



Henry DORBES
Gérant associé d'Acting finances

Financier (MSG, DESS Finances), CPA et membre de la DFCG, il a passé près de 15 ans comme Directeur Administratif et Financier au sein de filiales de Groupes internationaux (US et Suédois) et de PME familiales dans la distribution et les services.

De 1999 à 2003, il a piloté l'introduction en bourse d'un groupe d'ingénierie et accompagné sa très forte croissance tant organique qu'externe. Il a notamment géré une quinzaine d'acquisitions et de fusions.

Spécialiste des outils de contrôle de gestion, de la maîtrise des coûts, du pilotage de la croissance et de son financement, il développe, depuis 2003, une activité de « Direction financière à temps partagé » au travers de la société **Acting finances**.

L'équipe d'Acting-finances intervient, de façon très souple (quelques jours par mois...), très opérationnelle (dans l'entreprise, pour faire...) et en facturant des honoraires (il ne s'agit pas de multi-salariat).

Cette forme d'externalisation de la direction financière s'adresse à plusieurs types d'entreprises :

- les jeunes entreprises qui cherchent à financer et piloter leur croissance ;
- les filiales de groupes qui souhaitent fiabiliser leur reporting et améliorer leur rentabilité ;
- les PME/PMI qui doivent conduire un projet spécial (fusion/acquisition, croissance, transmission, ERP,...) ou qui rencontrent des difficultés.

Acting /
Direction financière à temps partagé

40, rue du Plateau
78210 Saint Cyr l'Ecole
01 34 60 42 47
06 74 78 47 99

hdorbes@acting-finances.com
www.acting-finances.com
SARL au capital de 40 000 Euros
SIRET : 479 281 412 00011

Les méthodes de valorisation d'une PME

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

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

A) Les principes fondamentaux :

Une évaluation dépend toujours de trois facteurs :

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

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

► Une prise de connaissance approfondie s'impose : Après une visite de l'entreprise, il convient de diagnostiquer ses forces et ses faiblesses... En prenant en compte l'aspect humain (RH)... En analysant le champ commercial (marché, produits) et industriel... Sans omettre l'importance du domaine juridique...

► L'évaluation doit se baser sur des comptes révisés : Il convient de vérifier que les comptes sont certifiés et de prendre connaissance des rapports des CAC... Un diagnostic comptable et financier doit être établi sur 3 exercices.

► L'évaluateur doit intégrer le futur de l'entreprise : Il doit étudier les données prévisionnelles et identifier les besoins financiers d'investissement ou de bon fonctionnement, de façon à déterminer l'enveloppe financière globale du projet...

► Une évaluation débouche sur un intervalle de valeurs : Ce ne peut en aucun cas être un chiffre figé, surtout à partir d'une moyenne. Il faut, au contraire, établir un nuage de points à partir des différentes méthodes et accepter que le prix de cession puisse être en dehors du nuage (Dans la pratique +/- 20%).

B) L'évaluation patrimoniale :

Cette approche vise à dégager une valeur de marché pour le patrimoine de l'entreprise à partir de ses comptes annuels. Elle a pour avantage sa grande simplicité. Sa principale faiblesse réside, par contre, dans le fait

qu'elle repose sur des données comptables obsolètes et ne permet pas d'appréhender les changements qui interviennent parmi les éléments constituant la valeur de l'entreprise.

► L'évaluation par la Situation Nette Comptable (SNC) : Il s'agit du montant des capitaux propres, équivalent à l'actif net corrigé des dettes. En moyenne, les PME se négocient entre 1,5 et 2,5 fois leur SNC.

► L'évaluation par l'actif net réévalué : Il s'agit du montant de l'actif net (après amortissements) diminué du montant des dettes exigibles, retraité pour éliminer les non-valeurs (frais d'établissement, frais de R&D, charges à répartir...) et tenant compte de la réévaluation de certains biens pour retenir la juste valeur (notamment pour les immeubles, les stocks ou les plus values latentes...).

► La méthode dites des Anglo-saxons : Appelée aussi méthode du « Goodwill », l'actif net réévalué est complété par une estimation des différents éléments incorporels que sont la marque, la clientèle ou encore les frais de R&D... Il existe plusieurs méthodes de valorisation du goodwill :

- ❶ La rente abrégée du goodwill... ;
- ❷ A partir des capitaux permanents nécessaires... ;

► La méthode des Praticiens : Selon cette méthode, la valeur de l'entreprise est définie comme étant la moyenne arithmétique de son actif net réévalué et de sa valeur de rentabilité, à savoir le dernier bénéfice connu divisé par le taux sans risque (autour de 5%).

C) L'évaluation par comparaison :

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

► La méthode des transactions comparables : Le plus souvent, il est fait référence à des transactions significatives

réalisées sur un échantillon de sociétés comparables...

► La méthode des ratios : Pour les plus grosses PME, notamment cotées, plusieurs ratios peuvent être utilisés :

① Le Price Earning Ratio (PER) : Cours de l'action / bénéfices (par action)

② Le ratio :

Capitalisation / Dividende versé

③ Le Price to Book Ratio (PBR)

Capitalisation / Actif net comptable

④ Le Price to Sales Ratio (PSR)

Capitalisation / Chiffre d'affaires

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

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

D) L'évaluation financière :

La logique de ces approches, dites actuarielles, est toujours la même. Il s'agit d'actualiser à un taux, appelé taux d'actualisation (qui reflète le risque de l'entreprise), les flux de trésorerie futurs. La philosophie de

cette approche repose sur l'idée selon laquelle l'acquéreur n'achète pas les flux passés de l'entreprise, mais au contraire les flux futurs. Toutefois, les flux retenus diffèrent selon les méthodes :

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

► Le modèle de Bates : Plus réaliste, il permet de valoriser une PME (généralement cotée) en tenant compte des bénéfices futurs et du « pay-out ratio » et pas simplement du dividende... A partir de la table de Bates, il est aisément d'obtenir un coefficient « B » qui directement appliquée au bénéfice de l'année en cours permet d'obtenir une valorisation.

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

① La modélisation des flux de trésorerie attendus : (Free Cash Flows ou NOPAT : Net operating profit after taxes) : Il s'agit de construire un tableau des flux prévisionnels sur 5 à 8 ans, à partir du résultat d'exploitation + amortissements et provisions +/- variation du BFR - dépenses d'investissement - impôt sur les sociétés...

② L'estimation du taux d'actualisation ou coût moyen pondéré du capital «CMPC» : (ou WACC : weighted average cost of capital) Ce taux se définit comme la somme, pondérée, du coût des capitaux propres et du coût lié à l'endettement financier à long terme...

③ L'estimation de la valeur terminale : Elle peut s'appréhender de 2 manières. La première consiste à déterminer une rente perpétuelle à partir d'un flux de trésorerie normalisé..., la seconde à appliquer un multiple aux résultats prévus la dernière année de l'horizon prévisionnel...

④ Déterminer la valeur de l'entreprise : Il s'agit donc de la

somme des cash flows actualisés et de la valeur terminale actualisée...

E) L'évaluation des TPE et commerces :

Deux points sont fondamentaux pour valoriser une entreprise de 1 à 9 salariés, et seules certaines méthodes sont adaptées :

► Mesurer son degré de dépendance par rapport au dirigeant et l'impact de son départ : Les économies (par rapport aux dépenses « passion ») et les surcoûts (par rapport à la nouvelle organisation) doivent être étudiés avec soin et intégrés dans l'évaluation...

► Choisir en fonction des enjeux juridiques, fiscaux et financiers le type de transaction le mieux adapté : La valorisation ne sera pas la même selon que l'on cède un fonds de commerce ou des titres de société...

► Les méthodes d'évaluation à privilégier : Compte tenu des spécificités des TPE, les méthodes basées sur les prévisionnels et notamment les DCF sont à écarter... Dès lors, on privilégiera l'évaluation patrimoniale ou par multiples...

F) L'évaluation des PME de plus de 9 salariés :

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

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

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

H) En conclusion :

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

Cet article est un travail de synthèse réalisé par l'équipe d'Acting-finances...
Nos experts peuvent vous accompagner pour valoriser une entreprise préalablement à une cession ou une acquisition ...

« COMMENT EVALUER MON ENTREPRISE ? »

REUNION DE TRAVAIL
Le mardi 15 mars de 8h30 à 13h30

Appréhender la valeur d'une entreprise n'est ni une science exacte, ni un exercice simple. Approche patrimoniale, Goodwill, Badwill, choix d'une capacité bénéficiaire, méthode comparative, Free Cash Flow, autant de méthodes qui ne sont pas d'un maniement aisés.

1. Quels retraitements effectuer ?
2. Quelles méthodes appliquer ?
3. Quelle pondération choisir ?

Qu'il s'agisse d'une transmission familiale, de la vente à un tiers ou d'une ouverture du capital à un partenaire, vous aurez toutes les clés pour maîtriser le processus d'évaluation, choisir les méthodes les plus pertinentes et les utiliser au mieux.

Ce sont les principaux thèmes qui seront traités au cours de cette réunion, qui concerne aussi bien les cédants, les repreneurs d'entreprise et les créateurs qui recherchent un investisseur.

A partir de cas pratiques et en petits groupes vous vous entraînez à réaliser des évaluations et repartez avec des modèles sur tableur Excel...

L'inscription est obligatoire et une participation de 95 euros TTC est demandée.
Le nombre de participants est limité à cinq et l'adresse sera communiquée
dès votre inscription, avec l'envoi d'une facture acquittée.

Participant(s).....

Société.....Adresse.....

.....

Mail.....Tél.....Fax.....

Réservation à nous retourner par mail : evaluation@acting-finances.com

Ou par courrier à :

Acting-finances
40 rue du Plateau - 78 210 Saint Cyr l'Ecole