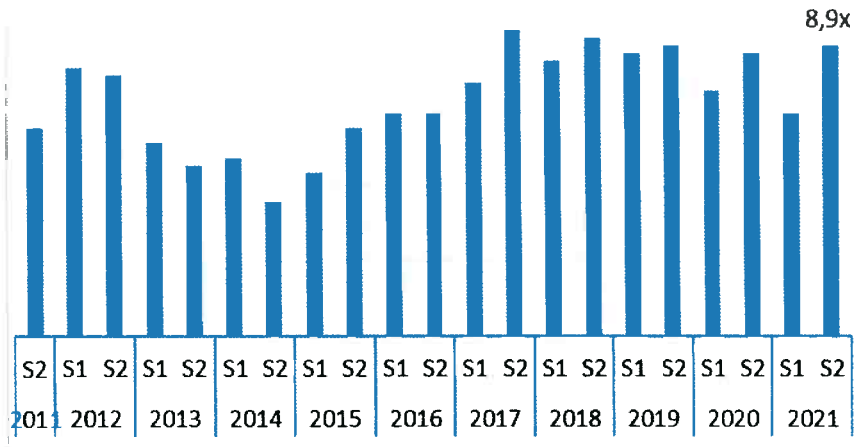
RAPPEL

Les entreprises de taille intermédiaire ou ETI se situent entre les petites et moyennes entreprises (PME) et les grandes entreprises (GE). Il s'agit des entreprises ayant 250 à 4 999 salariés, dont le chiffre d'affaires ne dépasse pas 1,5 Mds€ ou dont le total de bilan est inférieur à 2 Mds€. Au-delà de ces données, l'entreprise est classée comme une GE.

L'indicateur CNCC/CNOEC, mis en place depuis 2011 sur un sous-segment de l'indice Argos (opérations françaises d'un montant situé entre 15 et 50 M€), permet d'observer un écart croissant avec l'indice Argos (qui concerne les opérations portant sur 15 à 500 M€), en particulier depuis 2020.

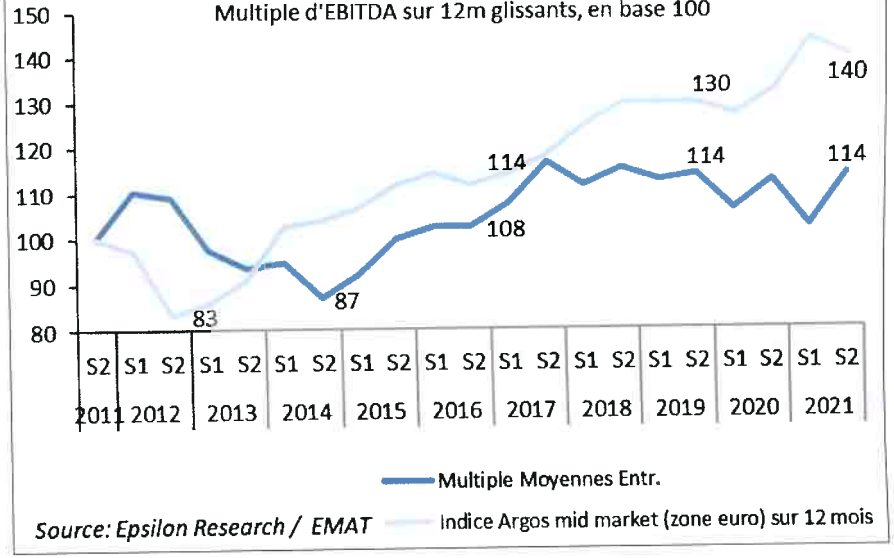
De même, au sein de l'indice Argos, les multiples du haut de mid market (opérations allant de 150 à 500 M€) progressent plus rapidement que le bas du mid market (opérations d'un montant de 15 à 150 M€) depuis 2015. Cet effet est encore plus marqué depuis les débuts de la crise, avec un écart maximal de 2,6 x l'EBITDA au 1er trimestre 2021 (contre un écart moyen de 1,5 x l'EBITDA entre 2015 et 2019).

Graphe 1 - Evolution du prix d'achat des M.E. françaises
Médiane, VE/EBITDA historique, 12m glissants



Source: Epsilon Research / EMAT

Graphe 2 - Evolution du prix d'achat des Moyennes Entreprises françaises / zone euro
Multiple d'EBITDA sur 12m glissants, en base 100



Source: Epsilon Research / EMAT

PAS DE DIVERGENCE ENTRE PAYS DE LA ZONE EURO

Il est intéressant de noter qu'il n'y a, en revanche, pas de divergence marquée entre pays de la zone euro, contrairement aux crises de 2008-2009 et 2011-2012. En effet, le mouvement de convergence des prix des sociétés non cotées au sein de la zone, tel que mesuré depuis 2004, n'a pas été modifié par la crise de la Covid-19. Tous les pays de la zone ont ainsi été affectés de façon similaire par la crise ; tous ont bénéficié de la politique accommodante de la Banque centrale européenne (BCE) comme des politiques publiques européennes.

LA CRISE « COVID » N'A PAS MODIFIÉ LA TENDANCE LONGUE DE HAUSSE DES PRIX

Si la crise liée à la Covid-19 a eu des effets sur la volatilité des prix et la polarisation du marché – entre secteurs, et entre les PME et les ETI (voir partie 2 ci-avant) **– elle n'a pas modifié la tendance longue de hausse des prix des sociétés non cotées.**

Après la correction du 2e semestre 2021, l'Argos Index® progresse au 1er trimestre 2022 à 10,6 x l'EBITDA. Il est tiré par le haut du marché – les multiples du lower mid market restant stables – et par les fonds d'investissement dont les prix payés remontent à 10,8 x l'EBITDA.

Cette reprise s'inscrit dans une tendance longue, amorcée en 2013, de hausse continue des prix, que la crise « Covid » n'a pas entamée et qui s'appuie sur des facteurs plus structurels décrits ci-après.

DES CONDITIONS FINANCIÈRES TOUJOURS EXCEPTIONNELLES

Depuis la grande crise financière de 2008, la Banque centrale européenne (BCE), comme l'ensemble des banques centrales, a mis en place une politique de soutien massif à l'économie (*« Quantitative Easing » ou « QE »* et taux d'intérêt nominaux négatifs ; voir ci-dessous) qui a mécaniquement impacté le prix de l'ensemble des actifs financiers, y compris des entreprises. Cette politique a été renforcée en 2020 pour contrer l'impact récessif de la crise Covid : elle a ainsi prolongé la longue phase de hausse des prix des PME.

LE « QUANTITATIVE EASING »
L'assouplissement quantitatif ou, en anglais, « quantitative easing », est un outil de politique monétaire utilisé pour lutter contre le risque de déflation et de récession qui consiste, pour une banque centrale, à intervenir de façon massive, généralisée et prolongée sur les marchés financiers en achetant des actifs (notamment des titres de dette publique) aux banques commerciales et à d'autres acteurs. Ces achats massifs ont, ainsi, pour effet une baisse des taux d'intérêt. Cela permet aux ménages, aux entreprises et aux États de continuer à se financer à de bonnes conditions afin de favoriser la croissance économique et la remontée du taux d'inflation à un niveau compatible avec la stabilité des prix.

LE CYCLE HAUSSIER DE L'ACTIVITÉ M&A

Le cycle haussier du marché M&A est porté, depuis 2013, par un contexte économique favorable, l'accès au financement à coût réduit et un niveau record de trésorerie disponible pour les entreprises, y compris après la crise « Covid ». Il est également lié aux changements structurels (numérisation, critères environnementaux, sociaux et de gouvernance/ESG, comportement des consommateurs) qui poussent à la transformation de grandes entreprises sur de nombreux secteurs et à des acquisitions structurantes.

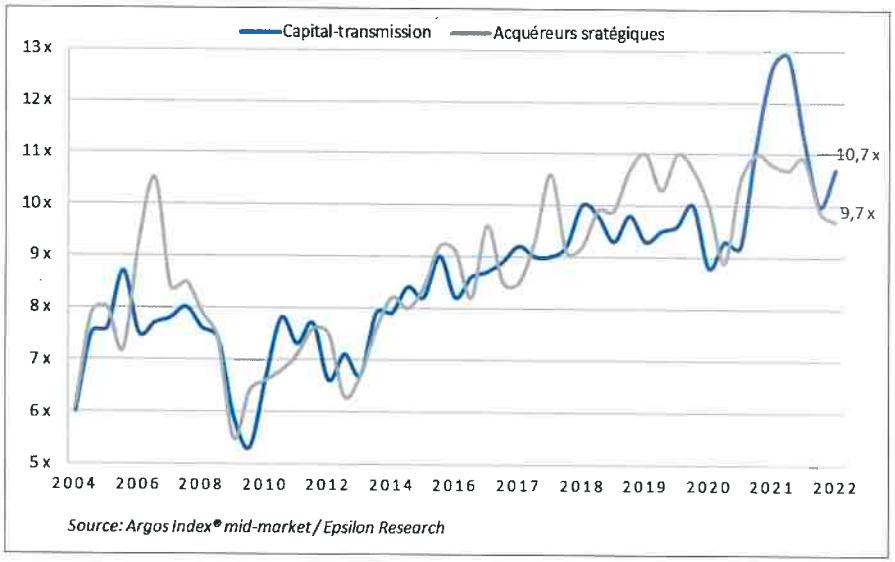
A NOTER Le marché M&A PME français a rejoint avec retard le cycle haussier européen à partir de 2015.

L'OFFRE DE CAPITAUX ET LE RÔLE DU LBO

La hausse des prix est également portée par les fonds de capital-investissement qui représentent une part croissante du marché M&A, et par la forte concurrence des acquéreurs pour des actifs de qualité. Le flux continu de capitaux investis dans le non coté et le montant record des capitaux restant à investir (*« dry powder »*) alimentent cette hausse.

« DRY POWDER » Dans le monde de la finance, la « dry powder » fait référence au stock de munitions à disposition pour « faire feu », c'est-à-dire, ici, les fonds engagés par les investisseurs mais non investis. Cette expression est empruntée à la poudre à canon qu'il convient de garder sèche.

Le niveau des multiples payés par les fonds est devenu supérieur à celui payé par les industriels de 1,0 x l'EBITDA en moyenne depuis le 2e trimestre 2020, bien que les fonds n'intègrent pas de synergie liée à l'acquisition, à l'inverse des industriels.



Source: Argos Index® mid-market / Epsilon Research

L'IMPACT DES PRIX DU MARCHÉ COTÉ

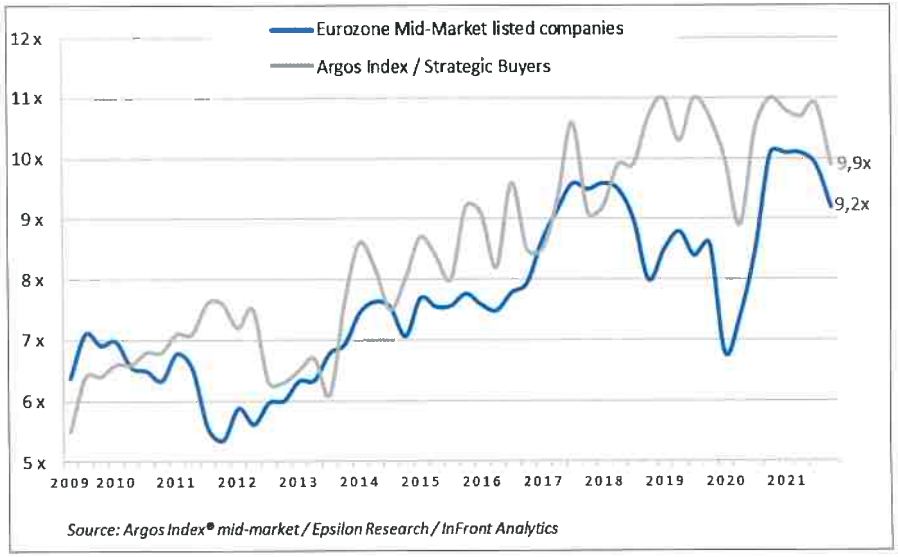
La hausse des prix des PME est, enfin, portée par la hausse des marchés actions depuis presque une décennie.

Sur une longue période, le prix des sociétés non cotées payé par les acquéreurs industriels est largement influencé par les marchés actions (corrélation avec R2 de 56 % sur la période 2004-2018). Il existe, en effet, une « courroie de transmission » entre les multiples cotés et non cotés : les acquéreurs cotés, qui représentent 2/3 des acquéreurs industriels sur le mid market européen, répercutent la hausse de leur propre multiple sur leurs acquisitions, payées plus cher. D'ailleurs, les sociétés cotées sont d'autant plus actives que les prix des marchés actions sont élevés.

PRÉCISION Le R^2, ou R-carré est appelé coefficient de détermination. C'est un indicateur utilisé en statistiques pour juger de la qualité d'une régression linéaire. Mathématiquement, il s'agit de la proportion de la variance d'une variable dépendante qui s'explique par une ou plusieurs variables indépendantes dans le modèle de régression. On l'exprime soit entre 0 et 1, soit en pourcentage. En général, on utilise R-carré en finance pour suivre le pourcentage de variation d'un fonds ou d'un actif qui s'explique par les mouvements d'un autre indice, en particulier des indices de référence $R^2 = 1 - (\text{somme de 1 à n de } (y_i - \hat{y}_i)^2)/(\text{somme de 1 à n de } (y_i - y_barre)^2)$ où y_i est la valeur du point i, ^y_i est la valeur prédite pour le point i par la régression linéaire, et y_barre est la moyenne empirique des points donnés.

Pourtant, en 2019-2020, les multiples du non coté ont poursuivi leur progression, à l'inverse des sociétés cotées (comme le montre le graphique ci-dessous). La corrélation semble ainsi avoir disparu, marquant une forme « d'autonomisation » de l'évolution des prix du non coté. Ce différentiel tient à une quasi-disparition de la prime de liquidité (dont bénéficient les sociétés cotées) sur la période, liée à l'afflux des capitaux investis sur le non coté conjugué à la baisse de liquidité sur les marchés actions (en particulier des petites capitalisations).

À NOTER Les multiples non cotés intègrent une prime de contrôle dans la mesure où ils portent sur des opérations majoritaires.



Source: Argos Index® mid-market / Epsilon Research / InFront Analytics

VERS UN RETOURNEMENT DU MARCHÉ

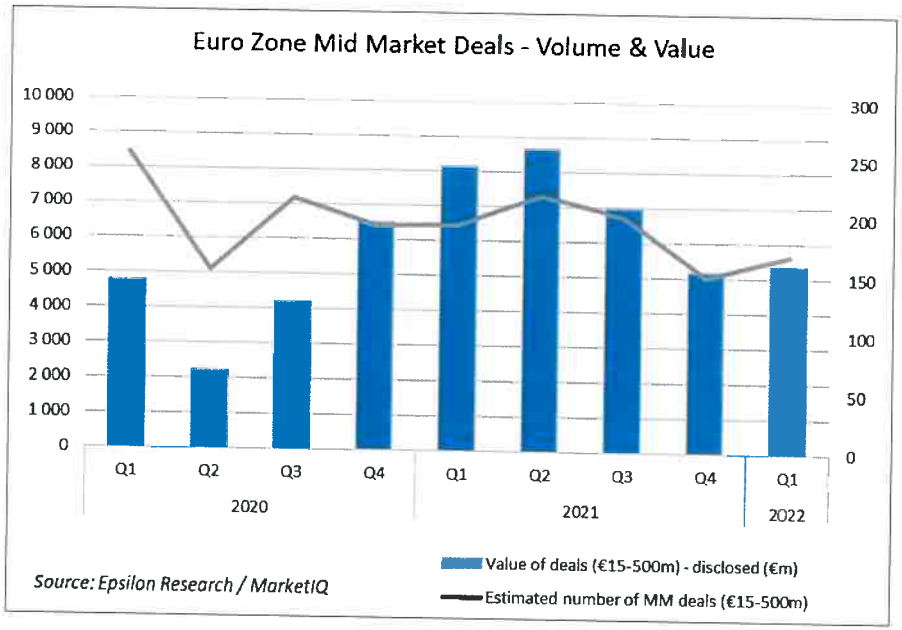
Le début de normalisation de l'activité M&A et des prix à partir du 2e semestre 2021 pourrait, cependant, faire long feu, avec un changement radical des conditions de marché ayant prévalu depuis 2013.

DÉCROCHAGE DE L'ACTIVITÉ M&A EN MARS 2022

Le cycle M&A haussier de ces dernières années semble se retourner, en raison de la dégradation rapide du contexte géopolitique, économique et financier : invasion de l'Ukraine par la Russie le 24 février 2022, reprise confirmée de l'inflation liée à l'envolée des prix de l'énergie et des matières premières, resserrement monétaire annoncé par les banques centrales et désorganisation des chaînes de valeur accentuée par la vague de Covid en Chine.

Ainsi, la modification des conditions financières exceptionnelles ayant sous-tendu la hausse des prix depuis 2013 (inflation record, hausse des taux, chute de la croissance et des marchés) pourrait impacter le prix des sociétés non cotées.

Si la guerre en Ukraine n'a pas encore eu d'impact sur les valorisations des PME au 1er trimestre 2022, elle en a sur l'activité M&A mid market du mois de mars 2022, qui est en baisse de 25 % en volume et 37 % en valeur par rapport à janvier-février 2022.



Source: Epsilon Research / MarketIQ

LES PRIX POURRAIENT CEPENDANT NE PAS BAISSER AUSSI RAPIDEMENT SUR LE NON COTÉ QUE SUR LE COTÉ

Plusieurs éléments devraient, néanmoins, limiter la correction des prix sur le non coté :

- les capitaux continuent d'affluer dans le non coté, moins volatil que le marché coté et dont les rendements restent élevés. Cette classe d'actifs devrait même bénéficier de la sortie des investisseurs des marchés cotés ;
- l'activité M&A devrait rester significative en raison des changements structurels (numérisation, ESG) auxquels doivent continuer de répondre les grandes entreprises, et notamment par croissance externe ;
- les actifs de qualité, notamment les entreprises ayant une plus grande capacité à résister aux crises, continuent de faire l'objet d'une forte concurrence entre fonds et industriels.

Au-delà de l'évolution des indices de prix du non coté, se dessine une nouvelle forme de polarisation du marché M&A : entre secteurs d'activité (baisse des multiples des secteurs Tech et industrie / hausse des multiples énergie & matières premières), voire entre pays comme en 2011/2012 en cas de fragmentation de la zone euro.

> **Ainsi, l'analyse des déterminants de l'évolution des prix des sociétés non cotées pendant et après la crise « Covid », en particulier des tendances longues de hausse des multiples, peut nous aider à appréhender voire à anticiper les conséquences des bouleversements actuels sur l'activité M&A et sur les prix.**

ENDETTEMENT NET FINANCIER : RAPPEL DES GRANDS PRINCIPES

Toute évaluation financière s'inscrit dans un contexte, lequel peut être réglementaire, transactionnel, successoral ou contentieux (cette liste étant non exhaustive). Une bonne appréhension de ce dernier constitue un préalable indispensable à toute mission d'évaluation. En effet, le contexte peut influencer ou conditionner l'approche d'évaluation retenue et donc la sélection des méthodes d'évaluation. Par ailleurs, dans certains cas, la valeur des titres sera recherchée, alors que dans d'autres, ce sera celle d'un actif isolé ou d'une activité. Enfin, une correcte appréhension du contexte de l'évaluation permet également d'éviter que l'évaluation soit utilisée pour des objectifs auxquels elle n'est pas destinée.

■ CONNAÎTRE LE CONTEXTE DE L'ÉVALUATION EST PRIMORDIAL

IDENTIFIER LE CONTEXTE POUR DÉTERMINER LE RÉFÉRENTIEL DE VALEUR QUI SERA PERTINENT

Le contexte de l'évaluation doit être clairement identifié afin de définir le référentiel de valeur approprié à l'objectif de la mission, d'une part, et l'actif à évaluer, d'autre part. À cet égard, les référentiels de valeurs les plus usuelles sont la juste valeur, la valeur de marché et la valeur d'utilité. Ils sont notamment définis par les normes comptables françaises ou internationales (IFRS) et par les normes d'évaluation internationales (International valuation standards / IVS).

REMARQUE Les normes internationales d'évaluation sont publiées par l'International valuation standards committee (IVSC), organisation indépendante de normalisation du secteur privé, sans but lucratif, constituée aux États-Unis et dont le siège social est situé à Londres.

Le contexte est susceptible d'influencer voire de conditionner l'approche d'évaluation retenue et, par conséquent, la sélection des méthodes d'évaluation.

EXEMPLE

Si la mission d'évaluation s'inscrit dans le cadre d'un test de dépréciation, l'évaluation devra être réalisée dans le respect de la réglementation comptable.

QUAND L'ÉVALUATION CONSISTE À DÉTERMINER LA VALEUR DES ACTIONS D'UNE ENTITÉ…

Très souvent, l'exercice d'évaluation vise à déterminer la valeur des actions d'une société, c'est-à-dire celle des capitaux propres. Celle-ci correspond à la valeur de son actif économique, communément appelé « valeur d'entreprise », diminuée de l'endettement financier net (ou augmentée de la trésorerie nette).

À ce titre, précisons, dès à présent, qu'en pratique, la position financière nette n'est pas le seul ajustement qui permet de passer de la valeur d'entreprise (VE) à celle des capitaux propres (CP). En effet, en fonction des modalités de calcul de la valeur d'entreprise, certains éléments d'actif comme de passif pourront ne pas avoir été appréhendés. Il convient, ainsi, de prendre en compte ces éléments non intégrés dans la valeur d'entreprise (provisions pour risques et charges décaissables et actifs et passifs hors exploitation doivent par exemple être considérés) ou n'appartenant pas aux actionnaires comme les intérêts minoritaires. Ces autres retraitements, dont la liste n'est pas exhaustive, seront développés ci-dessous.

■ VALEUR D'ENTREPRISE ET VALEUR DES CAPITAUX PROPRES : DEUX CONCEPTS TRÈS DISTINCTS

Actif économique (ou valeur d'entreprise) et capitaux propres sont deux notions très différentes. Pour autant, il n'est pas rare d'observer des confusions entre ces deux concepts.

L'actif économique de l'entreprise correspond à la somme de ses immobilisations (incorporelles, corporelles et financières) et de son besoin en fonds de roulement/BFR (d'exploitation et hors exploitation).

Au moment de l'évaluation, le BFR hors exploitation peut amener à une analyse pour déterminer si certains éléments nécessitent d'être intégrés dans l'endettement financier net (EFN).

Cette notion est distincte de celle de fonds de commerce qui n'est qu'une composante de la valeur d'entreprise.

> La valeur d'entreprise étant financée par les actionnaires et les créanciers financiers, sa valeur se répartit essentiellement entre la valeur des capitaux propres et celle de la dette. En conséquence, la valeur de marché de l'actif économique est égale à la somme de la valeur de marché des capitaux propres et de la valeur de marché de l'endettement net.

LE BILAN ÉCONOMIQUE

Immobilisations + Besoin en Fonds de Roulement = Valeur d'Entreprise (VE)	Valeur des capitaux propres Part de Groupe (VCP)
	Intérêts Minoritaires
	Provisions pour Risques et charges décaissables
	Valeur de l'endettement net (VD)
Actif économique	Capitaux investis

Seule la valeur des capitaux propres appartient aux actionnaires. Ces derniers supportent l'essentiel du risque de l'entreprise. Leur rémunération est fonction des profits de l'entreprise. Les flux générés par l'actif économique sont d'abord attribués aux créanciers, seul le solde revient aux actionnaires.

Les dettes financières ont une rémunération correspondant aux charges financières d'intérêts, indépendante des résultats de l'entreprise qui est, comme les échéances de remboursement, déterminée contractuellement à l'avance lors de la négociation des financements. Les dettes sont remboursées en priorité par rapport aux capitaux propres.

La valeur par action s'obtient, ensuite, en divisant la valeur des capitaux propres par le nombre d'actions, sous réserve que toutes les actions soient de même catégorie.

EN PRATIQUE Le nombre d'actions doit être ajusté pour prendre en compte les instruments dilutifs (qui donnent un accès différé au capital en fonction de conditions définies) et les actions propres (actions de l'entreprise auto-détenues).

Dans certains cas, le capital comprend des catégories d'actions différentes, telles que les actions de préférence, par exemple. L'évaluation de ce type d'actions demande l'adaptation des méthodes traditionnelles d'évaluation, voire la mise en œuvre d'approches spécifiques en fonction des droits particuliers dont elles bénéficient. Dans ces circonstances, la valeur des capitaux propres doit être répartie entre les différentes catégories d'actionnaires. La valeur des actions ordinaires peut donc être obtenue après prise en compte :

- (1) de la position financière nette ;
- (2) des autres retraitements permettant le passage de la valeur d'entreprise à celle des fonds propres ;
- (3) et déduction de la valeur des autres catégories de titres.

MÉTHODES DIRECTES ET MÉTHODES INDIRECTES

APPROCHE MULTICRITÈRE

En matière d'évaluation, l'approche multicritère est désormais consacrée par les praticiens (mais pas par l'administration fiscale qui privilégie une combinaison de méthodes). Celle-ci comprend la mise en œuvre de plusieurs méthodes d'évaluation jugées pertinentes et appropriées, d'une part, et l'examen de référence de valorisation, d'autre part.

Si les références de valorisation sont généralement directement représentatives de la valeur des capitaux propres, le résultat obtenu par l'application des méthodes d'évaluation n'aboutit pas nécessairement à l'évaluation du même actif.

En effet, contrairement aux références de valeurs, les méthodes d'évaluation permettent soit de déterminer de manière directe la valeur des capitaux propres, soit de l'estimer indirectement en évaluant d'abord la valeur d'entreprise puis en déduisant la valeur de l'endettement net (doivent également être pris en compte les actifs hors exploitation ainsi que d'autres ajustements) et en procédant aux autres ajustements nécessaires.

EN PRATIQUE Les références de valeurs les plus courantes sont l'actif net comptable, les prix observés à la suite d'opérations significatives réalisées sur les titres de la société faisant l'objet de l'évaluation, le cours de bourse ou les cours-cibles des analystes pour les sociétés cotées.

DEUX FAMILLES D'ÉVALUATION

Selon l'AMF, il existe deux familles de méthodes d'évaluation :

- les *approches analogiques* qui consistent à évaluer une entreprise par référence à des entreprises comparables dont on connaît la valeur, soit parce qu'elles sont cotées (méthode des sociétés comparables), soit parce qu'elles ont fait l'objet d'une transaction récente dont les caractéristiques ont été rendues publiques (méthode des transactions comparables) ;
- les *approches intrinsèques* qui consistent à déterminer la valeur de l'entreprise à partir des éléments de rentabilité et de risque propres à celle-ci (méthodes des flux futurs de trésorerie, des flux de dividendes futurs et, dans certains cas, de l'actif net réévalué).

COMMENT SÉLECTIONNER LES MÉTHODES ?

La sélection des méthodes pertinentes constitue une étape fondamentale de la démarche d'évaluation. Ce choix, réalisé postérieurement au diagnostic stratégique et financier, est conditionné par divers éléments, parmi lesquels l'activité de l'entité, son modèle économique ou encore sa maturité.

Il est également fonction du contexte dans lequel l'évaluation est réalisée car celui-ci peut requérir l'adoption de pratiques de place et / ou le respect de certains référentiels.

Enfin, la méthodologie privilégiée dépend des circonstances et de la disponibilité d'informations fiables nécessaires pour appliquer la ou les méthodes (existence d'un plan d'affaires détaillé élaboré selon un processus budgétaire éprouvé, de transactions récentes et significatives portant sur le capital de l'entité évaluée, de sociétés cotées comparables ou identification de transactions récentes comparables...).

La mise en œuvre des principales méthodes d'évaluation repose sur des paramètres financiers (multiples pour les méthodes analogiques, taux d'actualisation pour la méthode d'actualisation des flux...), d'une part, et des agrégats (financiers ou opérationnels), d'autre part.

Selon l'agrégat (ou le flux) retenu pour appliquer la méthode d'évaluation, celui-ci conduira à une approche directe ou indirecte de la valeur des capitaux propres.

De manière simplifiée, dès lors que la mise en œuvre d'une méthode d'évaluation s'appuie sur des agrégats financiers après charge de la dette correspondant aux intérêts (donc après rémunération des prêteurs), la valeur obtenue par la mise en œuvre de la méthode correspondra à la valeur des fonds propres. En revanche, dès lors que la mise en œuvre d'une méthode d'évaluation repose sur des agrégats avant charge de la dette liée aux intérêts, la valeur obtenue correspondra alors à la valeur d'entreprise puisque la rémunération des prêteurs n'aura pas été déduite. Dans ce cas, il convient de déduire de la valeur obtenue l'endettement financier net ainsi qu'un ensemble d'éléments qui seront détaillés ci-après pour obtenir la valeur des fonds propres.

LES MÉTHODES ANALOGIQUES

La méthode des sociétés comparables, comme la méthode des transactions comparables, conduit, selon les modalités d'application, à une valeur d'entreprise ou à la valeur des capitaux propres.

Ces méthodes analogiques consistent à appliquer aux agrégats de l'entité à évaluer les multiples implicites issus du cours de bourse ou de transactions de sociétés jugées comparables.

EN PRATIQUE Les agrégats les plus usuels sont le chiffre d'affaires, l'EBIT (earnings before interest and taxes) et l'EBITDA (earnings before interest taxes depreciation and amortization ou, en français, bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations, et amortissements, soit une notion proche de l'excédent brut d'exploitation/EBE).

Ces données étant, avant prise en compte de la rémunération de la dette (ou de la trésorerie), la valeur obtenue par l'application d'un multiple qui correspond à la valeur d'entreprise. Il convient donc de soustraire de la valeur obtenue celle de l'endettement financier net pour obtenir la valeur des fonds propres.

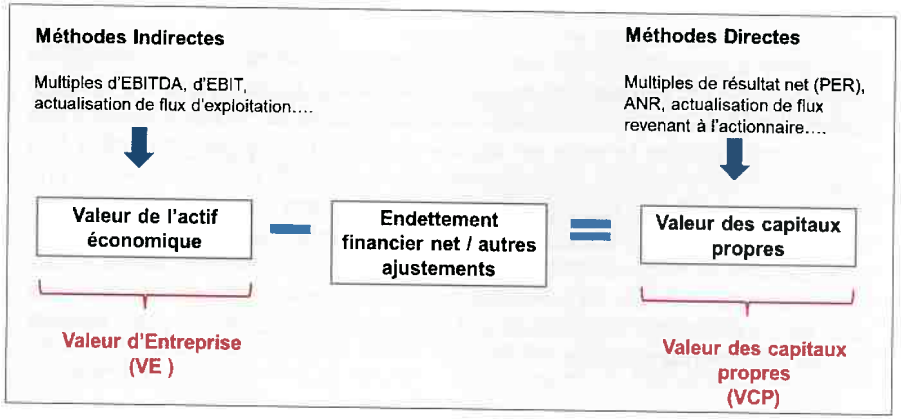
Les autres retraitements à opérer doivent être cohérents avec l'agrégat utilisé, de manière à prendre en compte les éléments non inclus dans l'agrégat.

EXEMPLE

À titre illustratif, si l'EBITDA a été retraité afin de prendre en compte le résultat des sociétés mises en équivalence, il n'y aura pas lieu d'ajouter la valeur des sociétés mises en équivalence dans l'ajustement.

Dans certains secteurs (le secteur financier par exemple), le résultat net ou les capitaux propres peuvent se révéler pertinents. Ces données étant, après rémunération de la dette financière, la valeur issue de l'application d'un multiple qui correspond à la valeur des fonds propres (voir ci-avant).

Il n'y a donc, dans ce cas, pas lieu de déduire la valeur de la dette. Pour autant, cela ne signifie pas qu'aucun ajustement ne doit être opéré, l'endettement financier net n'étant pas le seul élément permettant le passage de la valeur d'entreprise à celle des fonds propres.



MÉTHODES INTRINSÈQUES

ACTUALISATION DE FLUX FUTURS DE TRÉSORERIE

Comment ça marche ?

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise et en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

EN PRATIQUE Elle est, le plus souvent, mise en œuvre sur la base de flux prévisionnels de trésorerie d'exploitation après impôt *(cash-flow to firm)*. Dans ce cas, l'actualisation des flux conduit à une valeur d'entreprise.

Dans certains secteurs (services publics, concessions...), il est plus pertinent d'actualiser les flux de trésorerie disponibles revenant aux actionnaires, c'est-à-dire après remboursement de la dette financière *(cash-flow to equity)*. Ce flux correspond aux flux de trésorerie d'exploitation disponibles, diminués :

- du remboursement de l'endettement bancaire ;
- des charges d'intérêts après impôt.

REMARQUE Par construction, la valeur obtenue par l'actualisation de ces flux est celle des fonds propres.

Contrôles de cohérence

Dans tous les cas, il convient de veiller à la cohérence entre la *consistance des flux de trésorerie prévisionnels actualisés et la nature de l'ajustement* permettant d'obtenir la valeur des capitaux propres. Seuls les éléments non intégrés dans les flux doivent être ajoutés ou déduits pour obtenir la valeur des capitaux propres.

Enfin, il convient de souligner que le taux d'actualisation à utiliser doit être cohérent avec la *nature des flux de trésorerie et de la structure financière* de l'entité ou du secteur d'activité auquel elle appartient. En conséquence, les flux d'exploitation (*cash-flow to firm*, voir ci-avant) peuvent être actualisés sur la base d'un coût des fonds propres sans dette (en utilisant le bêta de l'actif économique qui est hors influence de l'endettement net) ou d'un coût moyen pondéré du capital (« CMPC » ou « WACC » pour Weighted Average Cost of Capital) qui prend en compte la structure financière de la société évaluée et permet de rémunérer l'ensemble des apporteurs de capitaux. En revanche, les flux de trésorerie revenant à l'actionnaire ne peuvent être actualisés qu'au taux de rentabilité exigé par l'actionnaire, qui est généralement estimé sur la base du coût des fonds propres, mais pas du CMPC.

FLUX DE DIVIDENDES/VALEUR DE RENDEMENT

La valeur de rendement se fonde sur la pratique d'une politique régulière de distribution des résultats. Cette méthode, qui consiste à capitaliser le dividende à un taux à déterminer ou à actualiser des flux de dividendes futurs, permet, par construction, de déterminer directement la valeur de l'action.

L'ACTIF NET RÉÉVALUÉ (ANR)

Cette méthode consiste à corriger l'actif net comptable de la société des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif, ou mentionnées en engagements hors bilan.

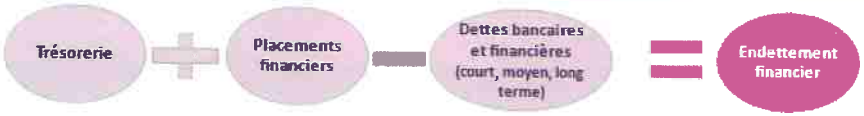
EN PRATIQUE Cette approche est habituellement utilisée pour la valorisation de holdings diversifiées ou de sociétés détentrices de nombreux actifs, notamment immobiliers ou non nécessaires à l'exploitation - susceptibles de voir leur valeur historique inscrite au bilan très en deçà de leur valeur de réalisation économique immédiate.

L'actif net réévalué (ANR) intègre, en théorie, la position financière nette ainsi que l'ensemble des actifs et passifs hors exploitation. L'ANR est ainsi directement représentatif de la valeur des capitaux propres.

ENDETTEMENT FINANCIER ET TRÉSORERIE

L'endettement financier net est composé des dettes financières diminuées de la trésorerie de l'entreprise, mais également de certains ajustements dont, notamment, la prise en compte des engagements hors bilan.

QU'EST-CE QUE L'ENDETTEMENT FINANCIER ? : SCHÉMA RÉCAPITULATIF



L'endettement financier net correspond donc aux dettes financières, diminuées de la trésorerie de l'entreprise, mais également de certains ajustements que nous analyserons ci-après.

DETTE FINANCIÈRE

DÉFINITION

La dette financière nette peut être définie comme la différence entre les dettes financières souscrites à long et moyen termes, et la situation de trésorerie.

La dette financière doit être distinguée de la dette d'exploitation qui est intégrée dans le besoin en fonds de roulement (BFR), partie intégrante de la valeur d'entreprise (voir partie 5 « Endettement net financier : rappel des grands principes »). Elle est également différente de la notion de capital.

La principale différence entre la notion de dette financière et de capital est liée au fait que la dette est remboursable, alors que le capital est apporté à l'entreprise sans aucune forme de garantie de remboursement.

À NOTER Ce principe, assez simple, est néanmoins à pondérer pour certains instruments financiers complexes qui amènent à s'interroger sur la distinction entre « dettes », « capitaux propres » et « autres fonds propres ».

On peut d'ailleurs noter que, dans le cadre de l'application du règlement 2020-01 sur les comptes consolidés, l'ANC souhaite engager une réflexion qui pourrait la conduire à faire évoluer certains de ses textes afin de préciser la distinction entre les dettes et les capitaux propres et la notion d'« Autres fonds propres » (voir RF C 508, octobre 2022, notre article « Application du règlement 2020-01 : précisions de l'ANC »).

PRÉCISIONS

Dans les comptes consolidés, les instruments financiers sont comptabilisés :

- en capitaux propres lorsque les deux conditions suivantes sont réunies :
  - l'instrument n'est pas remboursable, ou son remboursement est sous le contrôle exclusif de l'émetteur, ou s'effectue par émission et attribution d'un autre instrument de capitaux propres ;
  - et la rémunération n'est pas due et, en conséquence, n'a pas à être comptabilisée au passif du bilan, en cas d'absence ou d'insuffisance de bénéfice ;

- en dettes lorsque les fonds sont remboursables ;
- en autres fonds propres lorsque :
  - les fonds reçus ne sont pas remboursables ;
  - ils donnent lieu à une rémunération obligatoire, même en cas d'absence ou d'insuffisance de bénéfice.

Dans les comptes individuels, contrairement aux comptes consolidés, les instruments non remboursables sont obligatoirement des « autres fonds propres », même lorsqu'ils ne comportent aucune rémunération obligatoire en cas d'absence ou d'insuffisance de bénéfice.

Dans les comptes établis selon le référentiel IFRS, lorsque aucune date limite de remboursement n'est imposée à l'émetteur (le remboursement est à l'initiative de l'émetteur), les instruments financiers sont enregistrés :

- en dettes pour la valeur actualisée des flux, si une rémunération est contractuellement due, alors qu'ils sont comptabilisés dans les « autres fonds propres » en règles françaises ;
- en capitaux propres, si aucune rémunération n'est contractuellement due (cette dernière restant à la seule initiative de l'émetteur, quelles que soient les circonstances).

En conséquence, quel que soit le référentiel utilisé, il est important d'analyser avec précision les clauses des contrats pour pouvoir qualifier ces instruments de « dettes », de « capitaux propres » ou « d'autres fonds propres ».

Au-delà des prêts à moyen terme, il doit également être tenu compte des moyens de financement à court terme comme :

- les *lignes de découverts* qui sont des crédits à court terme accordés par la banque à l'entreprise, permettant de dépasser les disponibilités de son compte jusqu'à un montant déterminé et pendant une durée définie ;
- les *crédits de campagne* qui permettent à l'entreprise de financer la constitution de stocks sur les périodes précédant l'encaissement des créances liées à son activité ;
- les *crédits spot* correspondant à des crédits à court terme utilisables par tirages successifs. En pratique, l'entreprise émet un billet financier ou procède à un tirage auprès de sa banque qui lui avance les fonds correspondants.

ENGAGEMENTS HORS BILAN

BIEN QUE NON COMPTABILISÉS, ILS DOIVENT NÉANMOINS ÊTRE PRIS EN CONSIDÉRATION...

Les engagements hors bilan ne sont pas comptabilisés à l'actif ou au passif du bilan. Pour autant, ils doivent être pris en compte au niveau de la dette financière nette dès lors qu'ils généreront une sortie ou une entrée de ressources sans contrepartie dans les flux d'exploitation servant à la valorisation de l'entreprise.

EXEMPLES

D'un point de vue pratique, les principaux exemples d'engagements hors bilan à prendre en compte pour l'évaluation de l'entreprise sont les suivants :

- les opérations de mobilisation de créances : lorsqu'une entreprise obtient auprès de sa banque le financement de son encours clients, la trésorerie encaissée d'avance par rapport à l'échéance du client (contre frais financiers) doit être retraitée en dette financière (voir ci-après) ;
- les engagements de crédit-bail ou de location-financement : une partie des loyers à payer correspond à des frais financiers qui rémunèrent le prêteur des fonds mobilisés pour financer l'actif exploité (voir ci-après) ;
- les opérations à terme, fermes ou conditionnelles ;
- les indemnités de fin de carrière (IFC) qui traduisent l'obligation de l'entreprise au titre des services rendus par les salariés dans le passé, lorsque la charge n'est pas prise en compte dans les agrégats ou flux utilisés et, notamment, lorsque la société n'a pas opté pour la comptabilisation dans les comptes sociaux ou consolidés des engagements de retraite et assimilés.

MOBILISATION DE CRÉANCES

Les principaux outils utilisés pour mobiliser des créances clients sont les suivants :

- *l'escompte :* la remise à l'escompte d'effets est une opération de mobilisation par laquelle le banquier met à la disposition de son client, titulaire d'une créance commerciale matérialisée par un effet de commerce, le montant de cette créance moins sa rémunération (intérêt), moyennant transmission de la propriété de l'effet de commerce. Ces opérations sont suivies en engagements hors bilan au titre des effets escomptés non échus ;
- *les cessions de créances professionnelles (loi Dailly) :* en contrepartie du financement court terme octroyé par l'établissement de crédit, les créances professionnelles sont cédées. Cette cession de créances est opposable aux tiers à la date apposée sur le bordereau de cession, sans autre formalité ;
- *l'affacturage :* il s'agit d'une convention par laquelle une entreprise s'engage, généralement par le jeu d'une subrogation conventionnelle, à transférer la totalité de ses créances commerciales pendant une période donnée à un « factor » contre règlement de leur montant, sous déduction de commissions et d'agios. En contrepartie, le factor prend à sa charge le suivi, la relance et le recouvrement de ces créances et garantit la bonne fin des règlements en cas de défaillance du débiteur. Dans les normes françaises, dès lors que le transfert de la propriété est intervenu, la créance sort de l'actif. Cette sortie d'actif est constatée même lorsque la cession de créances n'est effectuée qu'à titre de garantie.

Tous ces outils juridiques sont considérés comme des moyens de financement et doivent être intégrés dans le calcul de l'endettement financier net, et ce, quel que soit le traitement comptable applicable. C'est notamment le cas pour le factor déconsolidant qui permet comptablement de déconsolider le poste clients.

CONTRAT DE LOCATION-FINANCEMENT

Selon le PCG, les biens reçus en location ne sont pas comptabilisés à l'actif tant que l'entreprise n'a pas levé l'option d'achat. En effet, tant que le transfert de propriété n'est pas intervenu, le bien ne peut pas être comptabilisé à l'actif des comptes sociaux.

Dans les comptes consolidés (ANC règlt 2020-01), le bien doit être considéré comme ayant été acheté à crédit, conduisant notamment à retraiter le contrat de manière à constater à l'actif du bilan le bien financé et, au passif, la dette financière.

En évaluation, quel que soit le traitement comptable, la dette relative aux contrats de location-financement souscrits par la cible sera prise en compte et la redevance de crédit-bail sera retraitée dans le calcul de l'EBITDA, dès lors que l'impact est significatif.

La difficulté pourra être d'apprécier si les contrats de location souscrits par l'entreprise doivent être qualifiés de contrats de location simple ou de contrats de location-financement. Il conviendra de se référer aux critères retenus en matière de consolidation.

Un contrat de location-financement est un contrat qui a pour effet de transférer au preneur l'essentiel des avantages et des risques inhérents à la propriété du bien, que celle-ci soit ou non transférée à la fin du contrat. Le texte mentionne quatre situations pouvant chacune caractériser un contrat de location-financement :

❶ Le contrat prévoit le transfert obligatoire de la propriété au preneur, au terme de la durée du bail ;

❷ Le contrat prévoit le transfert de la propriété au terme de la durée du bail, sur option, et les conditions d'exercice de l'option sont telles que le transfert de propriété paraît hautement probable à la date de conclusion du bail ;

❸ La durée du bail recouvre l'essentiel de la durée de vie du bien dans les conditions d'utilisation du preneur ;

❹ La valeur actualisée des paiements minimaux est proche de la juste valeur du bien loué à la date de conclusion du bail.

Les contrats qui ne sont dans aucune de ces quatre situations constituent des contrats de location simple.

TRÉSORERIE

La trésorerie d'une entreprise correspond aux actifs monétaires (placements financiers à court terme et disponibilités).

Les principales composantes de la trésorerie sont :

❶ Les valeurs mobilières de placement (VMP), correspondant à des placements effectués par l'entreprise qui dispose d'excédents de trésorerie et souhaite en recueillir les fruits sur un horizon court terme. Elles s'analysent comme une réserve de trésorerie et s'opposent aux titres de participation dont la possession durable est estimée utile à l'activité de l'entreprise, notamment parce qu'elle permet d'exercer une influence sur la société émettrice des titres ou d'en assurer le contrôle.

Les VMP incluent, notamment, les actions propres utilisées dans certaines circonstances juridiquement encadrées.

❷ Les découverts bancaires et soldes créditeurs de banques, qui sont appréhendés dans le calcul de la trésorerie nette.

AJUSTEMENT DE LA TRÉSORERIE

Il est fréquent, en évaluation, d'ajuster la trésorerie apparaissant dans les comptes retenus pour l'évaluation, afin de tenir compte d'éléments autres que les contrats de cession de créances évoqués ci-dessus.

EXEMPLES

Parmi ces autres éléments, on compte en particulier :

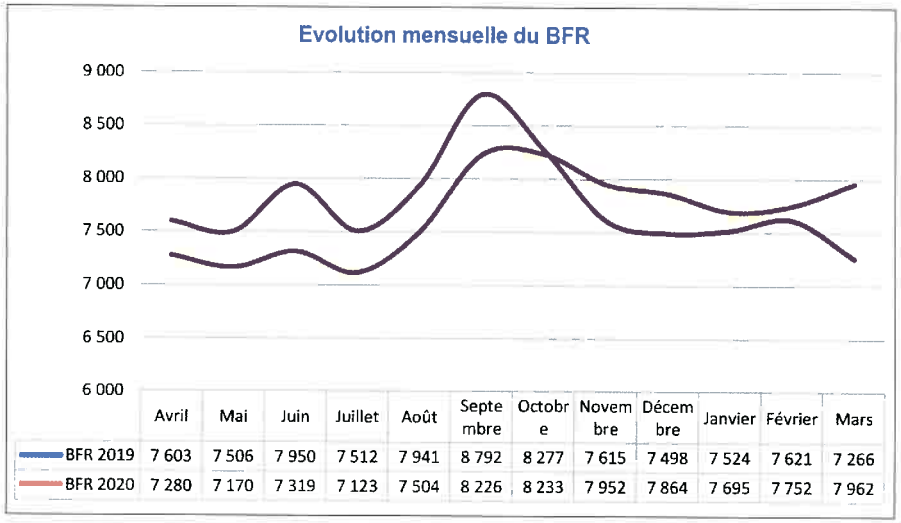
- la saisonnalité de la trésorerie ;
- le décalage de règlements d'actifs / de passifs (hors décalages structurels), que cela soit dans le contexte de la crise sanitaire, ou dans un autre contexte (par exemple les décalages dus aux grèves en fin d'année, les décalages techniques, les paiements comptants pour bénéficier d'escomptes...).

En effet, certaines activités saisonnières entraînent des variations importantes de chiffre d'affaires, de BFR et de trésorerie d'un mois sur l'autre. La position de trésorerie à une date donnée peut, en conséquence, être décorrélée du montant moyen ou normatif.

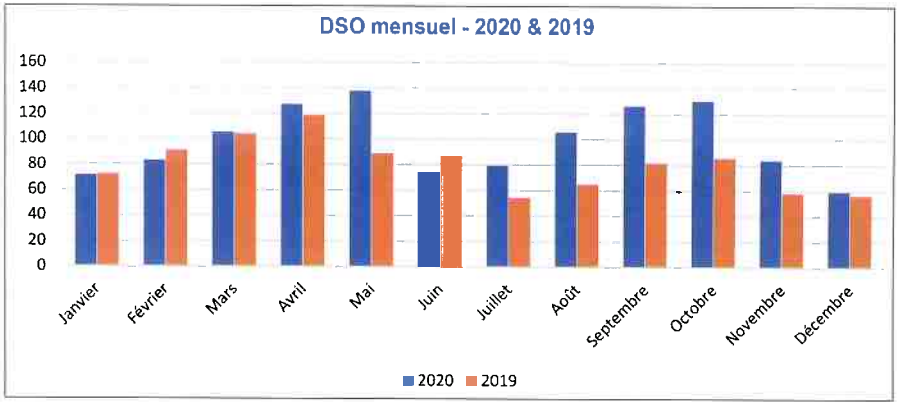
EN PRATIQUE Cette analyse de la trésorerie et du BFR peut être réalisée sur la base de l'historique.

Il est préférable d'effectuer cet ajustement au niveau de l'endettement financier net ajusté, afin que le montant de ce dernier soit le même pour les différentes méthodes utilisées (par exemple DCF, multiples) et que les variations de BFR utilisées dans la méthode des DCF soient calculées avec un BFR de départ qui corresponde à une approche normative.

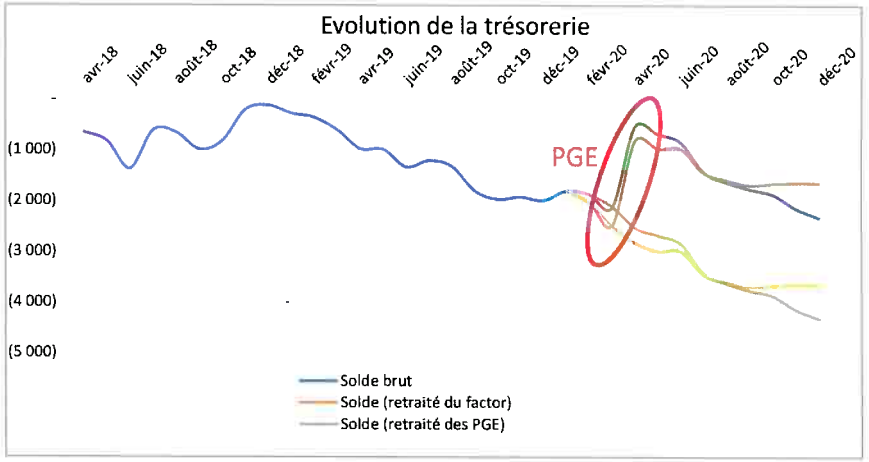
Au-delà de la saisonnalité de l'activité, la structure même du BFR peut évoluer au cours du temps. Il est, en conséquence, important d'en connaître la composition et d'en mesurer l'évolution. Cette analyse se réalise à travers le calcul d'indicateurs tels que le DSO (days sales outstanding soit, en français, le délai moyen de recouvrement ou crédit clients), le DPO (days payment outstanding soit, en français, le délai de crédit fournisseurs), la rotation des stocks et leur évolution dans le temps.



	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre	Janvier	Février	Mars
BFR 2019	7 603	7 506	7 950	7 512	7 941	8 792	8 277	7 615	7 498	7 524	7 621	7 266
BFR 2020	7 280	7 170	7 319	7 123	7 504	8 226	8 233	7 952	7 864	7 695	7 752	7 962



Enfin, il est important de pouvoir identifier, pour l'analyse des variations de trésorerie historiques, les événements non normatifs liés notamment à du financement, des Capex (désignant en anglais les capital expenditures, c'est-à-dire, en français, les dépenses d'investissement), des distributions de dividendes...



COMPTES COURANTS D'ASSOCIÉS

Les dettes vis-à-vis des autres sociétés du groupe et/ou des associés sont ventilées entre moins d'un an et plus d'un an pour le montant net des éléments de même nature figurant en créances. Elles sont parfois classées dans le poste « autres dettes » au passif.

Par ailleurs, les créances vis-à-vis du groupe et des associés figurent en autres créances à l'actif ou, selon les cas, en immobilisations financières dans le poste « créances rattachées à des participations ».

EN PRATIQUE Dans la mesure où elles ne correspondent pas à des créances ou dettes liées à la rémunération de prestations d'exploitation non échues, nous recommandons d'analyser ces éléments globalement au niveau des dettes financières nettes.

AJUSTEMENTS AUTRES QUE CEUX DIRECTEMENT LIÉS À L'ENDETTEMENT FINANCIER NET

Comme nous l'avons vu précédemment (voir partie 5 « Endettement net financier : rappel des grands principes »), l'endettement ajusté doit intégrer l'ensemble des actifs et passifs qui ne sont pas pris en compte dans le calcul de la valeur d'entreprise. Il est important d'analyser le bilan de la société à la date d'évaluation, afin d'identifier les actifs et les passifs non pris en compte pour le calcul de la valeur d'entreprise.

Sans que la liste soit considérée comme exhaustive, nous présentons les principaux ajustements autres que ceux directement liés à l'endettement financier net.

■ ACTIFS ET PASSIFS NON NÉCESSAIRES À L'EXPLOITATION

Les actifs et passifs non nécessaires à l'exploitation n'ont, par définition, pas été pris en compte dans le calcul de la valeur d'entreprise. Il convient donc de les intégrer dans les autres ajustements de l'endettement financier net.

Il s'agit, par exemple, des éléments suivants :

- terrains non nécessaires à l'exploitation (réserves foncières...) ;
- locaux non nécessaires à l'exploitation ;
- créances sur cessions d'immobilisations ;
- dettes sur cessions d'immobilisations ;
- remboursements à recevoir de compagnies d'assurance ;
- cotisations à verser à un fonds pour les indemnités de fin de carrière (IFC ; voir partie 6 « Endettement financier et trésorerie »).
- ...

En cas de réévaluation d'actifs non nécessaires à l'exploitation par rapport à la valeur comptable constatée à la date d'évaluation, il conviendra de prendre en compte l'effet d'impôt qui serait supporté en cas de cession.

Si les actifs sont loués, les charges et produits liés à la location doivent être exclus du calcul de la valeur d'entreprise (par exemple les loyers, les charges locatives, les assurances, les charges d'entretien...), par cohérence.

■ TITRES NON CONSOLIDÉS, PRÊTS ET AUTRES CRÉANCES IMMOBILISÉES SUR DES SOCIÉTÉS NON CONSOLIDÉES

Dans un groupe qui établit des comptes consolidés (la valeur d'entreprise étant généralement basée sur des comptes consolidés), il convient de tenir compte des titres non consolidés, ainsi que des prêts et autres créances immobilisées sur des sociétés non consolidées.

EN PRATIQUE Le cas échéant, les titres seront à prendre en compte sur la base de leur juste valeur, et les prêts et autres créances immobilisées sur la base de leur valeur recouvrable.

En revanche, il convient de ne pas prendre en compte dans les autres ajustements les immobilisations financières dont le recouvrement interviendra essentiellement en cas de liquidation de la société (par exemple les dépôts de garantie sur des locaux nécessaires à l'exploitation).

■ PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES / ACTIFS ET PASSIFS ÉVENTUELS

Il convient de distinguer les provisions pour risques et charges qui :

- sont récurrentes, c'est-à-dire liées à l'exploitation, telles que les provisions pour garanties, les provisions pour litiges prud'homaux (hors litiges exceptionnels), les provisions pour médailles du travail. Généralement, l'impact de ces provisions est pris en compte dans le calcul de la valeur d'entreprise, et il convient donc de ne pas les intégrer une 2e fois dans les autres ajustements ;
- ne sont pas liées à l'exploitation, et/ou dont le montant est susceptible d'être non récurrent et/ou très « volatil », telles que les provisions pour engagements de retraite et assimilées, les provisions exceptionnelles pour litiges, les provisions pour contrôles fiscaux / Urssaf, les provisions pour restructuration(s)...

L'impact des provisions pour risques et charges non liées à l'exploitation, actualisé à la date de l'évaluation, devra être intégré dans les autres ajustements pour un montant net d'impôt différé, si les provisions ont été réintégrées fiscalement et que la charge future sera fiscalement déductible. En revanche, il n'y aura pas d'effet d'impôt à prendre en compte sur des provisions liées à un contrôle fiscal portant sur un redressement d'impôt sur les sociétés par exemple.

■ INDEMNITÉS DE FIN DE CARRIÈRE

PRINCIPES

Comme le précise le guide professionnel de l'Évaluation de la CNCC (CNCC, collection Guides professionnels, « L'évaluation financière expliquée : principes et démarche », mars 2016), les indemnités de fin de carrière à verser au jour du départ des salariés en retraite sont imposées par

la loi sur la mensualisation, qui prévoit que le financement doit être assuré uniquement par la société ayant signé le contrat de travail avec le salarié.

Toutes les sociétés doivent a minima faire figurer en annexe le montant de leurs engagements. Cette obligation est définie par le code de commerce et le PCG (c. com. art. L. 123-13 ; PCG art. 324-1).

La recommandation CNC n° 2003 R-01 du 1er avril 2003 est, en partie, une adaptation de la norme IAS 19. Elle n'oblige pas les entreprises à comptabiliser les passifs sociaux liés aux régimes de prestations définies mais elle insiste sur le fait que ces engagements restent souvent significatifs. Par ailleurs, l'ANC rappelle que les entités de moins de 250 salariés n'ont pas l'obligation d'utiliser la méthode préférentielle. Ces entreprises peuvent utiliser leur propre méthode d'évaluation si elles en expliquent les principales caractéristiques en annexe. En outre, elles ne sont pas obligées d'utiliser la méthode actuarielle.

L'engagement de retraite évalué selon la méthode actuarielle repose sur une projection estimée des personnes qui pourront profiter de cet engagement et du coût prévisionnel pour la structure à la date où le paiement de la dette interviendra. L'évaluation tient compte d'un certain nombre d'incertitudes liées aux risques démographiques, financiers et économiques.

En pratique, les paramètres actuariels suivants sont à prendre en compte :

- la mortalité (probabilité de survie) pendant la période de travail dans l'entreprise ;
- la rotation du personnel (probabilité de présence) ;
- le taux d'actualisation et le taux attendu de rendement des actifs du régime (couverture par assurance).

LA VALEUR ACTUELLE PROBABLE DES INDEMNITÉS À VERSER

Le passif social lié aux indemnités de fin de carrière correspond à une dette latente que l'entreprise devra probablement verser à ses salariés dans le futur. En effet, la dette n'existe pas en tant que telle au jour du calcul. La valeur actuelle probable des indemnités à verser (VAPI) est une estimation du montant des engagements à la clôture de l'exercice, selon un taux d'actualisation retenu. Cette valeur indique l'engagement global à la date de clôture de l'exercice. Elle se calcule en actualisant le coût des flux des prestations futures (indemnités théoriques à verser) pondéré par la probabilité que ces flux soient réels à l'avenir (probabilité de verser cette indemnité).

La dette actuarielle correspond à la valeur actuelle estimée des droits acquis, en prenant en compte les hausses de salaires jusqu'à l'âge de la retraite, les probabilités de départ (turnover), de survie. Cette dette est à prendre en compte dans le calcul de l'endettement financier net (EFN) en évaluation.

QUELQUES CONSEILS PRATIQUES

Dans le cas des engagements de fin de carrière, certains évaluateurs prennent en compte les impacts dans les agrégats utilisés pour le calcul de la valeur d'entreprise. Compte tenu de la volatilité très forte des engagements liés à différents éléments (paramètres actuariels tels que des taux d'actualisation calculés par rapport à des données spot, évolution dans les règles de calcul de certains paramètres tels que le turnover, évolution de la lecture de la norme sur les règles d'étalement de la charge dans certains cas...), nous recommandons de prendre en compte les engagements de retraite au niveau des autres ajustements non dans le calcul de la valeur d'entreprise.

Ainsi :

- le montant des engagements de retraite retenu doit correspondre à l'engagement global net de la juste valeur du fonds sans tenir compte, le cas échéant, des écarts actuariels différés ni des changements de régime différés (certains référentiels comptables, tels que le référentiel français, permettent en effet de différer les écarts actuariels et les impacts des changements de régime) ;
- par cohérence, les agrégats utilisés pour calculer la valeur d'entreprise ne doivent pas intégrer les impacts liés aux engagements de retraite, lorsque l'impact est intégré dans les autres ajustements et est significatif (par exemple les versements de cotisations à un fonds IFC, les indemnités de retraite versées constatées en charges...) ;
- le montant des engagements doit être pris en compte pour un montant net d'impôt ;
- l'évaluateur devra être attentif aux paramètres utilisés qui, selon les cas, peuvent conduire à majorer / minorer de manière significative le montant des engagements ;
- dans certains cas, il faudra apprécier la pertinence du montant des engagements estimés par la société, avec une approche simplifiée, telle que le montant des engagements à payer dans les 10 prochaines années, sans actualisation ni revalorisation de salaires.

L'évaluateur devra également apprécier la pertinence de prendre en compte les actifs et passifs éventuels, qui ne sont généralement pas comptabilisés.

■ INTÉRÊTS MINORITAIRES / ENGAGEMENTS DE RACHATS / PUTS SUR MINORITAIRES

Lorsque l'évaluation porte sur un groupe dont les filiales ne sont pas détenues à 100 %, il convient de prendre en compte l'impact des intérêts minoritaires. Le montant à intégrer dans les autres ajustements ne correspondra généralement pas au montant des intérêts minoritaires qui apparaît dans les comptes consolidés à la date de l'évaluation, lorsque les impacts sont significatifs.

Par expérience, on note que les situations peuvent être très différentes selon les cas :

- en cas de *pacte d'actionnaires* définissant une formule applicable en cas de rachat, cette formule devra être appliquée ;
- en cas d'*engagements de rachat et/ou de puts* sur minoritaires, la formule généralement définie devra être appliquée ;
- en l'*absence de référence* à une formule de valorisation dans un document contractuel, il conviendra d'appliquer une formule de valorisation cohérente avec celle retenue pour la valeur d'entreprise, en appréciant la pertinence de retenir (ou non) une décote de minoritaires. Par ailleurs, l'estimation de la juste valeur des minoritaires devra tenir compte des situations spécifiques (par exemple en cas de contrôle conjoint, de minoritaires passifs dans une filiale dont les capitaux propres sont négatifs...), lorsque l'impact est significatif.

■ IMPÔTS DIFFÉRÉS

L'évaluation d'une entreprise nécessite de disposer d'une analyse détaillée des différences fiscales temporaires liées à la société évaluée.

LES AJUSTEMENTS DE LA DETTE NETTE NE PORTENT QUE SUR LES DIFFÉRENCES FISCALES TEMPORAIRES

Les impôts différés à prendre en compte dans les ajustements de la dette nette ne portent que sur les différences fiscales temporaires, et non sur les différences fiscales permanentes.

EXEMPLES

Ce sont notamment les éléments suivants :

- impôts différés passifs sur amortissements dérogatoires et subventions d'investissement ;
- impôts différés actifs sur les engagements de fin de carrière ;
- impôts différés sur les provisions pour risques et charges réintégrées fiscalement dans les comptes sociaux (autres que relatives aux provisions récurrentes liées à l'exploitation, voir ci-avant) ;
- impôts différés passifs liés à des plus-values différées dans le cadre de l'option pour le régime des fusions et opérations assimilées, sauf dans le cas d'actifs non amortissables nécessaires à l'exploitation (par exemple plus-values sur fonds de commerce) ;
- impôts différés liés aux plus et moins-values sur actifs non nécessaires à l'exploitation (voir ci-avant).

FOCUS SUR L'ÉVALUATION EN CAS DE DIFFÉRENCES FISCALES TEMPORAIRES LIÉES AUX DÉFICITS FISCAUX REPORTABLES

Dans le cas de différences fiscales temporaires liées aux déficits fiscaux reportables, il est préférable de calculer la valeur d'entreprise sans tenir compte de l'utilisation des déficits fiscaux reportables, afin notamment d'avoir une cohérence entre les différentes méthodes utilisées pour le calcul de la valeur d'entreprise.

EXEMPLE

Il convient, à titre d'illustration, d'assurer la cohérence entre la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie prévisionnels actualisés et les méthodes faisant référence aux multiples.

L'application de ce principe conduit, ainsi, à prendre en compte le montant des déficits fiscaux reportables dans les autres ajustements de l'endettement financier net ajusté.

L'analyse est souvent complexe, car elle suppose de tenir compte de différents éléments tels que :

- les prévisions de résultats fiscaux, qui peuvent être très différents des résultats économiques ;
- les prévisions de résultats fiscaux imposables au taux de droit commun versus celles des résultats imposables au taux réduit ;
- la non-prise en compte des différences permanentes récurrentes, telles que le crédit d'impôt recherche (CIR) ;
- les règles de plafonnement liées à l'utilisation des déficits fiscaux reportables ;
- les autres particularités telles que l'existence d'un groupe d'intégration fiscale.

EN PRATIQUE En revanche, la pratique conduit à ne pas retenir les impôts différés liés à des réintégrations / déductions lorsqu'elles sont récurrentes, telles que les réintégrations sur l'Organic, l'effort de construction, la participation des salariés si elle est récurrente, la réintégration d'une fraction des provisions clients et stocks calculée sur une base statistique... Elles pourront, a contrario, être prises en compte lorsque ces différences ne sont pas récurrentes (par exemple la participation des salariés due à un profit exceptionnel).

AUTRES RETRAITEMENTS

Sans que la liste soit exhaustive, nous présentons ci-après des exemples d'autres retraitements qui doivent être intégrés dans les autres ajustements, le cas échéant, lorsque leur impact est significatif :

- les compléments de prix à recevoir / à reverser, qui peuvent être liés à de précédentes acquisitions / cessions, ou être la conséquence d'une cession de la société évaluée ;
- les sommes que la société peut être amenée à reverser en cas de cession de la société évaluée lorsque le prix de cession dépasse certains seuils (montants à reverser à des chercheurs dans le secteur de la santé...) ;
- les abandons de créances avec clause de retour à meilleure fortune reçus / donnés, dont l'exercice interviendrait sur la base des informations prévisionnelles utilisées pour le calcul de la valeur d'entreprise.

Maîtrisez tous les usages d'une holding dans vos stratégies fiscales

- Une **approche complète des questions fiscales.**
- Des **développements** accompagnés de nombreux **exemples pratiques.**
- Des **infographies** pour tout comprendre.
- Version **accessible en ligne.**

NOUVELLE ÉDITION

49 € TTC 6ème édition

Parution novembre 2022

480 pages environ

Disponible en librairie

Commandez au **01 48 00 59 66** ou sur **boutique.grouperf.com**

Revue Fiduciaire

LES PRINCIPAUX PIÈGES À ÉVITER

Cette dernière partie a pour vocation de mettre en évidence un certain nombre d'erreurs fréquentes à éviter, sans bien évidemment que cette liste puisse être considérée comme exhaustive.

TRÉSORERIE NETTE

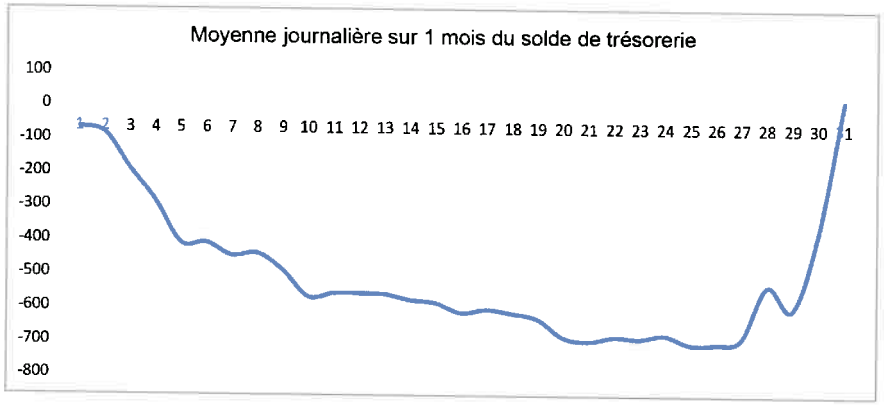
Une première erreur est de ne pas chercher à rationaliser les écarts avec les niveaux de BFR du secteur, en cas d'écarts significatifs du ratio BFR / CA.

Une seconde erreur est de ne pas tenir compte de la saisonnalité du BFR dans le calcul de la trésorerie nette.

LES POSITIONS DE TRÉSORERIE DE FIN DE MOIS

Une troisième erreur consisterait à retenir systématiquement les positions de trésorerie à la clôture sans analyser l'évolution des positions de trésorerie en cours d'année (impact éventuel de la saisonnalité (voir partie 6 « Endettement financier et trésorerie ») des décalages de règlement en fin d'année, des contrats de financement du BFR,...).

Pour aller encore plus loin, dans certaines activités, l'évolution de la trésorerie à l'intérieur d'un mois donné peut être très atypique. C'est par exemple le cas des entreprises dont la clientèle est très concentrée, avec des modalités d'encaissement de leur client principal par exemple en fin de mois, comme illustré ci-dessous.



Dans ces situations atypiques, les positions de trésorerie fin de mois peuvent être positives alors même que l'entreprise est à découvert 20 jours dans le mois. Il conviendra ici de déterminer le montant de la trésorerie normative.

LES CRÉANCES DE CRÉDIT IMPÔT RECHERCHE (CIR) EN ATTENTE DE REMBOURSEMENT

Dans les sociétés qui bénéficient du CIR, il arrive fréquemment que la société ne dégage pas suffisamment de résultat fiscal pour pouvoir imputer son CIR sur l'impôt sur les sociétés. Dans ces situations, la créance de CIR n'est remboursable qu'au bout de 3 ans. Dans ce cas, cette créance peut être assimilée à de la trésorerie et être retraitée du BFR pour éviter un double comptage.

INTÉRÊTS MINORITAIRES

Une autre erreur consiste à retenir les intérêts minoritaires pour la valeur qui apparaît dans les comptes consolidés, sans tenir compte des formules de valorisation définies dans un pacte d'actionnaires ou dans un engagement de rachat, lorsque l'impact est significatif.

PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES

Une erreur consiste à :

- intégrer dans les autres ajustements de l'endettement financier net des provisions récurrentes liées à l'exploitation, dont l'impact est déjà pris en compte dans le calcul de la valeur d'entreprise ;
- tenir compte en évaluation de l'engagement brut lié aux départs à la retraite, nets des éléments différés comptablement (écarts actuariels et changements de méthode en règles françaises). Il convient, en effet, de tenir compte des engagements bruts totaux ;
- tenir compte de certaines provisions pour risques à la fois dans le calcul de la valeur d'entreprise et dans l'endettement financier net.

IMPÔTS DIFFÉRÉS

Concernant les impôts différés, nous relevons fréquemment les deux erreurs suivantes qui consistent à :

- ne pas tenir compte dans les autres ajustements de l'effet d'impôt lié à une provision pour restructuration réintégrée fiscalement ;
- ne pas tenir compte des impôts différés actifs sur déficits fiscaux reportables dans la méthode des multiples.

AUTRES PIÈGES

Et pour finir, il convient d'éviter de ne pas tenir compte de la juste valeur des titres non consolidés et/ou des prêts sur des sociétés non consolidés. De la même manière, il faut éviter de ne pas intégrer une créance sur une cession d'immobilisations à recevoir à la date d'évaluation.