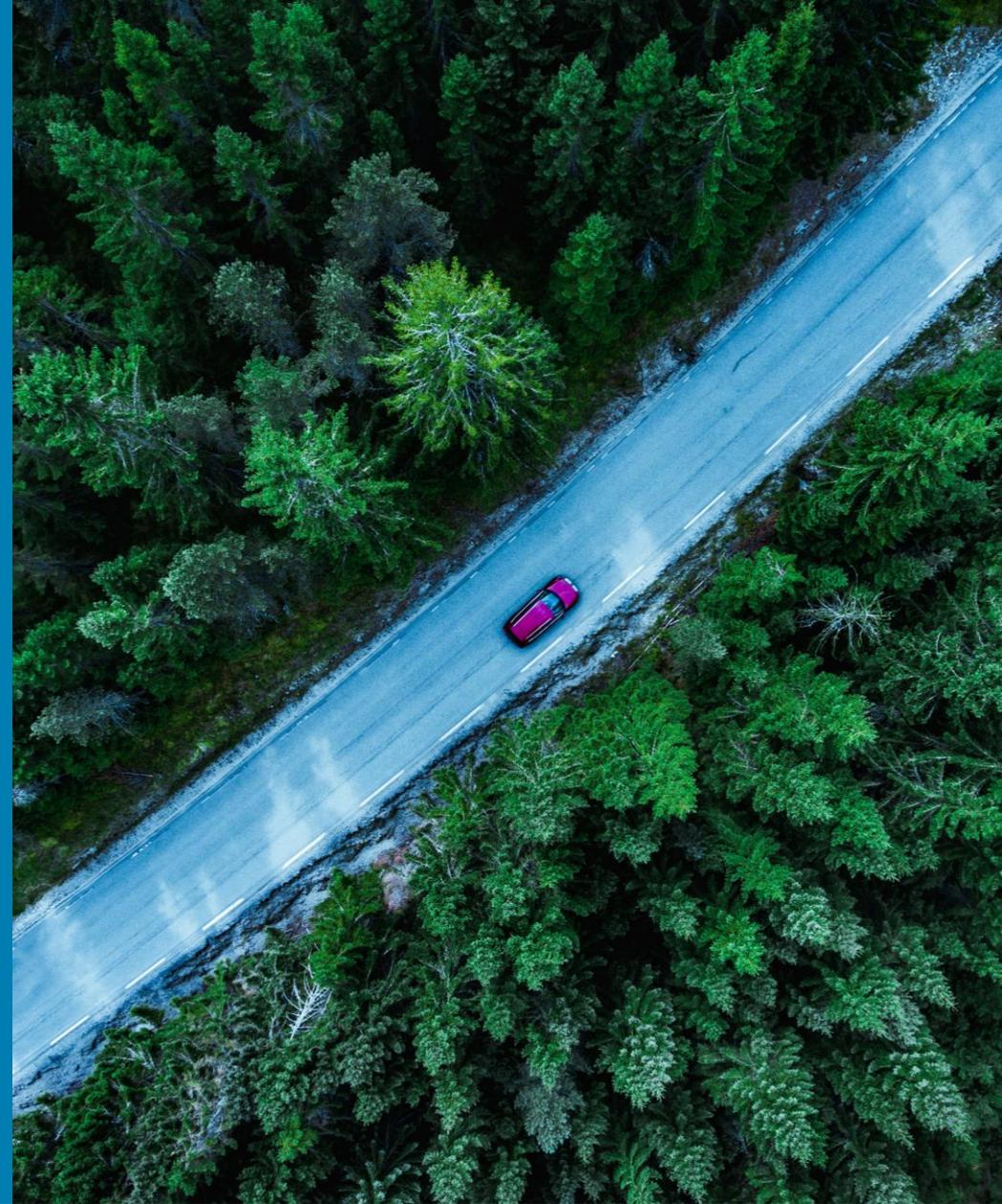


Evaluation d'entreprises

Village by CA – Présentation MAZARS

13 janvier 2021



Sommaire

1	Présentation des Etats Financiers	3
2	Valorisation d'une entreprise	6



1

Présentation des Etats Financiers



Présentation des Etats financiers

Présentation comptable du Bilan

Actif	Passif
Immobilisations incorporelles	Capital social
Immobilisation corporelles	Réserves
Immobilisations financières	Report à nouveau
Actif Immobilisé	Résultat
	Capitaux propres
	Emprunts et dettes financières
Stock	Dettes Fournisseurs
Créances Clients	Dettes fiscales et sociales
Créances fiscales et sociales	Autres dettes
Actif circulant	Passif circulant
Trésorerie	
Total Actif	Total Passif



Présentation économique du Bilan

Actif	Passif
Immobilisations incorporelles	Capital social
Immobilisation corporelles	Réserves
Immobilisations financières	Report à nouveau
Actif Immobilisé	Résultat
	Capitaux propres
	Emprunts et dettes financières
Actif circulant	Trésorerie
Passif circulant	Dettes Nette
Besoin en Fonds de roulement	
Total Actif	Total Passif

Le bilan comptable est présenté selon la liquidité des éléments qui le composent :

- la trésorerie constitue un actif immédiatement disponible, les créances doivent être recouvrées dans un délai, et les immobilisations n'ont pas vocation à être cédées avant plusieurs années.
- Les dettes circulantes ont vocation à être payées à court terme, les emprunts à moyen terme, et les capitaux propres à très long terme puisqu'ils appartiennent aux actionnaires.

Le bilan économique est une présentation différente, correspondant plutôt à un tableau d'emplois / ressources :

- Au passif, on y trouve les financements (Ressources) tels que le capital, les résultats accumulés, et les emprunts financiers
- A l'actif, se trouve les emplois, i.e. ce qui permet à la société d'exercer son activité : son appareil de production (Actif immobilisé) ainsi que les investissements réalisés pour débiter le cycle de production (BFR).



Présentation des Etats financiers

Compte de résultat	
Chiffre d'affaires	
Autres produits	
Produits encaissables	
Reprise sur provisions	
Produits d'exploitation	
Achats de MP et marchandises	
Variation de stock	
Autres achats et charges externes	
Charges de Personnel	
Impôts et Taxes	
Charges d'exploitation décaissables	
Dotation aux provisions et aux amortissements	
Charges d'exploitation	
Résultat d'exploitation	
Produits financiers	
Charges financières	
Résultat Financier	
Produits exceptionnels	
Charges exceptionnelles	
Résultat exceptionnel	
Impôts sur les sociétés	
Résultat Net	

Le compte de résultat constitue la performance de la société sur l'année :

- Le **résultat d'exploitation** constitue la performance opérationnelle de la société quelle que soit la structure de financement
- Le **résultat financier** représente le cout du financement (Intérêts versés aux prêteurs diminués de la rémunération de la trésorerie)

Les soldes intermédiaires de gestion peuvent être calculés à partir du compte de résultat. Parmi eux :

- L'Excédent Brut d'Exploitation (EBE) correspond à la trésorerie générée par l'activité sur la période. Il se définit comme la différence entre les produits encaissables et les charges décaissables.
- La Valeur Ajoutée correspond à la création de valeur issue de l'exploitation.
 - Elle se définit comme la différence entre les produits d'exploitation et les achats (Marchandises, Matières premières...), variations de stocks et Autres achats et charges externes.
 - Elle permet de rémunérer les salariés (Charges de personnel), l'Etat (Impôts et Taxes et Impôts sur les sociétés) et les prêteurs (Résultat Financier).
- Le Résultat Courant avant impôts est la somme du résultat d'exploitation et du résultat financier.



Lien entre Bilan et Compte de Résultat

Présentation économique du Bilan

Actif

Immobilisations incorporelles
Immobilisation corporelles
Immobilisations financières

Actif Immobilisé

Actif circulant
Passif circulant

Besoin en Fonds de roulement

Total Actif

Passif

Capital social
Réserves
Report à nouveau
Résultat

Capitaux propres

Emprunts et dettes financières
Trésorerie

Dettes Nette

Total Passif

Compte de résultat

Chiffre d'affaires
Autres produits

Produits encaissables

Reprise sur provisions

Produits d'exploitation

Achats de MP et marchandises
Variation de stock
Autres achats et charges externes
Charges de Personnel
Impôts et Taxes

Charges d'exploitation décaissables

Dotation aux provisions et aux amortissements

Charges d'exploitation

Résultat d'exploitation

Produits financiers
Charges financières

Résultat Financier

Produits exceptionnels
Charges exceptionnelles

Résultat exceptionnel

Impôts sur les sociétés

Résultat Net

- Le résultat d'exploitation représente la performance des actifs d'exploitation
- Le résultat financier est la rémunération des emprunts et dettes.
- Comment se matérialise la rémunération des Associés ?



2

Valorisation d'une entreprise



Droits et obligations des sources de financement

Présentation économique du Bilan

Actif	Passif
Immobilisations incorporelles	Capital social
Immobilisation corporelles	Réserves
Immobilisations financières	Report à nouveau
Actif Immobilisé	Résultat
Actif circulant	Capitaux propres
Passif circulant	Emprunts et dettes financières
Besoin en Fonds de roulement	Trésorerie
	Dettes Nette
Total Actif	Total Passif

Les prêteurs avancent de l'argent à la société et sont rémunérés sur la base d'un contrat. Ils peuvent demander des garanties (Cautions, Hypothèques...).

Ces prêteurs ne participent pas à la gestion de la société. Ils n'ont pas de droit de vote et ne siègent pas au sein de la gouvernance.

Ces prêts sont généralement issus d'un établissement bancaire, mais peuvent être effectués par des fonds. Les associés ou actionnaires peuvent également être prêteurs, on parle alors de Compte courant d'associés.

Les actionnaires ou associés sont les détenteurs de la société :

- Leur apport (en trésorerie ou en nature) a été rémunéré par des titres composant le capital social.
- Le résultat net constitue leur rémunération. Il peut leur être distribué sous forme de dividendes si la trésorerie disponible de la société le permet, ou mis en réserves / Report à Nouveau.
- La détention de titres de capital (Parts ou Actions) permet de disposer de droits de vote. La loi, les statuts de la société ou le pacte d'associés définissent les conditions de validation des décisions par les associés : Selon le type de décision, les associés devront se prononcer à la majorité simple, à la majorité qualifiée (3/4) ou à l'unanimité. Usuellement la détention de 25% ou 33% permettent à un actionnaire minoritaire de s'opposer à certaines décisions.
- Selon la forme juridique de la société, les associés voient leur responsabilité limitée à leurs apports ou indéfinie. Entre les associés, la responsabilité peut être solidaire ou non.
- Les associés n'ont pas toujours un rôle opérationnel dans la société. Leur degré d'implication peut fortement varier :
 - Être simple actionnaire sans représentation
 - Être actionnaire avec un représentant au Conseil d'Administration
 - Être Président du Conseil d'Administration et diriger la société (PDG).

Un financeur externe important demandera généralement une place au Conseil d'Administration (ou autre organe d'administration) pour obtenir de l'information et pour participer aux décisions de l'entreprise.



Que cherche t on à valoriser ?

Présentation économique du Bilan

Actif	Passif
Immobilisations incorporelles	Capital social
Immobilisation corporelles	Réserves
Immobilisations financières	Report à nouveau
Actif Immobilisé	Résultat
Actif circulant	Capitaux propres
Passif circulant	Emprunts et dettes financières
Besoin en Fonds de roulement	Trésorerie
	Dettes Nette
Total Actif	Total Passif

Valoriser une entreprise revient à déterminer une valeur des capitaux propres de celle-ci. Pour cela, on peut distinguer deux types d'approche :

- L'approche directe, consistant à valoriser directement les capitaux propres de la société,
- L'approche indirecte, consistant à déterminer une Valeur d'entreprise puis une valeur des fonds propres :
 - La valeur d'entreprise est la valeur des actifs de la société, indépendamment de son mode de financement.
 - Il est possible de déterminer la valeur des titres d'une société en déduisant la Dette Nette de la Valeur d'Entreprise.

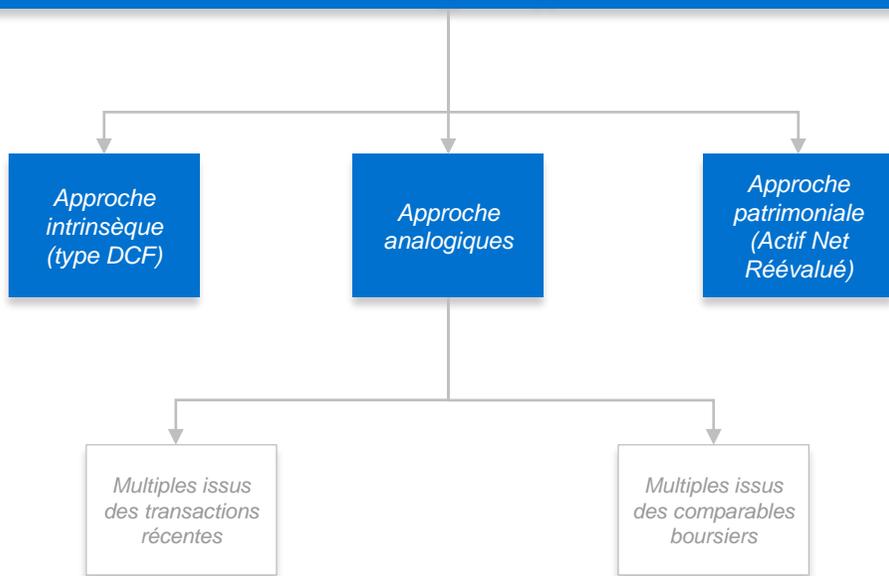
Le bilan comptable constitue donc une source essentielle pour valoriser une entreprise. Cette source n'est toutefois pas suffisante, notamment pour les raisons suivantes :

- Le bilan est généralement établi au cout historique (Cout d'acquisition). Les éventuelles variations d'actifs à la hausse ne sont donc pas traduites.
- Certains éléments ne sont pas comptabilisés au bilan. Il peut s'agir :
 - D'éléments d'actifs complémentaires, développés par l'entreprise après sa création. Il peut s'agir d'une marque, d'un réseau, d'un savoir faire...
 - De dettes complémentaires, issues d'engagements donnés tels que des crédit-bails / leasings..., des litiges non provisionnés...
- Ces éléments doivent être réintégrés quelle que soit la méthode de valorisation retenue.



Les différents types d'approche

Les différents types d'approche



Commentaires

Afin de déterminer une fourchette de valeurs, l'approche de valorisation est souvent multi-méthodes :

- Approche patrimoniale : Cette méthode consiste à attribuer une valeur à date à tous les actifs et passifs de la société.
- Approche analogiques : Cette méthode consiste à appliquer un multiple observée sur des sociétés similaires à l'agrégat spécifique de la société (Chiffre d'affaires, EBE...)
- Méthode intrinsèque (type DCF) : Cette méthode consiste à valoriser la société à partir d'un business plan présentant les flux futurs comptable ou de trésorerie.



Approche patrimoniale

- Cette méthode consiste à revaloriser les actifs et passifs comptables de la société. Le différentiel de valeur est alors attribué aux capitaux propres.
- Cette méthode fonctionne sur des sociétés dont les actifs sont tous reconnus au bilan. Elle constitue généralement une valorisation « Bas de fourchette ».
- Exemple : une société civile immobilière détient un immeuble acquis il y a 10 ans. Un prêt bancaire a également été contracté pour financer cette acquisition. Le bilan de la société se présente comme suit :

Actif		Passif	
Terrains	300	Capital social	500
Constructions	700	Report à Nouveau	300
Immobilisations corporelles	1 000	Résultat	100
		Capitaux propres	900
Trésorerie	200	Dettes financières	300
Total Passif	1 200	Total Passif	1 200

- La valeur comptable de la société est de 900. Toutefois, la valeur de l'actif immobilier est estimée à 1 600 à l'heure actuelle.
- La valeur de la société est donc de :
 - $1\ 600 + 200 - 300 = 1\ 500$.
 Ou
 - $900 - 1000 + 1600 = 1\ 500$

Cette méthode n'est pas adaptée aux sociétés de services ou aux sociétés ayant une activité immatérielle, dont les actifs ne seront pas traduits dans les comptes.



Approche analogique

- La méthode analogique consiste à appliquer un multiple à l'agrégat spécifique de la société. Les agrégats les plus utilisés sont le chiffre d'affaires, l'EBE ou encore le résultat net.
- Si cette méthode est simple à exécuter, elle nécessite de bien analyser plusieurs éléments :
 - L'information relative aux multiples de sociétés comparables est-elle disponible ?
 - Les sociétés comparables le sont-elles vraiment en terme d'activité, de taille, de structure de financement... ?
 - Les agrégats sont-ils déterminés de la même façon ?
- A titre d'exemple, une société ayant financé ses actifs par un leasing aura un EBE inférieur à une société les ayant acquis et financé par un prêt. Dans ce cas, il faut retraiter l'une des sociétés pour les rendre comparables.
- Afin d'éviter le biais lié à la structure financière, nous privilégierons les multiples de valeur d'entreprise.

Actif		Passif	
Terrains	300	Capital social	500
Constructions	700	Report à Nouveau	300
Immobilisations corporelles	1 000	Résultat	120
		Capitaux propres	920
Trésorerie	220	Dettes financières	300
Total Passif	1 220	Total Passif	1 220

Cette société a été valorisée (Valeur d'entreprise) à 10 fois son résultat net, soit 1 200.

Ses titres ont donc été valorisés $1200 + 220 - 300 = 1\ 120$

Actif		Passif	
Terrains	300	Capital social	500
Constructions	700	Report à Nouveau	100
Immobilisations corporelles	1 000	Résultat	140
		Capitaux propres	740
Trésorerie	240	Dettes financières	500
Total Passif	1 240	Total Passif	1 240

Cette société a donc une valeur d'entreprise de $10 * 140 = 1\ 400$.

Ses titres valent donc $1\ 400 + 240 - 500 = 1\ 140$.

- A nouveau, cette méthode semble peu adaptée car elle nécessite des agrégats stables dans le temps et des comparables existants. Elle convient donc mieux aux sociétés matures évoluant dans des contextes directement concurrentiels.
- Par ailleurs, les jeunes sociétés peuvent avoir des agrégats négatifs ne permettant pas ce type de valorisation.



Approche intrinsèque (DCF) – 1/2

- La méthode intrinsèque (type DCF) consiste à déterminer une Valeur d'Entreprise à partir des flux futurs de la société. La valeur des titres (Capitaux propres) est ensuite déterminée en déduisant la Dette nette de la valeur d'entreprise.

Valorisation intrinsèque DCF	Capitaux propres	<ul style="list-style-type: none"> Orientation vers l'avenir Prise en compte de la politique d'investissement Solution individualisée Valorisation des perspectives
	Dette nette	<ul style="list-style-type: none"> Sensible à la détermination du flux normatif notamment au niveau du BFR et du flux d'investissement

- Elle repose donc sur les performances futures de la société. Pour ce faire, il convient de sommer les flux de trésorerie d'exploitation prévisionnels actualisés au Coût Moyen Pondéré du Capital, minorés de la position de dette financière nette à date d'évaluation. Cette approche sera menée :
 - Sur la base des prévisions financières futures de trésorerie
 - Le cas échéant, par la détermination d'une valeur terminale : au-delà de l'horizon de prévisions, sur la base de la capitalisation à l'infini du flux normatif (formule de Gordon Shapiro) ou, le cas échéant, par un multiple de sortie.

- Outre l'utilisation des projections financières, la mise en œuvre d'une telle méthode implique la détermination appropriée des éléments suivants :
 - Coût Moyen Pondéré du Capital : il s'agit du taux de retour sur investissement que des investisseurs attendraient d'un placement générant des flux de trésorerie dont le montant, l'échéance et le profil de risque seraient équivalents à ceux que la société de gestion s'attend à obtenir de l'actif lui-même. La détermination du taux d'actualisation devra assurer une cohérence avec les natures de risques intégrées dans les flux et le type de financement cible (Niveau d'endettement / fonds propres)
 - Le cas échéant, taux de croissance à l'infini : nous retenons généralement le taux de croissance du secteur à long terme ou le taux d'inflation à long terme de la zone géographique considérée.
- Cette méthode permet de déterminer une valeur haute de la société. En pratique, les flux modélisés dans le plan d'affaires ne représentent pas le même niveau de risque. Cette différence n'étant pas captée par des taux d'actualisation spécifiques à chaque flux, le prix d'acquisition peut être variabilisé pour intégrer cette dimension. Cette articulation entre la valorisation et la détermination d'un prix d'acquisition est présentée en page suivante.



Approche intrinsèque (DCF) – 2/2

- Le taux d'actualisation représente le taux de rendement attendu par les investisseurs dans le temps. Il permet de considérer une valeur actuelle de flux futurs qui interviennent à des moments différents. Par exemple :
 - Sachant que vous pouvez placer un investissement à 3% de rendement, préférez vous gagner 5 M€ à l'Euromillions tout de suite ou 6 M€ dans 5 ans ?
 - Réponse :
 - le placement des 5 M€ sur 5 ans vaudra $5 * (1+3\%)^5$ dans 5 ans, soit 5,8 M€. Il est donc plus intéressant de gagner 6 M€ dans 5 ans.
 - Dis autrement, la valeur actuelle des 6 M€ dans 5 ans est de $6 / (1+3\%)^5 = 5,18$ M€, soit un montant supérieur à 5 M€, confirmant la conclusion.
- Appliqué à une entreprise, le taux d'actualisation correspond au cout moyen pondéré du capital, soit le cout moyen du financement de la société. Prenons un exemple :
 - Une société se finance à 2/3 par capital et à 1/3 par dette auprès d'une banque
 - Les associés souhaitent percevoir une rémunération de 15%
 - Le prêt est rémunéré à 6% / an
 - Le taux d'impôt est de 1/3%.

On a donc un CPMC = $15\% * 2/3 + 6\% * (1-1/3\%) * 1/3 = 11,33\%$.

- Le plan d'affaires de la société est le suivant. On estime que 2025 est l'année de maturité de la société.

	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	Flux terminal
EBE	300	330	360	420	480	
Impôts	(100)	(110)	(120)	(140)	(160)	
EBE net	200	220	240	280	320	323
EBE net actualisé	190	187	184	192	197	3 128
Valeur	4 078					

- En supposant un taux de croissance à l'infini de 1%, la valeur terminale est obtenue en projetant à l'infini le dernier flux observé, et en l'actualisant au CMPC.
- La société est ainsi valorisée (Valeur d'entreprise) à 4 078, soit 20 fois son EBE. Ce multiple très élevé est dû au fait que la société est en forte croissance (ce multiple tombe à 12 sur la base de l'EBE 2025).

- Nous pouvons constater que cette méthode aboutit à une valeur haute de la société, notamment parce qu'elle capte la valeur de la croissance. Toutefois, elle repose également sur de nombreuses hypothèses discutables, qui conduisent à accorder un poids très important à la valeur future, par essence incertaine.
- C'est pourquoi de nombreux investisseurs sont réticents à souscrire à un prix élevé et ferme, et propose des alternatives.



Et concrètement, comment cela se passe t il ?

En pratique, les investisseurs adoptent souvent une position mixte. Nous détaillons ci-après les opérations les plus usuelles :

- L'investisseur souhaite avoir une information régulière et participer aux décisions de la société. C'est pourquoi un business angel ou un co-associé préférera participer au capital et disposer d'une place au conseil d'administration ou équivalent;
- Pour garantir un rendement minimum, l'investissement est souvent mixte via :
 - Une entrée au capital
 - Un prêt d'associé rémunéré par un taux d'intérêt convenu.
- **L'entrée au capital nécessite de faire une valorisation de la date de la société, car celle-ci a une valeur différente de la valeur initiale. Le prix de souscription des parts est donc la valeur de la société et non celle du capital social !**
- Exemple : Une société a été créée par son fondateur avec un capital de 1 000 €, réparti en 100 parts de 10 €. 1 an plus tard, la valeur de la société est estimée à 1 500 €, soit 15 € / part. Un investisseur propose d'apporter 600 € :

	Initial	Augmentation de capital	Total
Apport	1 000	600	1 600
Valeur nominale	10	10	10
Nombre de parts	100	40	140
Valeur de la part	10	15	

Répartition du capital

Fondateur	100%	71%
Autres	0%	29%

- Avec une valeur de 15€ / part, le nombre de parts à créer est de $600 / 15 = 40$. Le capital social est donc augmenté de 40 parts de valeur 10 €, soit 400€.
- La différence de prix (15-10) multipliée par le nombre de parts créée (40) est portée en prime d'émission, soit $(15-10) * 40 = 200$ €.
- Le total correspond bien à l'apport du nouvel actionnaire, soit 600 €.
- La répartition du capital (et donc des droits de vote) est déterminée à partir du nombre de parts :
 - Fondateur : $100 / 140 = 71\%$
 - Nouvel actionnaire : $40 / 140 = 29\%$.