

Préface

Toute transaction nécessite qu'il y ait eu, au préalable, un accord sur la valeur du bien concerné entre celui qui est prêt à le céder et celui qui désire l'acquérir. C'est vrai lorsqu'un consommateur achète un produit de grande consommation dans un magasin ; çà l'est encore lorsqu'un amateur fait l'acquisition d'une toile de maître ou lorsque deux enfants s'échangent les pièces d'une collection dans une cour de récréation.

Çà l'est bien évidemment aussi lorsqu'une entreprise change de propriétaire, que ce soit de manière globale à l'occasion d'une succession, ou seulement partielle lors d'un échange de titres en bourse.

C'est pour **objectiver les bases transactionnelles** et limiter les risques de contentieux à *posteriori* que différentes méthodes visant à estimer la valeur d'une entreprise ont ainsi été élaborées au fil des années ; certaines ont cherché à privilégier d'abord la dimension patrimoniale et les fondamentaux financiers, d'autre ont mis plus particulièrement l'accent sur les flux et sur des hypothèses d'exploitation future.

Ce livre n'est certes pas, loin s'en faut, le premier à se pencher sur les différentes méthodes qui permettent de déboucher sur la valorisation d'une entreprise et à les présenter avec une perspective comparative. Mais tout le mérite de Gérard CHAPALAIN est sans doute d'avoir su orienter celui-ci vers ce qui constitue certainement le principal défi qu'il convient de relever aujourd'hui, à savoir la prise en compte des actifs immatériels. Comme il le rappelle fort justement lui-même : « *en moyenne sur les dernières années, l'immatériel expliquerait environ 50 % de la valeur des entreprises du CAC 40 ; et même si l'on tient compte d'une sous-estimation du matériel qui n'est pas toujours réévalué dans les bilans, ce chiffre atteint encore 30 %* ».

S'il est donc relativement aisé d'estimer la valeur d'un bien immobilier en raison des normes qui sont fournies par le marché ou celle d'un matériel d'exploitation grâce à la comptabilisation de son amortissement, il en va tout autrement dès lors qu'il faut répondre à la question suivante : « à combien peut-on estimer une entité qui n'a pas d'existence tangible ? » (Savoir-faire, qualification du personnel, image de marque, clientèle, expérience, implantations commerciales ...).

La marque est certainement l'un des facteurs les plus emblématiques de cette montée en puissance de l'immatériel. Bénéficiaire d'un label comme coca-cola, Microsoft, Nestlé ou L'Oréal est en effet un Graal que toutes les firmes voudraient bien trouver.

De fait, on constate que depuis une quinzaine d'années, la plupart des entreprises s'efforcent de rationaliser leur portefeuille de marques en éliminant celles qui ne véhiculent pas un pouvoir d'évocation suffisant afin de se recentrer sur les plus fortes et de capitaliser sur elles. David Aaker¹ rappelle ainsi, que pour une entreprise, une marque puissante est génératrice de cash-flows pour de nombreuses raisons : elle facilite la conquête des consommateurs, elle crée un fonds de commerce stable, elle permet de pratiquer des marges supérieures, elle fournit des opportunités de croissance (par une politique d'extension de marque par exemple), elle constitue un atout dans les négociations avec la distribution, elle offre une protection contre la concurrence ... Mais quand il faut exprimer ce potentiel sous forme monétaire, les zones d'ombres restent nombreuses.

Il en va de même pour la valeur d'un client dont il convient de savoir gagner la confiance afin qu'il ait envie de s'engager dans une relation durable, gage de profit sur la durée ; car si l'établissement d'une telle relation représente un investissement réel — parfois élevé — les retombées positives de celle-ci s'amplifient avec le temps, pour peu qu'on sache l'entretenir : achat de quantités plus importantes, moindre sensibilité au prix, rôle de prescription auprès d'autres clients potentiels ... ; pour initialiser la relation et lui permette de s'inscrire dans la durée, les techniques de C.R.M. (*Customer Relationship Management*) ne cessent de s'affiner depuis dix ans, aidées en cela par l'évolution des moyens informatiques.

Au moment de l'âge d'or de la nouvelle économie, on s'est beaucoup appuyé sur cet indicateur pour appréhender la valorisation d'entreprises qui ne comptaient que très peu d'actifs tangibles ; mais les fluctuations énormes des cours de celles-ci ont montré à quel point on manquait de repères pour apprécier celui-ci de manière fiable.

Sur les cinq chapitres que compte l'ouvrage, l'un d'entre eux est entièrement consacré à présenter une nouvelle méthode, Add-Value[®], qui permet justement d'intégrer la quantification de tels facteurs au côté des actifs matériels.

¹ D.A. Aaker, *Managing Brand Equity : Capitalizing on the Value of a Brand Name*, New York, The Free Press, 1991

Les qualités intrinsèques de ce livre viennent de ce qu'il est d'abord le fruit d'une double expérience :

- Une expérience professionnelle d'une part ; depuis plus de dix ans, Gérard Chapalain a su en effet, au fil des dossiers qu'il a traités avec sa société Fas Conseil, parfaire une expertise sur les différentes méthodes d'évaluation et développer la réflexion qui lui a permis de jeter les bases de l'approche qui allait devenir Add-Value® ;
- Une expérience pédagogique d'autre part ; depuis la même période, il assure des enseignements au groupe ESC Rouen et à l'Université de Paris Dauphine, ce qui l'a conduit à un haut degré de formalisation dans la manière de présenter les méthodes et les concepts qui les sous-tendent ; de fait, même un non-spécialiste des problèmes financiers s'approprie assez facilement le contenu de l'ouvrage malgré le caractère très technique de certains développements.

Pour toutes ces raisons, je salue avec beaucoup d'enthousiasme la naissance de ce livre qui devrait trouver assez naturellement son public aussi bien chez les dirigeants confrontés à un vrai problème d'estimation de leurs actifs que chez les étudiants en quête d'apprentissage sur les questions financières. Sans compter que la moindre des qualités de cet ouvrage n'est sans doute pas de contribuer à réconcilier les différentes fonctions de l'entreprise ; en soulignant que ses principales richesses résident aujourd'hui dans son potentiel humain, son savoir-faire technique ou la qualité de son environnement commercial (et qu'il est possible d'objectiver la valeur de celles-ci), il démontre que son succès repose avant tout sur les interactions des acteurs, et donc sur la prise de conscience que tous doivent œuvrer dans la même direction pour atteindre les mêmes buts.

Joël BRÉE

Professeur à l'Université de Caen et au groupe ESC Rouen
Président de l'Association Française du Marketing

Introduction

« Le bon sens est la chose du monde la mieux partagée; car chacun pense en être si bien pourvu que ceux même qui sont les plus difficiles à contenter en toute autre chose n'ont point coutume d'en désirer plus qu'ils en ont.

En quoi il n'est pas vraisemblable que tous se trompent : mais plutôt cela témoigne que la puissance de bien juger et de distinguer le vrai d'avec le faux qu'est proprement ce qu'on nomme le bon sens ou la raison est naturellement égale entre tous les hommes... »

René DESCARTES (1637)

Dans le discours de la méthode, si Descartes considère que chacun dispose au départ des mêmes capacités de logique et d'esprit à comprendre et à juger – le bon sens étant la chose la mieux partagée - Il prétend par ailleurs que la « Méthode » constitue un moyen d'augmenter par degré sa connaissance.

Le « bel esprit » et le « bon sens » évoquées par Descartes représentent naturellement des qualités recherchées chez l'analyste et l'évaluateur. Cependant, ce qui devient majeur pour savoir évaluer une entreprise consiste en :

- La connaissance des méthodes utilisées et leurs limites,
- La disponibilité de l'information :
 - information sectorielle et environnement,
 - Information stratégique,
 - Information comptable,
 - Mesure des risques,
 - Vision globale de l'évolution du monde (innovations technologiques, progrès, projections dans le futur...),
 - Capacité d'adaptation de l'information théorique aux situations pratiques,
- La capacité à utiliser de façon synthétique et efficace les connaissances théoriques, les divers niveaux d'information disponibles...et une certaine vision concrète et pratique de l'économie.

La pensée philosophique et française du 17^{ème} Siècle de Descartes constitue encore et pour longtemps un socle de réflexion applicable aux développements de règles et de méthodes modernes, pour mieux appréhender le monde que nous vivons, et trouver par la méthode une considération plus universelle de la valeur.

L'évaluation d'entreprise entre la méthode et l'incertitude

Avec le vieillissement de la population, intervient le vieillissement des chefs d'entreprise et une question importante pour notre économie : qui prendra le relais ? Il nous faut anticiper la sortie d'activité de nos Managers et suffisamment tôt, savoir évaluer les entreprises, leur situation et positionnement pour préparer les reprises, rachats et successions. Sans cette forme de précaution notre économie risque de détruire de l'activité, de perdre des savoir-faire et de détruire des emplois.

L'ambition de ce manuel n'est autre que de participer à ouvrir ce champ de compétences trop souvent réservé à des spécialistes du calcul actuariel, pour démystifier les méthodes et rendre plus habituelle et plus simple la capacité à appréhender la valeur de l'entreprise ...avant que celle-ci ne meure parfois avec le simple arrêt d'activité de son dirigeant.

A l'heure de la réforme comptable par l'obligation du passage aux normes IFRS faisant suite au «Nouveau plan comptable de 1982», d'aucuns pourraient croire au rapprochement des valeurs comptables ou boursières, ou encore au fait que le comptabilité fondée sur le concept nouveau de la juste valeur permettra de se faire une juste opinion² de la valeur de l'entreprise.

La notion de valeur de marché appliquée aux actifs de l'entreprise apparaît séduisante, mais laisse probablement quelques interrogations quant aux modalités à mettre en œuvre s'agissant notamment de l'appréciation des actifs incorporels et immatériels.

« Peu de comptables sont en mesure d'évaluer ces concepts »³

« L'objectif de la comptabilité n'est certainement pas de dire la valeur des sociétés, mais de permettre aux investisseurs de s'en faire une idée »⁴

Par conséquent, même si de nombreux travaux d'ajustements interviendront désormais dans le cadre de la nouvelle norme comptable, notamment par abandon de la méthode des coûts historiques au profit de l'appréciation plus précise de chacun des postes d'actifs, n'oublions pas que les consultants et experts en évaluation d'entreprise n'ont pas attendu l'apparition des scandales financiers et le besoin affirmé de transparence pour l'actionnaire et l'investisseur pour réfléchir aux différentes façons d'appréhender la valeur de l'immatériel dans l'entreprise.

² L'opinion est quelque chose d'intermédiaire entre la connaissance et l'ignorance - Platon

³ Les échos « Philippe DANJOU - AMF

⁴ Jacques De GRELING - SFAF

Qu'est-ce que la valeur ?

L'incertitude est fondamentalement induite par la notion de valeur. Même si les spécialistes s'accordent globalement sur les différentes méthodes à mettre en œuvre, l'observation des opérations démontre qu'il existe toujours un biais ou un écart dans les résultats qui sont obtenus. Cet écart fait l'objet de discussions d'experts et de négociations acheteurs/vendeurs pour aboutir à un prix qui arrête « une certaine valeur ».

La valeur reste donc un concept comprenant une certaine relativité issue de paramètres multiples susceptibles de l'influencer.

La valeur d'une entreprise dépend aussi d'éléments externes tels que :

- Le nombre de repreneurs potentiels ;
- Le secteur d'activité (une PME sous-traitante sur un marché sinistré est difficile à vendre quelque soit sa valeur) ;
- L'actualité (la valeur d'une compagnie aérienne est différente avant et après le 11 septembre 2001) ;
- La période (une start-up internet peut présenter une appréciation de sa valeur très fluctuante) ;
- L'opportunité (un acheteur ou un concurrent qui souhaite acquérir votre part de marché est prêt à payer le prix).

Problématique générale de l'évaluation

Dans le monde des affaires, la question de l'**évaluation d'entreprise** se pose de plus en plus fréquemment aux partenaires de l'entreprise, notamment: les analystes financiers, les banques, les notaires, les acquéreurs d'entreprises, l'état, le fisc, et surtout les managers qui y trouvent un intérêt croissant non seulement pour la gestion du risque mais aussi dans le cadre de la planification stratégique.

Deux types d'analyses s'affrontent entre l'analyse fondamentale et l'analyse technique.

- **L'analyse fondamentale** cherche à appréhender la valeur par l'étude des fondamentaux financiers (compte de résultat, bilan) et par l'évaluation de la pertinence de la stratégie d'une entreprise. L'analyse fondamentale a pour objectif de détecter des "perles", entreprises dont le marché n'a pas encore repéré le potentiel et dont la valorisation boursière est donc injustement sous évaluée.

L'analyse fondamentale est la seule méthode qui permette vraiment d'analyser la valeur d'une entreprise. Elle conduit à valider sa stratégie et son positionnement par l'analyse de ses comptes.

Cependant la comptabilité ne permet pas toujours de tout traduire de la réalité des entreprises, en une époque marquée par deux mutations majeures provoquant une recomposition radicale des actifs : la multiplication des opérations de fusions et acquisitions et l'émergence de l'immatériel consécutive à la prépondérance des activités de services.

Alors le croisement de différentes méthodes aboutissant à rapprocher des valeurs qui individuellement n'ont pas de signification fortes mais qui assemblées les une aux autres mettent en exergue une caractéristique du prix de l'action permet d'encadrer la valeur de l'entreprise.

- **L'analyse technique** fait l'hypothèse que la seule information importante est celle du prix du sous-jacent. Elle tente de prévoir l'évolution des cours par le biais de l'étude des historiques des cours et des volumes de transactions.

L'analyse technique repose sur l'idée que l'histoire, comme la psychologie humaine, a tendance à se répéter. En d'autres termes, des comportements passés se reproduiront à l'avenir, ils peuvent donc être utilisés à des fins de prévision ou, tout au moins, d'anticipation. L'analyse technique vous aidera plus à intervenir sur le marché au "bon moment" que sur la "bonne valeur".

Pour autant toutes les sociétés non cotées qui font l'objet d'évaluation ne recèlent pas forcément le potentiel de valeur d'une perle rare.

Pour ce qui nous concerne nous resterons au plus près de l'analyse fondamentale et de recherche de la valeur de sociétés non cotées, même si parfois la méthode empruntée peut utiliser des références sectorielles et méthodologiques des sociétés cotées.

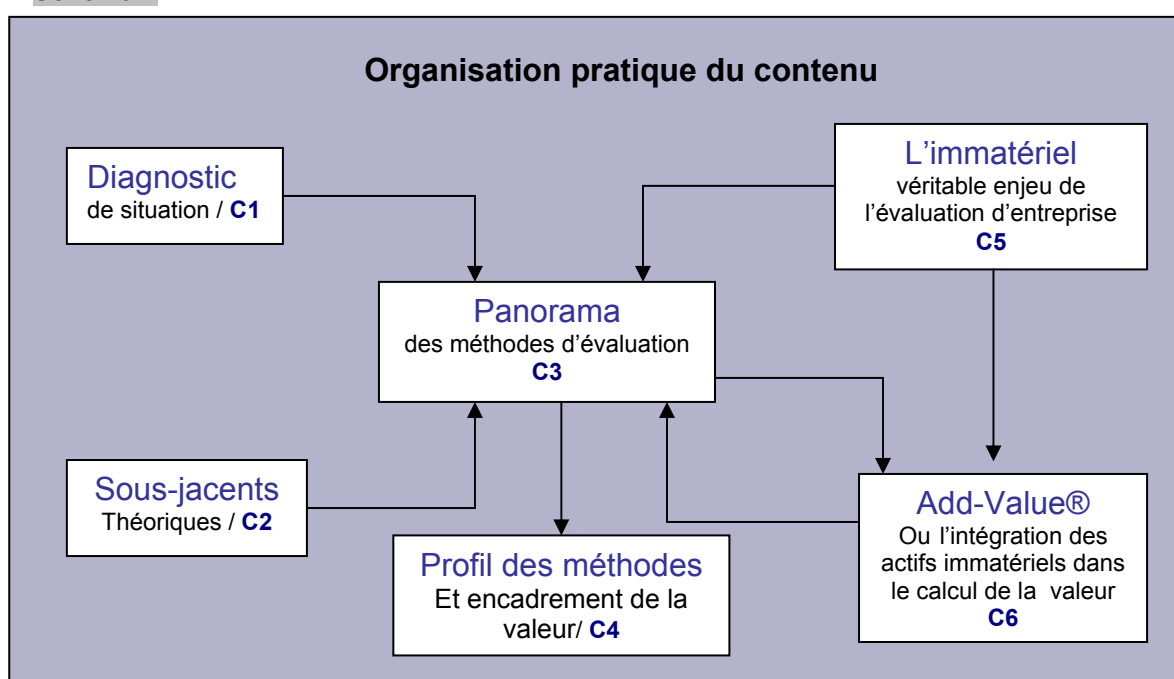
Cet ouvrage est conçu comme un manuel pratique destiné à éclairer le lecteur sur un point de méthode ou d'organisation de son dossier d'évaluation face à un cas concret.

Orientation des chapitres

Nous précisons ci-dessous les moyens à mettre en œuvre pour apporter des réponses cohérentes à cette question : « combien vaut l'entreprise ? »

Le respect d'une certaine rigueur ou discipline dans l'analyse permet d'aboutir à des résultats cohérents.

Schéma 1



La lecture de ce manuel peut être réalisée par tranches, cependant l'ordre des flèches doit être respecté pour faciliter au lecteur ou au profane une progression tant dans l'apprentissage des différentes méthodes que dans le contenu des sujets traités⁵.

Chapitre 1 – Un diagnostic de situation pour initialiser une première approche de d'évaluation

Parce que la première lecture concrète de la situation de l'entreprise s'établit par un regard sur les comptes et parce qu'il semble inenvisageable de ne pas chercher à comprendre les enjeux stratégiques et de positionnement de l'entreprise sur son marché pour établir une évaluation, nous insistons dans ce premier chapitre sur la base d'un diagnostic de situation.

⁵ Nous ne traiterons pas ici de l'évaluation de projet ou de start up appréciée par les options réelles

Chapitre 2 – Des paramètres et sous-jacents théoriques à l'évaluation d'entreprise

La mise en œuvre des techniques d'évaluation implique la maîtrise d'un certain nombre d'outils en terme de paramètres financiers qui renvoient à des concepts et sous-jacents théoriques. De nombreux ouvrages de finance insistent sur ces questions, aussi nous nous contenterons ici de préciser l'utile et l'indispensable à la poursuite de l'exposé des méthodes.

Chapitre 3 – Un panorama des principales méthodes d'évaluation

Il reste plutôt difficile d'être totalement exhaustif sur la présentation des méthodes d'évaluation. Cependant nous nous efforçons dans ce chapitre de dresser un panorama des principales méthodes utilisées et de préciser leur niveau d'utilisation. Une approche critique des différentes méthodes est aussi envisagée.

Chapitre 4 – Profil des méthodes et encadrement de la valeur

La description des méthodes posée au chapitre 3 offre une diversité de résultats et de proposition de valeurs finale pour l'entreprise évaluée. Il convient de bien cerner la signification de chaque méthode, d'en appréhender le profil et le niveau d'utilisation dans le temps, puis de savoir finalement justifier d'un choix de valeur pour lequel opter.

Chapitre 5 – L'incorporel et l'immatériel – véritable enjeu de l'évaluation

Dans une période récente marquée la multiplication des opérations de fusions et acquisitions et l'émergence de l'immatériel consécutive à la prépondérance des activités de Services, il est permis de s'interroger sur l'évolution du fondement de la valeur. Sur ce sujet, la comptabilité à elle seule ne rend pas totalement compte de la valeur. De plus, comme l'actif tangible s'apprécie assez simplement par les comptes, la véritable problématique de l'évaluateur ne reste-t-elle toujours pas de savoir valoriser l'immatériel et l'incorporel ?

Chapitre 6 – Add-Value© ou la méthode pondérative©

Dans ce chapitre nous proposons la considération d'une méthode mise au point avec le temps, qui présente l'intérêt d'une voie différente des méthodes traditionnelles d'aboutir à des résultats suffisamment cohérents ou convergents en assurant une autre lecture de la valeur de l'entreprise.

Cette méthode prend en considération la création de valeur dans l'entreprise – notion financière assez classique désormais – mais aussi une démarche d'analyse ou d'audit de l'entreprise sous l'angle de ses actifs immatériels et de la notion de contribution à la performance.

La valeur de l'entreprise ainsi calculée réconcilie le financier et l'immatériel par l'application d'un impact ou coefficient pondérateur à la création de valeur.

Fiche pratique du chapitre 1 – Le diagnostic de situation préalable à l'évaluation

Diagnostic Stratégique	Diagnostic Financier	Business Plan Et prévisions
Marché/Concurrence DAS	Exploitation bilans et annexes	Application de la stratégie et chiffrage de l'activité
Organisation interne et savoir-faire	Retraitements comptables	Adaptation des paramètres financiers : <ul style="list-style-type: none"> • Organisation et structure • Compétences et personnels • Investissements et financement • Exploitation et rentabilité • Gestion des charges
FCS	Traitement des données analytiques	Mesure des cash-flows et premières évaluations de l'intérêt économique

Un diagnostic de situation minutieux sera élaboré et travaillé dans le cadre d'une synthèse comprenant certains objectifs :

- Prendre la mesure des enjeux du secteur
- Apprécier la marge de manœuvre de l'entreprise
- Identifier la valeur des savoir-faire et des compétences clés et leur pérennité
- Appréhender la situation financière et le niveau des investissements/financements
- Envisager les possibilités d'optimiser l'exploitation et le développement
- Mesurer la rentabilité économique et financière de l'entreprise
- Déterminer les cash-flows ou flux libres issus de la mise en œuvre du business plan
- Décliner les scénarii possibles (hypothèse forte – moyenne – faible)

Questions :

- Pourquoi faut-il établir un diagnostic de situation de l'entreprise avant d'appliquer les techniques d'évaluation ?
- Pourquoi décliner des scénarii différents du business plan ?
- A quoi sert-il de calculer des cash-flows à ce stade de l'étude ?
- Pourquoi ne pas se contenter dans un premier temps d'une seule lecture comptable ?
- Quel est le but de l'exploitation de la comptabilité analytique (si elle existe) ?
- Comment relier le diagnostic financier et la stratégie ?

Références :

- Traité pratique de l'analyse financière à l'usage des banquiers – Barbier et Proutat – Ed. la Revue Banque
- Finance d'entreprise – Gérard Charreaux – Ed. Management
- L'Auditor – J.C.B. Bontje – Ed. Maxima
- Les meilleures pratiques de Management – Jean Brillman – Ed. Organisation
- Outil de traitement : Diagflash – www.fas-conseil.com

Fiche pratique du chapitre 2 – Paramètres de l'évaluation et sous-jacents théoriques

La formation des flux financiers	La détermination des taux d'actualisation	La prise en considération du temps	La notion de rentabilité et de création de valeur
De la capacité d'autofinancement à la mesure des cash-flows actuels	Le parallèle entre le risque et la rentabilité : La notion de prime de risque.	La notion de visibilité en fonction de l'horizon estimé	Les variables utiles à la mesure de création de valeur
L'utilisation de business plan et la mesure des cash-flows futurs libres Les axes d'optimisation Les sources d'écarts	R_j – Le MEDAF β : coefficient de risque C_{mpc} ou coût moyen pondéré du capital R_j' ou la notion d'un coût du risque nuancé sur la valeur de revente ou valeur terminale	La perte de valeur incluse dans l'exposant du coefficient d'actualisation Le choix d'une pondération et la notion de proximité temporelle	La notion de rentabilité du capital investi Le levier financier ou gearing L'effet de levier L'EVA© = [Re - C _{mpc}] X AE

Les points de difficultés identifiés dans le repérage des paramètres financiers :

- Une théorie satisfaisante pour une mise en pratique parfois complexe à réaliser :
 - L'obtention des coefficients de risque reste parfois difficile
 - Les R_j ne sont pas toujours disponibles et leur calcul peut être sujet à caution
- Le C_{mpc} sera souvent apprécié ou préféré au R_j si ce dernier n'est pas disponible
- Cependant l'utilisation du C_{mpc} continue d'inclure une part d'incertitude par l'intégration du coût du capital parfois mal "sourcé".
- L'EVA© constitue un critère particulièrement exigeant pour les PME et donc intéressant à calculer pour appréhender le potentiel futur de l'entreprise

Questions :

- Pourquoi le taux d'actualisation constitue-t-il un enjeu majeur de la théorie financière ?
- Peut-on associer la notion de risque à celle d'espérance de gain ? Pourquoi ?
- Ces notions nous aident-elles à apprécier la valeur d'une entreprise ? Pourquoi ?
- Quelle différence peut-on faire entre la création de valeur et la valeur d'une entreprise ?

Références :

- Principes de gestion financière des sociétés – Brealey & Myers – Ed. Mac graw hill
- Finance d'entreprise – Pierre Vernimmen – Dalloz
- Création de valeur et management de l'entreprise, Christian Hoarau, Robert Teller Ed. Vuibert, 2001.
- La stratégie de la valeur – Tom Copeland, Tim Koller, Jack MURRIN Ed. d'organisation 2002

Fiche pratique du chapitre 3 – Panorama des méthodes d'évaluation d'entreprise

Méthode patrimoniales

m1	Méthode de valorisation bilancielle ou valeur d'actif	ANR	Actif Net Réel
m2	Méthode du coût de constitution	VAE	Valeur de l'actif économique
m3	Méthode du surprofit ou du Goodwill	VSP	Valorisation par le Surprofit

Méthode des flux

m4	Méthode des flux simplifiés	VFS	$VFS = CFtM / TxSbj$
m5	Méthode du Discounted Cash-flows	VDCF	$VDCF = Cfact[5p] + VRT/i\%$
m6	Méthode de la valeur de rentabilité/valeur	VRDT	$VRDT = VRTpr+VRDpr$

Méthode des multiples ou comparables

m7	Multiples boursiers	MVB	$MVB = PER \times RN$
m8	Multiples des résultats d'exploitation	MEBIT	$MEBIT = ME \times EBITpd$
m9	Multiples des résultats nets	MRNC	$MRNC = MTP \times RNC$

Méthodes mixtes

m10	Méthode classique	VCLQ	$VCLQ = ANR + [nXRN]$
m11	Méthode Retail	VRT	$VRT = [ANR + VRD]/2$
m12	Méthode Centrale	VCT	$VCT = [ANR + BC + x\% \times CA]/3$
m13	Méthode des praticiens	VPR	$VPR = [ANR + (RNC/Txact)]/2$
m14	Modèle Normatif d'évaluation	VMN	$VMN = ANR + [(RNC - Txact \times ANR)/txact] + sRNC$
m15	Méthodes fiscales		
m16	Mesure de la valeur par la création de valeur	VEVA®	$VEVA® = ANR + GW'$

Il existe de nombreuses méthodes d'évaluation - nous rassemblons dans cette présentation bon nombre d'entre elles classées par « familles ».

Chaque famille renvoie à des options spécifiques sous-jacentes à la méthode.

Questions :

- Quelle méthode utiliser ?
- Faut-il les utiliser toutes et en faire une moyenne ?
- Malgré un certain niveau d'exhaustivité dans les modèles envisagés peut-on être certain de la valeur finalement proposée ?
- Comment présenter la valeur d'une entreprise ?
- Quels sont les avantages et limites de la pondération ?
- La méthode VEVA ne constitue-t-elle pas une alternative intéressante aux différentes méthodes proposées ? Pourquoi ?
- En quoi le diagnostic de situation influence-t-il votre évaluation ?

Bibliographie :

- Evaluation d'entreprise – Jean-claude TOURNIER, Jean-Baptiste TOURNIER Ed. d'organisation - 2002
- Fusions acquisitions et évaluations d'entreprises – Patrick Della FAILLE - Ed.Larcier -2001
- L'évaluation des entreprises - Lachapelle, Ed. Economica, 2000
- L'évaluation des entreprises, Emmanuel Tchameni, 2ème édition, Economica

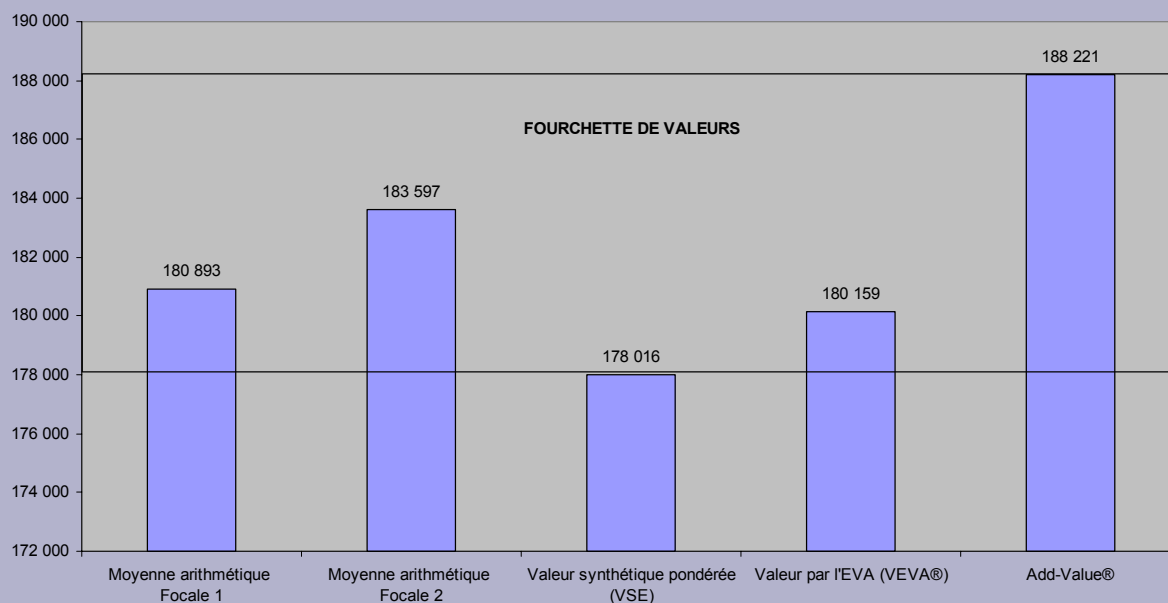
Fiche pratique du chapitre 4 – Profil des méthodes et encadrement de la valeur

Parmi les méthodes d'évaluation existantes, l'évaluateur est confronté à la nécessité d'effectuer des choix au plan des paramètres et de sélectionner les méthodes qui apparaissent les plus adaptées à rendre compte de la valeur.

Finalement, une fourchette de valeur est proposée le plus souvent pour encadrer un prix, et laisser place à certains ajustements dans la négociation.

Les résultats des travaux élargis sur l'ensemble des méthodes peuvent se présenter comme suit :

Synthèse des méthodes et fourchette de valeurs :



Questions :

- Quelles sont les méthodes les plus utilisées ?
- La nature des hypothèses utilisées dans les calculs de valeur est-elle susceptible d'évolutions à courts termes ? Pourquoi ?
- Faut-il distinguer le travail d'évaluation pour une société cotée et pour une société non cotée ?
- Comment peut-on présenter les résultats des différentes méthodes ?
- Comment sélectionner les méthodes les plus adaptées à proposer une valeur ?
- La moyenne des méthodes fonde-t-elle un résultat utile pour fixer la valeur ?
- Quel est l'intérêt de proposer une fourchette de valeur ?

Fiche pratique du chapitre 5 – «L'immatériel et l'incorporel» - véritables enjeux de l'évaluation

Une dichotomie croissante entre la valeur comptable et la valeur de marché ainsi que la transformation des actifs à la source de la valeur constituent autant de paramètres qui amènent à s'interroger sur les éléments constitutifs de la valeur de l'entreprise.

Le véritable enjeu de l'évaluation consiste donc à apprécier l'impact des actifs immatériels dans la mesure de la valeur. Nous classons les actifs immatériels dans les catégories suivantes :

- La valeur du portefeuille (ou le capital client)
- La valeur du capital innovation
- Le capital humain
- La valeur du Management et de l'organisation
- La valeur stratégique

La valeur de portefeuille comprend la valeur de fonds de commerce, la valeur de la marque et la valeur du capital client.

La valeur du capital innovation prend une place de plus en plus importante dans la stratégie des firmes, car pour soutenir une demande en croissance lente et aléatoire, les entreprises ont besoin de renouveler leur offre.

Il s'agit d'apporter régulièrement des innovations pour inciter les ménages à renouveler leurs équipements et pour tenter de récupérer de nouvelles parts d'un marché quasi stagnant.

La valeur du capital humain comprend les compétences et savoir-faire, les expériences, la culture et les valeurs (confiance, adhésion à un projet, appartenance à un groupe...); fidélisation des ses employés / cadres.

Le succès dans l'entreprise dépend avant tout de programmes s'appuyant sur l'expérience, la transaction des connaissances et la gestion de compétences, la capacité de l'entreprise et des hommes qui y travaillent à intégrer, formaliser, organiser, représenter et disséminer le savoir et l'expertise.

La valeur du Management et de l'organisation crée un avantage concurrentiel qu'avec une organisation compétitive. Les méthodes et processus de mise en œuvre qui rendent l'organisation efficace doivent donc être désormais au cœur de la stratégie, mieux, de la vie quotidienne de l'entreprise. La compétitivité repose à la fois sur des innovations sans cesse renouvelées et sur la maîtrise de tous les programmes et procédures de management, de marketing, de recherche, de qualité, au sein même de la société...

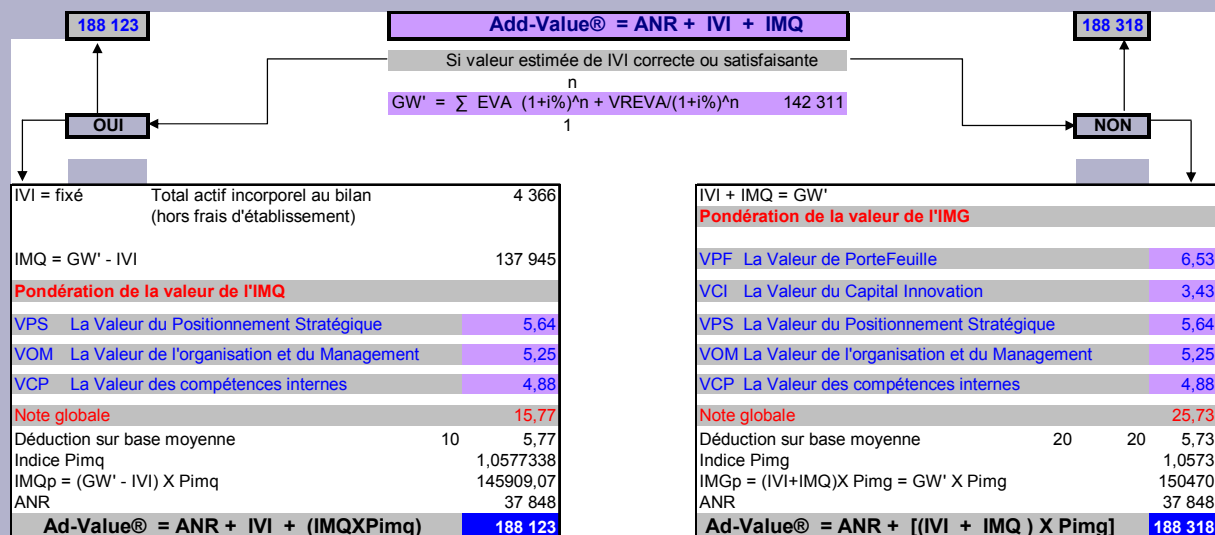
La valeur stratégique est le reflet de la valeur perçue par exemple par un industriel (et non un financier) qui souhaite acquérir l'entreprise dans une vision de continuité de l'exploitation pour créer de la valeur.

Bibliographie :

- L'évaluation financière des actifs immatériels technologiques - Article de doctrine juillet 2002 - Pierre BREESE
- Les ressources immatérielles dans l'entreprise: les nouveaux leviers de l'avantage compétitif 11ème. Conférence RESER - Grenoble, 25 et 26 d'Octobre 2001
- La gestion de l'immatériel, MARTORY B. et PIERRAT C. Nathan, collection "Les livres de l'entreprise", Paris, 1996.

Fiche pratique du chapitre 6 – Add-Value® ou la méthode « pondérative » – Une méthode de calcul qui reconnaît l'immatériel à la source de la création de valeur

Synthèse de présentation de la méthode



La méthode « **Add-Value®** » présente l'avantage d'intégrer la notion de création de valeur en base de calcul. En effet c'est sur la survaleur ou valeur créée au-delà de l'actif net réel que s'applique un coefficient pondérateur d'un complément de valeur ou d'une décote de valeur en fonction d'une notation des actifs immatériels de l'entreprise.

Ces actifs répartis entre d'une part les actifs immatériels identifiables (IVI) et les actifs immatériels qualitatifs (IMQ) participent dans une relation de mixage aux conditions de réalisation de la production et/ou de la valeur.

L'option de notation retenue dans la méthode s'ajuste plus commodément à l'objectif de mesure d'impact de l'immatériel sur la valeur – étant admis que la valeur ne peut être explicitement déterminée pour chacun des actifs immatériels.

Qui saurait répondre à des questions du type : Combien vaut le savoir-faire du Manager, quelle est la valeur de l'expérience acquise et mise en partage dans l'entreprise...

Questions :

- La comptabilité rend-t-elle compte de la valeur de l'immatériel ?
- L'immatériel est-il évaluable ?
- L'évolution comptable vers les normes IFRS permettra –t-elle de réduire la difficulté à évaluer les actifs immatériels de l'entreprise ?
- En quoi la méthode proposée permet-elle de résoudre l'évaluation de la contribution de l'immatériel à la valeur de l'entreprise ?
- Quels sont les avantages et limites de la pondération proposée ?
- Les fondements de la valeur associés à la démarche d'audit assurent-ils une pertinence qui garantit le résultat ?

Conclusion

« ... Ainsi la diversité de nos opinions ne vient pas de ce que les uns sont plus raisonnables que les autres, mais seulement de ce que nous conduisons nos pensées par diverses voies, et ne considérons pas les mêmes choses. Car ce n'est pas assez d'avoir l'esprit bon, mais le principal est de l'appliquer bien. »

René DESCARTES

« Le principal est de l'appliquer bien » – s'agissant de l'évaluation d'entreprise, après la mise en forme d'un certain nombre de méthodes et d'analyses, le principal reste bien de savoir les appliquer ou de passer à une mise en situation pour appréhender totalement la véracité et la faisabilité des hypothèses et des analyses opérées par l'évaluateur.

L'évaluation d'entreprise est un sujet à la fois galvaudé, polémique ou sans fin car outre la spécificité des cas rencontrés chaque fois objet d'une négociation, la théorie financière continue d'évoluer ; et, quand bien même les fondements de la valeur ne seraient-ils pas remis en cause, certains ajustements dans les méthodes proposées continuent de paraître.

Cependant, certaines méthodes aujourd'hui disponibles méritent une plus large diffusion au-delà du seul cercle des experts, et pour démystifier la technique et laisser le choix aux entrepreneurs et aux managers d'apprécier plus régulièrement la valeur de leur entreprise.

Au terme de ce recueil des méthodes d'évaluation nous pouvons retenir quelques idées :

- Les méthodes techniques mises en œuvre n'assurent pas le résultat d'une négociation : **La valeur n'est pas nécessairement le prix**. Bien d'autres facteurs endogènes aux conditions de la négociation ou à l'environnement d'une opération interviennent qui participent à l'écart entre la valeur et le prix : La rareté de l'entreprise, la fiscalité du cédant, les garanties offertes par les parties, le degré de participation cible, l'intérêt stratégique, le besoin d'investissements futurs...

- La **méthode des flux futurs de revenus** la utilisées est jugée par la communauté financière globalement la **plus adaptée à rendre compte de la valeur de l'entreprise**. La prédominance de la méthode résulte assez logiquement de la notion de continuité économique et de futur envisagés, associés à l'objet de l'opération – motif de l'évaluation.
- **L'inadaptation historique de la comptabilité** à rendre pleinement compte de la valeur des entreprises sans un nombre important de retraitements **devrait** non pas disparaître totalement mais **s'atténuer avec le passage aux nouvelles normes comptables IFRS** et le concept de « juste valeur ». En effet certains éléments de patrimoine, de charges ou d'engagements jusque là non réévalués ou encore non intégrés dans le bilan de l'entreprise seront désormais mieux pris en compte et plus ajustés.
- **L'évaluation de l'actif immatériel** essentiel du Goodwill reste une problématique de fonds de l'évaluation d'entreprise que l'automatisme de la méthode ne peut seul résoudre. L'appréhension de la capacité intrinsèque de l'organisation à créer de la valeur du fait de ses savoir-faire, de la qualité de prise de décision de ses Managers, de l'adaptation de ses processus et de son capital humain procède d'analyses proches de l'audit, destinées à en préciser la réalité. Un chemin d'intégration de la valeur de l'immatériel dans l'évaluation est proposé par la notation des ces actifs incluse dans la **méthode Add-Value®**.

La démarche proposée tout au long de ce manuel a pour but de préciser et de rendre disponible à l'expert, au patron de l'entreprise ou au lecteur un mode d'analyse ou un approche méthodologique qui clarifie le chemin emprunté pour calculer la valeur de l'entreprise.

Il s'agit :

- D'appréhender en amont les facteurs de création de valeur pour orienter les actions de Management vers une amélioration de la valeur de l'entreprise - en effet souvent les demandes d'évaluation interviennent au dernier moment, quand l'actionnaire (Manager pour la plupart des PME) décide de céder. L'action est alors rarement possible pour améliorer la valeur car trop tardive.

- De disposer d'une synthèse des méthodes d'évaluation, d'en connaître leurs avantages et leurs limites et de savoir par soi-même se faire une idée de la valeur. Ceci n'enlève rien au fait que lors d'une opération le recours à l'expert reste indispensable, car la technique et l'absence d'affectivité sur le dossier assureront une vision plus réaliste de la « faisabilité » d'une opération autour de la valeur. N'oublions pas la finalité d'une évaluation – dans plus de 80% des cas elle précède une opération de rachat cession.
- De pouvoir proposer une fourchette de valeur pour entrer en négociation – ou évaluer les objectifs d'actions intermédiaires pour atteindre la valeur attendue à terme d'une phase de préparation d'une cession partielle ou totale à moyen terme (3 à 5 ans).

Le propriétaire ou l'entrepreneur qui songe à vendre son entreprise devrait chercher à en augmenter la valeur au préalable. Voilà qui crée une occasion pour les directeurs financiers et experts en évaluation d'entreprise, en tant qu'Equipe, de préciser à l'entrepreneur un programme d'accroissement de la valeur.

Ce programme devrait contenir une liste de possibilités ciblées, qui permettent d'accroître la valeur de l'actif net réalisable, et un plan de priorités des interventions et d'attribution de la responsabilité de la mise en oeuvre des inducteurs de valeur. Comme les interventions proposées nécessitent souvent l'apport de conseillers externes, le programme devrait comprendre une liste de ressources possédant l'expertise appropriée, de même qu'un bilan et des états des flux de trésorerie prévisionnels pour les trois à cinq exercices suivants démontrant l'incidence des leviers de la valeur.

Ainsi dans une phase préparatoire, un programme d'actions centré sur la recherche d'optimisation de la valeur de l'entreprise peut être élaboré et laisser place à des alternatives stratégiques.

Ensuite une recherche ciblée d'acquéreurs potentiels viendra ouvrir différentes opportunités de cession dans le cadre d'une offre d'actions portant sur un intervalle de valeurs justifiées.

Le plan d'action offre ainsi la possibilité d'opérationnaliser un projet. Souvent, l'entrepreneur ou le Manager ont identifiés les des inducteurs de valeur, mais n'a pas l'occasion d'en mesurer les avantages potentiels. Un programme d'accroissement de la valeur peut fournir cette mesure.

Sur ces bases des négociations pourront ensuite intervenir.

Dans le respect des méthode proposées, il apparaît nécessaire d'envisager un diagnostic de situation (Chapitre 1) permettant d'appréhender les enjeux qui s'accompagnera parfois d'un audit de certains éléments d'actifs : actifs corporels (Chapitre 1) et actif immatériels (Chapitre 4 et 5).

L'application des différents modèles d'évaluation et des méthodes proposées (Chapitre 3) permet alors d'envisager un encadrement de la valeur et de proposer une base de négociation.

Naturellement, si l'entreprise considérée crée de la valeur (EVA), l'utilisation de la méthode VEVA® (paragraphe 3.4) assure normalement un centrage de valeur qui pourra être mis en correspondance des résultats obtenus par pondération des différentes méthodes (Chapitre 4).

Enfin, le choix de considérer l'existence d'actifs immatériels (Chapitre 5) et leur impact sur la formation de la valeur pourra être intégré valablement par la méthode «Add-Value®» (Chapitre 6).

Ainsi la discussion ou négociation peut s'ouvrir avec un maximum d'informations utiles et de meilleures chances d'aboutir.

Lexique des abréviations utilisées

Add-Value	Valorisation par la méthode pondérative
AE	Actif économique = CP+DFN = AN + BFR
AN	Actif immobilisé net
ANC	Actif net comptable corrigé
ANR	Actif Net Réel = ANC - Immobilisations incorporelles
BFR	Besoin en Fonds de Roulement
BSC	Balance scorecard - Indicateurs de performance
CA	Chiffre d'Affaires
CAF	Capacité d'autofinancement
CAHT	Chiffre d'Affaires
Cash-flows	Flux de trésorerie
CMPC	Coût moyen pondéré du capital (fonds propres et dettes financières)
CP	Capitaux propres
CPNE	Capitaux nécessaires à l'exploitation
DAS	Domaines d'activité stratégiques
DF	Dettes Financières
DFN	Dettes Financières Nettes
EBE	Excédent brut d'exploitation
EFQM	Association européenne d'entreprise pour le Management par la qualité
EIF	Effet de levier
FFN	Frais financiers nets
FR	Fonds de roulement - excédent des ressources longues sur les emplois longs
GW'	Survaleur ou Goodwill par la création de valeur
i	Coût net de la dette
IMQ	Immatériel qualitatif
IVI	Immatériel à valeur identifiable
Lfi	Levier Financier
ME	Marge économique après IS
MEBIT	Valorisation par les multiples de résultats économiques
MEDAF	Modèle d'évaluation des actifs financiers
MRNC	Valorisation par les multiples du résultat net comptable
MVA	Valorisation par la création de valeur
MVB	Valorisation boursière
Pimg	Indice de pondération global calculé résultant de la notation des IMQ et IVI
Pimq	Indice de pondération calculé résultant de la notation des actifs immatériels qualitatifs
RAE	Rotation de l'actif économique.
RC	Résultat Courant
Rcp	Rentabilité des capitaux propres
Rcp	Rentabilité des capitaux propres
RE	Résultat d'exploitation avant IS
Re	Rentabilité économique après IS
Re	Rentabilité Economique
Re - i	Rentabilité nette du coût de la dette
Rj	Rendement de l'entreprise j ou Taux de risque calculé dans le cadre du modèle d'évaluation des actifs finan
Rm	Rendement du marché
RN	Résultat net
RNAFLMT	Résultat net avant frais financiers sur dette à moyen et long terme
RNC	Résultat net courant corrigé
RNE	Résultat net d'exploitation corrigé
T	Trésorerie ou FR - BFR
Trésor +	<i>Disponibilité et VMP</i>
Tx IS	Taux d'IS
VA	Valeur ajoutée
VAE	Valeur de l'actif économique
VCLQ	Méthode classique
VCT	Méthode centrale
VDCF	Valorisation par le Discounted Cash Flows
VFS	Valorisation par les cash flows moyens
VMN	Modèle normatif d'évaluation
VPR	Méthode des praticiens
VRDT	Valeur de rendement
VRT	Méthode Retail
VS	Valeur substantielle brute
VSME	Valeur synthétique moyenne ou ANR + IVI
VSP	Valorisation par le Surprofit
β	Béta ou coefficient de risque associé à une entreprise dans son secteur

Sites Internet

- www.fas-conseil.com - Outil de traitement : Diagflash
- www.crefige.dauphine.fr
- www.valeurmarque.com
- www.breese.com
- www.sorgem.com
- www.interbrand.com
- www.prodimarques.com
- www.Vernimmen.net
- www.bnpparibas.com
- www.toutapprendre.com
- www.advalorem.fr
- www.grouperf.com
- www.lexpansion.com
- www.infotheque.info
- www.first-finance.fr
- www.pwcglobal.com