

EVALUATION D'ENTREPRISES

A. Introduction

Les circonstances conduisant à devoir procéder à l'évaluation d'une entreprise sont aujourd'hui nombreuses (simple rachat, conflits entre actionnaires, fusions, etc ...), les professionnels de la comptabilité sont confrontés à une foultitude de méthodes ; il nous a paru intéressant d'en sélectionner quelques unes et de s'attarder plus spécialement sur la méthode de l'actualisation des cash-flows futurs et d'en comparer la philosophie et les résultats au moyen d'un cas d'application pratique.

Nous examinerons d'abord le projet de norme inter-instituts relative aux missions d'évaluation – pages 3 à 15

Avant d'entrer dans le vif du sujet, il est important de se rafraîchir la mémoire de quelques notions fondamentales et définitions indispensables à la bonne pratique de la matière des évaluations – pages 16 à 20

Nous examinerons et développerons ensuite un cas pratique simple qui sera suivi d'une réflexion quant aux méthodes d'évaluation à adopter pour les P.M.E. et les T.P.E. ainsi que d'un programme de travail sous forme de questionnaire – pages 21 à 64

Nous terminerons ensuite par une analyse de la position actuelle de l'administration fiscale relativement à la fiscalité des cessions importantes d'actions à une société holding – pages 65 à 103.

Annexes :

- formules arithmétiques de base
- résolution chiffrée des cas pratiques examinés

PROJET DE NORME RELATIVE AUX MISSIONS D'ÉVALUATION DES ENTREPRISES

(Treizième version)

I. NOTIONS

Professionnel: le commissaire, le réviseur d'entreprises ou l'expert-comptable externe.

Entreprise: toute entité, activité ou branche d'activités (société unipersonnelle, association, société et/ou partie de cette société) à propos laquelle un rapport d'évaluation est établi.

Pouvoir législatif: l'autorité concernée qui a imposé l'obligation de contrôle.

Valeur de l'entreprise: valeur théorique d'une entreprise. La valeur indiquera, notamment en fonction de la mission, une direction à suivre ou une fourchette dans laquelle un acheteur et un vendeur normalement informés dans une situation de marché assez large, peuvent se trouver (principe 'at arm's length'), tel qu'énoncé dans la définition du terme valeur réelle prévu par l'avis 126 de la CNC

Juste valeur : valeur négociée entre des parties indépendantes, bien informées, qui concluent une transaction de leur plein gré (Conformément CNC 126-17-18)

Prix : montant convenu entre parties concernant la vente d'un bien déterminé.

Lettre de mission : le document écrit qui confirme l'acceptation par le professionnel de sa désignation et décrit l'objectif et le périmètre de sa mission, l'étendue de ses responsabilités vis-à-vis du client, ainsi que la forme du rapport à émettre.

Etat financier : Le bilan et/ou le compte des résultats de l'entreprise.

II. CHAMP D'APPLICATION

La présente norme trouve à s'appliquer chaque fois qu'un professionnel doit établir un rapport, suite à une disposition légale ou réglementaire, ou à la demande des parties, sur l'appréciation ou la détermination de la valeur d'une entreprise.

Cette norme peut compléter d'autres normes dans le cadre de missions spécifiques.

La détermination de la valeur d'une entreprise même en tant que conseiller de l'une des parties, doit se faire objectivement dans le contexte de la mission et suivant des règles et méthodes d'évaluation généralement admises et pertinentes en l'espèce.

La mission peut être légale ou conventionnelle.

Les missions relatives à l'évaluation d'une entreprise peuvent se diviser en quatre catégories :

- a) Missions légales,
- b) Désignation par un tribunal,
- c) Désignation en tant qu'arbitre (en application ou non du Code judiciaire),
- d) Désignation par une ou plusieurs parties

Selon que la désignation est faite par l'une de ces catégories, la mission et le rapport adopteront une approche différente.

Il convient par ailleurs d'établir une distinction selon que le professionnel est appelé soit à se prononcer sur une évaluation déjà effectuée, soit à effectuer lui-même une évaluation.

Le professionnel peut être le conseiller habituel de l'entreprise, pour autant :

- qu'aucune interdiction ne découle d'une disposition légale ou réglementaire ;
- que les principes généraux de l'exercice indépendant de la profession ne soient pas violés.

III. ASPECTS GÉNÉRAUX DE L'EXÉCUTION DE LA MISSION

1. Avant l'acceptation d'une mission d'évaluation d'une entreprise, il est nécessaire qu'une lettre de mission soit rédigée. Dans cette lettre de mission, les éventuelles limitations de la mission imposées par le donneur d'ordre, doivent être reprises dans la lettre de mission.

Nous renvoyons en outre à la recommandation relative à l'acceptation d'une mission en vigueur au sein des Instituts.

2. Le professionnel s'assure de disposer de suffisamment d'informations sur l'entreprise.

Il examinera les données économiques et financières du passé, ainsi que les éléments disponibles de la période en cours jusqu'à la date à laquelle l'évaluation doit avoir lieu.

Le professionnel doit apprécier le contexte global de l'entreprise, comme l'environnement social, la réglementation environnementale, la législation régionale et sectorielle et la fiscalité.

3. Le professionnel doit s'assurer de l'identité du donneur d'ordre.
4. Pour une évaluation, il conviendra de calculer au moins la valeur substantielle corrigée.
5. Le professionnel doit, outre la valeur substantielle corrigée, également donner une appréciation de la valeur de rendement de l'entreprise, parce que la valeur d'une entreprise dépend souvent de son utilité et/ou de ses revenus futurs.
6. Dans le cas où une entreprise ne dispose pas d'une comptabilité par partie double ou d'un contrôle interne suffisant, le professionnel doit procéder avec prudence et se faire remettre un inventaire clair des avoirs, des dettes, droits, obligations et engagements de l'entreprise concernée.

Les patrimoines privés des propriétaires, des gestionnaires et autres, qui ne sont pas soumis aux risques de l'entreprise, ne sont pas pris en considération.

7. Le professionnel ne peut déterminer et /ou apprécier la valeur d'une entreprise qu'à la suite d'un travail de contrôle adéquat, sauf dispense formelle.

Il doit non seulement vérifier si le Code des sociétés, les statuts et la réglementation comptable ont été respectés, mais également prendre en considération le(s) secteur(s) et les réglementations en vigueur applicables à l'entreprise.

8. Vu l'interdiction déontologique le professionnel ne peut certifier les perspectives, étant donné qu'elles comporteront toujours des risques dont les donneurs d'ordre devront tenir compte.
9. Le professionnel doit s'en tenir aux règles de déontologie.

10. Le professionnel est également tenu de vérifier en particulier si l'entreprise n'a fait l'objet d'aucune évaluation qui pourrait lui être utile pour la mission.
11. Le professionnel doit vérifier les statuts et les conventions d'actionnaires et doit se rendre compte des transactions récentes d'actions et apprécier les conditions auxquelles les transactions récentes ont eu lieu.

IV. EXAMEN DES ASPECTS COMPTABLES

1. Le but de l'examen de la comptabilité est d'obtenir une représentation économique des états financiers qui formeront la base de l'évaluation.
2. Un programme de travail sera établi dans le cadre duquel, comme défini dans les normes générales de révision, le professionnel aura avant tout pour objectif de prendre connaissance de l'entreprise et de ses états financiers.
Ce programme de travail sera adapté en fonction de l'étendue des contrôles mis en œuvre (contrôle plénier ou examen limité).

Les chiffres de base sont issus des états financiers.

Le professionnel contrôle si il n'y a pas d'éléments anormaux dans les comptes des résultats qui influencent l'image de l'entreprise, tenant compte du contexte spécifique de la mission.

Dans une phase suivante, les chiffres de base peuvent être ajustés en plus ou en moins eu égard aux tendances et perspectives d'avenir. Ces ajustements doivent toujours être motivés.

Lorsque les informations économiques et financières contiennent des informations prévisionnelles, le professionnel mentionnera si elles sont établies selon des méthodes rationnelles et si elles sont clairement déraisonnable et/ou ne présentent aucune contradiction évidente avec d'autres informations auxquelles on peut raisonnablement s'attendre.

3. Il convient également de vérifier si l'entreprise a consacré suffisamment d'attention aux droits et obligations hors bilan, qui peuvent avoir une très grande influence sur l'évaluation finale. Un inventaire et une analyse de ces droits et obligations font partie des travaux de contrôle.
4. Dans certains cas, la valeur de liquidation de l'entreprise peut éventuellement être examinée
(p. ex. en cas de risque de conflit permanent entre parties ou dans le cadre d'une mission liée à une proposition de dissolution d'une entreprise. (article 181 C. soc.))
5. Si les parties ont déjà un accord sur l'un ou plusieurs éléments de l'évaluation, les parties doivent le confirmer par écrit au professionnel. Un tel accord sera formulé dans la lettre de mission.

L'objectif de l'examen comptable est d'obtenir une présentation économique des états financiers qui seront utilisés pour l'évaluation.

6. L'importance de l'utilisation du travail d'un confrère dépendra de la mission qui lui est confiée et du temps qui s'est écoulé entre les contrôles déjà effectués par un professionnel et la mission.

Il convient toujours de signaler l'utilisation du travail d'un autre professionnel dans le rapport.

V. EXAMEN D'AUTRES ASPECTS SUSCEPTIBLES D'INFLUENCER LA VALEUR

1. Il convient ici de se pencher sur les aspects non comptables de l'environnement dans lequel l'entreprise à évaluer se trouve.

Nous pensons notamment à cet égard à:

- la réglementation applicable en matière d'autorisations et de législation environnementale,
- les accords existants concernant le loyer, l'emploi et les perspectives commerciales,
- la compétence et l'âge de la direction de l'entreprise, du personnel et des clients,
- le marché dans lequel l'entreprise est active,
- la position commerciale de l'entreprise dans le marché,
- l'évolution de la technologie au sein du secteur,
- l'application des réglementations fiscale et sociale,
- l'influence d'autres facteurs externes,
- les conséquences de la vente forcée éventuelle des titres,
- etc.

Parfois il est de ce fait nécessaire que le professionnel puisse s'appuyer sur des travaux d'experts dans d'autres domaines. Il convient toujours à cet effet de demander l'autorisation du donneur d'ordre.

Le professionnel indiquera dans son rapport s'il a été fait usage de cette possibilité.

VI. CHOIX ET JUSTIFICATION DES METHODES D'EVALUATION APPLIQUEES

1. Le choix des méthodes appliquées doit être justifié par le professionnel en fonction de la mission et de l'opération pour laquelle l'évaluation doit servir.
2. L'évaluation doit se baser sur deux aspects de l'entreprise; les moyens de l'entreprise et ses résultats. Une approche statique de la valeur sur base des moyens de l'entreprise exige un calcul sur la valeur substantielle. Une approche dynamique de la valeur est basée sur les résultats de l'entreprise.
3. On laisse au professionnel le jugement de combiner les deux approches et la pondération entre les deux méthodes en vue de la spécification de l'entreprise.

Cette pondération se base sur des critères objectifs; à défaut, le professionnel en fera mention clairement dans son rapport.

4. Dans certaines circonstances le professionnel peut tenir compte d'autres éléments, comme des méthodes empiriques ou des méthodes usuelles de marché.
Ces éléments ne peuvent être pris en considération que pour autant qu'ils contribuent à déterminer la valeur de marché de l'entreprise.
5. Le professionnel mentionnera toujours les transactions et/ou rapports récents dont il a connaissance donnant une indication de la valeur de l'entreprise.
6. Définition des deux méthodes retenues.

6.1 La valeur substantielle: c'est la valeur comptable des fonds propres de l'entreprise, corrigée d'une part des plus ou moins-values latentes sur tous les actifs et passifs dont la valeur comptable présente un écart avec leur valeur économique et d'autre part des éventuels droits et obligations hors bilan.

Il est tenu compte des prévisions et des latences fiscales qui résultent de ces corrections.

La valeur substantielle est une évaluation statique basée sur les éléments du bilan. Il faut clairement mentionner si cette approche est en continuité ou pas.
(Valeur en «going-concern» ou non)

La valeur substantielle est basée sur les données historiques de l'entreprise et ne tient pas compte des perspectives d'avenir.

Le professionnel prêtera spécialement attention aux immobilisations incorporelles.

6.2 La valeur de rendement : la valeur de rendement est une approche dynamique qui tient compte des résultats prévisionnels de l'entreprise.

Trois facteurs sont importants :

6.2.1. L'élément du rendement utilisé :
(comme le résultat net, le cash-flow, etc.)

Le calcul de la valeur de rendement requiert de considérer d'une part les divers composants des comptes de résultats historiques et d'autre part les corrections apportées et la pondération appliquée pour déterminer les résultats retenus.

6.2.2 Le taux d'actualisation :

Le professionnel justifie le taux d'actualisation en tenant compte des différents facteurs de risques.
Ce taux d'actualisation doit être en rapport avec le facteur du rendement retenu.

6.2.3. La durée d'actualisation :

Le professionnel justifie la durée d'actualisation retenue (limitée ou illimitée) sur base de l'analyse des risques de l'entreprise et du cadre juridique et économique au sein duquel l'entreprise évolue, (contrats, engagements, ...) ou en fonction du cadre spécifique de la mission.

7. Enfin le professionnel fait part, tenant compte de la situation spécifique de l'entreprise des «décotes» et des primes retenues.

VII LE RAPPORT

7.1 Le professionnel mentionne en termes généraux, dans son rapport, la mission qui lui est confiée, la référence au document de désignation et la façon dont il a organisé et réalisé ses travaux.

7.1.1 Dans l'identification de la mission qui lui est confiée, le professionnel devra inclure les points suivants :

- a) la description détaillée de l'opération envisagée et du contexte dans lequel il est appelé à intervenir;
- b) l'identification de l'entreprise concernée (dénomination, siège social, numéro d'entreprise, etc.) ainsi qu'une description suffisante de ses activités et de son environnement juridique et économique, notamment des législations spécifiques le cas échéant applicables;
- c) une description succincte de l'évolution de la position économique de l'entreprise au cours des derniers exercices, ainsi que de ses perspectives d'avenir, pour autant que celles-ci ressortent des états dressés sous la responsabilité de l'organe de gestion.

7.1.2 Le professionnel mentionne clairement :

- a) si ses travaux reposent sur un audit réalisé conformément aux normes générales de révision,
- b) ou si, compte tenu des circonstances, (délai ou mission limitée) il n'a procédé qu'à un examen limité;
- c) ou si la mission se limite à une évaluation de l'entreprise, sans aucune vérification des chiffres de base remis par l'organe de gestion.

7.1.3 Le professionnel mentionne également dans quelle mesure il a collaboré avec d'autres professionnels et/ou si son jugement est étayé en partie par les travaux effectués par d'autres professionnels.

7.2 Le professionnel expose la façon dont il a réalisé ses travaux.

Pour autant que cette information soit pertinente dans le contexte de l'opération en cause (voir supra 7.1.2), il spécifie dans quelle mesure il a pu appuyer ses travaux sur une organisation administrative et comptable suffisante à la préparation de comptes, d'états financiers et de données prévisionnelles fiables en vue de l'exécution de sa mission.

7.2.1 Toute lacune constatée dans l'organisation de l'entreprise pouvant avoir une influence significative sur la mission d'évaluation, doit clairement être indiquée. Le professionnel formule éventuellement des réserves dans les conclusions de son rapport.

7.2.2 Le professionnel procède à une analyse de la situation financière de l'entreprise.

- a) Il mentionne dans quelle mesure cette situation financière, telle qu'elle ressort des comptes et/ou des autres documents qui lui sont soumis constitue une base d'appréciation appropriée pour la mission d'évaluation qui lui est confiée et si elle peut être utilisée à cet effet.
- b) Il tient compte également des corrections éventuelles devant être apportées à la situation financière ainsi que de l'impact d'éléments exceptionnels et/ou non récurrents influençant le patrimoine de l'entreprise et/ou son compte de résultats.
- c) Le cas échéant, le professionnel tient compte des plus-values et moins-values latentes qu'il constate au cours de ses travaux et en évalue les éventuelles conséquences sur la valeur de l'entreprise concernée.
- d) Dans les circonstances où il ne lui a pas été possible d'effectuer des contrôles supplémentaires sur des données sensibles de nature à influencer les résultats futurs de l'entreprise, le professionnel en fait expressément mention dans son rapport et dans ses conclusions.

7.3 Le professionnel décrit en détail dans son rapport les méthodes d'évaluation utilisées. Il donne un avis sur la pertinence de ces méthodes dans le contexte spécifique de l'opération en cause.

7.3.1 Après une brève description des méthodes habituelles, le professionnel décrit en particulier la ou les méthodes qui ont été appliquées pour l'évaluation de l'entreprise en question. Il motive la pertinence du choix de la ou des méthodes retenues, ainsi que celui des différents paramètres utilisés. (taux et durée d'actualisation, etc.)

7.3.2 Dans la mesure où il fait usage de données prévisionnelles, le professionnel indique si les hypothèses utilisées sont raisonnables et si elles ne présentent pas d'incohérences manifestes par rapport à des informations disponibles ou à l'évolution générale à laquelle on peut raisonnablement s'attendre.

7.3.3 Le professionnel mentionne clairement la valeur à laquelle conduit chacune des méthodes d'évaluation utilisées.

7.3.4 Dans la mesure où il procède à une pondération entre les différentes méthodes utilisées pour l'évaluation, le professionnel justifie les coefficients de pondération utilisés.

7.3.5 Dans le cadre d'un rapport portant sur la vente forcée de titres (art. 513 C.Soc et art. 213 A.R. du 30 janvier 2001), le professionnel mentionne dans son rapport:

- a) si les méthodes d'évaluation utilisées par l'offrant ont été appliquées de manière adéquate. Dans la mesure où il a clairement été fait référence, pour l'analyse de la situation financière, aux corrections à apporter, le professionnel mentionne dans son rapport l'influence de ces corrections sur les différentes valeurs obtenues au moyen des méthodes d'évaluation utilisées.
- b) si le prix fixé par l'offrant pour les titres de l'entreprise concernée garantit les droits des propriétaires des titres, compte tenu de l'analyse qui a été réalisée concernant les éléments suivants:
 - l'organisation administrative et comptable ;
 - la position financière de l'entreprise concernée ;
 - les méthodes d'évaluation appliquées par l'offrant ;
 - la détermination du prix, compte tenu des méthodes d'évaluation appliquées.

Le professionnel commente de façon critique les motifs qui ont conduit à l'application d'une éventuelle décote ou d'une prime et leurs conséquences sur la valeur des titres déterminée par l'offrant.

Le cas échéant, le professionnel formule des réserves dans son rapport si les méthodes d'évaluation utilisées par l'offrant ne peuvent pas être considérées comme acceptables, compte tenu du contexte dans lequel l'offre se déroule.

Le professionnel doit également faire mention de toutes les difficultés particulières rencontrées dans le cadre de sa mission.

7.4 Le rapport sera daté et signé du jour où les travaux ont été achevés.

VIII CONCLUSION

8.1 La conclusion du rapport doit reprendre en synthèse la description et le contexte de l'opération en cause, les méthodes d'évaluation utilisées et l'avis du professionnel sur l'évaluation finale de l'entreprise.

8.1.1 Le professionnel rappelle dans la conclusion de son rapport la référence au document de désignation ainsi que le contexte général dans lequel sa mission s'inscrit.

8.1.2 Le professionnel indique s'il a effectué ses travaux sur la base d'un audit plénier des états financiers ou d'un examen limité de ceux-ci ou sur la base de données non vérifiées remises par son mandant.

8.1.3 Le professionnel décrit sommairement dans la conclusion de son rapport la ou les méthodes d'évaluation retenues et les paramètres utilisés et, le cas échéant, la pondération donnée à chacune de ces méthodes.

8.1.4 Le professionnel se prononce explicitement sur la valeur retenue pour l'entreprise ou la fourchette dans laquelle cette valeur peut raisonnablement s'inscrire.

8.1.5 Dans la mesure où la mission du professionnel s'effectue dans le cadre d'une disposition légale ou réglementaire spécifique, le professionnel reprend dans sa conclusion son avis tel que requis par la disposition spécifique.

8.2 Dans sa conclusion, le professionnel reprend explicitement les réserves qu'il estime devoir formuler et/ou les limites de ses travaux si des diligences particulières n'ont pas pu être réalisées ou si des informations qui peuvent avoir un impact sur l'évaluation de l'entreprise n'ont pas pu être vérifiées.

B. Rappel de certaines notions importantes.

1) Pair comptable

Le pair comptable s'obtient en divisant le montant du capital souscrit par le nombre de titres.

Exemple

Soit une société C-CHER, au capital souscrit de 10 000 représenté par 100 actions sans désignation de valeur nominale, dont les fonds propres sont les suivants :

Capital souscrit	10 000
Réserve légale	1 000
Plus-value de réévaluation	800
Réserve immunisée	200
Résultats reportés	2 000
Impôts différés	250
TOTAL FONDS PROPRES	14 250

Le pair comptable des actions s'élèvera à $10\ 000/100 = \underline{100,00}$

2) Valeur comptable

La valeur comptable s'obtient en divisant le total des fonds propres par le nombre d'actions.

Si nous reprenons l'exemple ci-dessus, la valeur comptable d'une action = $14\ 250/100 = \underline{142,50}$

3) Cash-flow (capacité d'autofinancement)

Le cash-flow indique la capacité d'une entreprise à générer des moyens financiers ; parmi cette notion globale de cash-flow, nous pouvons distinguer le cash-flow net, le cash-flow d'exploitation et le cash-flow libre.

Cash-flow net

Pour obtenir le cash-flow net, il faut rajouter au résultat net, les charges non décaissées et soustraire les produits non encaissés :

Cash-flow net =	Bénéfice/perte après impôts
	+ dotation (- reprises) aux amortissements
	+ dotation (- reprises) aux réductions de valeur
	+ dotation (- reprises) aux provisions
	- production immobilisée

Cash-flow d'exploitation

Le cash-flow d'exploitation, appelé également marge brute d'autofinancement, représente la création de moyens financiers par une entreprise du fait de ses produits et charges d'exploitation au sens le plus strict.

Ces moyens doivent idéalement être suffisants pour rembourser les emprunts, payer les impôts et rémunérer les actionnaires.

Cash-flow d'exploitation =	Résultat d'exploitation
	+ dotation (- reprises) d'exploitation aux amortissements
	+ dotation (- reprises) d'exploitation aux réductions de valeur
	+ dotation (- reprises) d'exploitation aux provisions
	- production immobilisée

Cash-flow libre

Contrairement au cash-flow net et au cash-flow d'exploitation, le cash-flow libre tient compte des variations du besoin en fonds de roulement et des dépenses d'investissements (working capital) ; il constitue le cash que l'entreprise a généré par l'exercice de son activité.

A noter que si des charges d'intérêts reprises en compte de résultats ne sont pas considérées comme faisant partie intégrante de l'exploitation, il y a lieu de retraiter ce cash-flow libre desdits intérêts ainsi que de la correction d'impôts qui y est liée.

Cash-flow libre =	Cash-flow net
	+ charges exceptionnelles et/ou non récurrentes et/ou non liées à l'activité
	- produits exceptionnels, non récurrents et/ou non liés à l'activité
	+/- variation du besoin en fonds de roulement
	- dépenses d'investissements
	+ recettes de désinvestissements « d'activité »

C. Exemple chiffré

Illustrons ces notions de cash-flows par un exemple dont les chiffres sont tirés de l'annexe n°1 du syllabus ; nous considérons que l'ensemble des charges et produits sont liés à l'activité normale de l'entreprise et qu'il n'y a pas eu revente d'actifs.

Cash-flow net

Bénéfice/perte après impôts	213 416,44
+ dotation (- reprises) aux amortissements	298 638,46
+ dotation (- reprises) aux réductions de valeur	- 24 328,14
+ dotation (- reprises) aux provisions	
- production immobilisée	
CASH-FLOW NET	487 726,76

Cash-flow d'exploitation

Résultat d'exploitation	439 831,39
+ dotation (- reprises) d'exploitation aux amortissements	298 638,46
+ dotation (- reprises) d'exploitation aux réductions de valeur	-24 328,14
+ dotation (- reprises) d'exploitation aux provisions	
- production immobilisée	
CASH-FLOW D'EXPLOITATION	714 141,71

Cash-flow libre

Le besoin en fonds de roulement est passé de 1 388 971,00 € en 2006 à 1 448 134,25 € en 2007, soit une augmentation de 59 163,25 €

Cash-flow net	487 726,76
+ charges exceptionnelles et/ou non récurrentes et/ou non liées à l'activité	1 750,92
- produits exceptionnels, non récurrents et/ou non liés à l'activité	- 3 284,70
+/- variation du besoin en fonds de roulement	- 59 163,25
- dépenses d'investissements	
+ recettes de désinvestissements « d'activité »	
CASH-FLOW LIBRE	427 029,73

Ces notions de cash-flows sont d'une extrême importance dans le cadre des évaluations d'entreprises, dans la mesure où on s'accorde généralement à dire que ce n'est pas le bénéfice mais bien le cash-flow dont il faut tenir compte comme élément de base.

En effet, si on prend un exemple simple, on comprendra aisément l'importance de l'évaluation basée sur les cash-flows :

Soit une société A dont les résultats sont les suivants :

Chiffre d'affaires	10 000
Achats marchandises	- 2 500
Services et biens divers	- 1 300
Frais du personnel	- 4 000
Amortissements et réductions de valeur	- 5 000
Autres charges	- 360
Charges financières	- 750
RESULTAT	(3 910)
CASH-FLOW NET	+ 1 090
CASH-FLOW D'EXPLOITATION	+ 1 840

A première vue, sans tenir compte de la valeur de son patrimoine, cette entreprise dégage des pertes et devrait être considérée comme inintéressante alors qu'en définitive ses cash-flows sont positifs.

D. Problématique du prix et de la valeur¹

Nous constatons régulièrement, tant à travers la littérature que dans la pratique professionnelle, une certaine confusion entre la valeur de l'entreprise et l'espérance du prix que l'on pourrait en obtenir ou la payer.

On trouve ainsi autant de notions de valeur que de cas particuliers.

Quoi que défendue par certains auteurs comme spécifiques ou incluses dans la jurisprudence, on peut constater que la notion de valeur, si ce n'est la valeur économique, est toujours une espérance de prix compte tenu d'un contexte économique particulier.

La même confusion se rencontre entre la valeur de l'entreprise et la méthode de calcul pour en obtenir l'estimation.

En effet, il existe dans la littérature technique un grand nombre de formules mathématiques qui sont censées donner la valeur d'une entreprise.

Toutefois, à la lecture de celles-ci, il est aisé de comprendre qu'elles relèvent de raisonnement d'acheteurs ou de vendeurs et que, dès lors, elles ont pour seule raison d'établir soit le prix auquel on désire acquérir une entreprise ou un autre bien d'investissement, soit celui auquel on désire vendre.

C'est ainsi que la formule dite du superprofit est la formule type d'une approche « acheteur ».

La littérature nous donne quelques notions de valeurs.

La valeur du marché

La valeur accordée en fonction du marché et, par voie de conséquence, à l'utilité du bien. Il s'agit du prix. La valeur du marché, ou valeur vénale d'un bien, est le prix estimé de ce bien sur un marché suffisamment concurrentiel pour relever de la loi de l'offre et de la demande.

La valeur d'acquisition

Pour tout analyste, la valeur d'acquisition reste, qu'elle soit réglementée ou pas, le prix total payé pour acquérir un bien, consommable ou pas.

Il s'agit donc du prix de revient complet identifiable en unité monétaire.

Ce prix ne tient pas compte des coûts sociaux ou des produits sociaux n'existant pas encore lors de la conclusion de l'opération.

¹ Tiré de l'ouvrage de notre estimé confrère Claude JANSSENS sur les évaluations en entreprise.

La valeur de liquidation

La valeur de liquidation est la valeur à laquelle on réalise les biens de l'entreprise dans des conditions normales de retrait des affaires ou de cessation d'activités.

La réduction des activités et la réalisation du patrimoine se font progressivement en payant les dettes et en assurant les obligations de l'entreprise vis-à-vis du personnel ou des créanciers.

On peut considérer dans cette optique que les gestionnaires ont le temps de chercher des acquéreurs et de négocier les réalisations effectuées.

On peut considérer que cette valeur est une valeur minimale de la société.

En fait, la valeur de liquidation est l'espérance de réalisation d'une entreprise ou de la somme de ses sous-ensembles. Il s'agit d'une espérance de prix de vendeur et non d'une valeur.

La valeur liquidative

La valeur liquidative n'est qu'un cas particulier de la valeur de liquidation.

Il s'agit également de l'espérance de réalisation d'une entreprise ou de la somme de ses sous-ensembles et, par voie de conséquence, de l'espérance de prix de vendeur et non d'une valeur.

Certains auteurs ne sont pas d'accord quant à cette notion, ce qui n'a rien d'exceptionnel lorsqu'on commence à classer la notion de valeur en fonction de sa méthode de calcul en lieu et place de sa nature.

Ainsi, Brillman et Gaultier² la définissent comme une « valeur de base, moins sévère que la valeur de liquidation³ ». Ils considèrent qu'il n'y a pas de discontinuité de l'exploitation et que cette valeur concerne des entreprises non déficitaires, dont le cours de Bourse est bas.

On prend comme base la valeur de liquidation.

Mais comme il n'est pas envisagé de cesser l'activité, on ne prend pas en considération les indemnités de licenciement ou les commissions payées sur la vente des biens.

Ici, on est également dans le cas d'une valeur estimée de l'espérance de réalisation.

² Référence de Paul LURKIN, dit : J. BRILMAN, A. GAULTIER, Ed. Hommes et Techniques, Paris 1980, page 2.

³ Paul LURKIN, Evaluation des entreprises, Professional Seminars & Services, page 3.

Valeur à la casse – valeur à casser

Cette valeur concerne le prix de vente des biens d'équipement considérés comme hors d'usage, inutilisables.

Cette valeur peut par exemple être déterminée en fonction du prix de la mitraille⁴.

Il s'agit encore une fois de l'espérance du prix que pourrait en obtenir le vendeur.

La valeur à neuf

Il s'agit de la valeur de remplacement du bien considéré, c'est-à-dire dans ce cas tout simplement de l'espérance du prix que l'on devra payer pour l'acquisition d'un même bien avec la même utilité.

La valeur de remplacement

Dans ce cas, il s'agit également de l'espérance du prix qu'il faudrait payer pour obtenir un bien d'investissement de même vétusté, de même capacité productive, déduction faite du solde de son financement.

La valeur vénale

Il s'agit de la résultante de la loi de l'offre et de la demande.

La valeur vénale est en principe le prix sur lequel l'acheteur et le vendeur sont d'accord.

⁴ Paul LURKIN, *Evaluation des entreprises, Professional Seminars & Services*, page 4.

Valeur d'utilisation, valeur d'usage et valeur d'exploitation.

L'U.E.C. a défini cette valeur comme la valeur de continuation estimée sur la base de la valeur de remplacement contemporaine des biens et droits de l'entreprise, diminuée des dettes.

Le prix « théorique » d'occasion est calculé en tenant compte:

- des valeurs à neuf ou des valeurs d'achats réévalués,
- de l'âge,
- du vieillissement technique,
- de l'usure,
- de l'utilité.

L'exemple de l'acquisition d'une entreprise ou d'un ensemble de biens procurant les mêmes résultats relève uniquement de la notion de prix et non de sa valeur.

En effet, la dépense correspond à un prix payé et non à une valeur.

La valeur substantielle ou valeur intrinsèque

La valeur substantielle correspond à la valeur de l'outil économique qu'est l'entreprise, à sa valeur estimée du marché, celle-ci étant différente de la valeur comptable.

Le professionnel chargé de l'évaluation se devra, préalablement à toute analyse, de contrôler correctement les différents postes du bilan afin de lui apporter les corrections nécessaires qui lui permettront de dégager une valeur plus correcte du patrimoine.

Certains auteurs y voient la valeur économique de l'entreprise, ce qui, dès, lors biaiserait fortement les résultats lorsque celle-ci est combinée à la valeur de rendement.

Il existe trois notions de la valeur substantielle :

- La valeur substantielle brute ou actif brut corrigé dans une optique de continuité = VST
- La valeur substantielle réduite ou actif brut corrigé dans une optique de continuité, de laquelle on soustrait les dettes ne portant pas intérêt = VSR
- La valeur substantielle nette ou valeur intrinsèque qui correspond à l'actif net corrigé dans une optique de continuité = AN

E. Calcul de l'actif net réévalué (valeur substantielle nette)

L'actif net peut être défini comme l'excédent du total des biens et droits de l'entreprise (actif) sur le total de ses dettes.

Par voie de conséquence, nous obtenons la relation suivante:

Actif net réévalué = Actif réévalué - Passif exigible

La nécessité de la réévaluation résulte de ce que la dépréciation, les modalités d'amortissement et l'évolution des prix du marché des biens durables provoquent des distorsions entre le bilan économique et le bilan comptable.

Afin de procéder à la réévaluation de l'actif net, on procédera au tri des éléments qui peuvent être aliénés sans nuire à l'efficacité de l'entreprise et fournir ainsi à l'acquéreur de la trésorerie équivalente.

Les éléments qui n'appartiennent pas au cycle d'exploitation pourront comprendre n'importe quel actif fixe ou circulant tels que des terrains, des bâtiments, du matériel, des créances à caractère financier.

Ceux-ci devront être évalués à leur valeur de réalisation probable.

Les biens liés au cycle d'exploitation seront encore évalués à la valeur d'usage, c'est-à-dire au prix qu'il serait nécessaire de payer pour acquérir un bien de même utilité économique à la date de la situation analysée.

Il faut comprendre par « bien de même utilité économique » un bien de même nature et susceptible du même usage dans le même contexte et présentant statistiquement la même espérance de vie résiduelle.

On veillera tout particulièrement à ne pas introduire dans les corrections des éléments qui feraient double emploi avec les éléments liés à la rentabilité de l'entreprise.

F. Masses bilantaires liées au cycle d'exploitation.

1) Les actifs incorporels

Tous les actifs incorporels doivent être considérés comme des non-valeurs, à l'exclusion de ceux qui ont fait l'objet d'une acquisition onéreuse, (à l'exception du goodwill sous toutes ses formes qui, lui, sera toujours une non-valeur).

Certains actifs incorporels doivent cependant faire l'objet d'une évaluation ; il s'agit principalement des éléments suivants :

- droit au bail,
- brevets et licences.

L'évaluation de ces éléments devrait idéalement se faire à leur valeur de marché, par référence à un marché actif ; si aucun marché actif n'existe, l'évaluation pourra être faite sur base des revenus futurs nets actualisés.

Exemples

Droit au bail

Le bail d'un magasin situé dans un centre commercial prévoit un loyer total de 80 000,00 € par an pendant les neuf premières années ; il reste cinq années à courir.

L'ouverture d'un nouveau magasin à proximité prévoit pour des locaux identiques un loyer de 95 000,00 €.

Actualisons l'économie de loyer au taux de 6% l'an :

$$\frac{(95\ 000,00 - 80\ 000,00) \times 1 - (1,06)^{-5}}{0,06} = \underline{63\ 185,46\ €}$$

Certains auteurs défendent l'idée que, la valeur minimale d'un fonds de commerce équivaut au moins à la valeur du droit au droit au bail.

2) Brevets

La société a déposé un brevet pour une invention il y a cinq ans ; elle dispose d'une comptabilité permettant de dégager les bénéfices annuels normaux générés par ce brevet ; ces derniers s'élèvent à 50 000,00 €.

Tenant compte de l'éventualité d'une invention concurrente, la société estime que son brevet pourra encore être commercialisé sans perte de revenu durant les prochaines dix années.

Actualisons la valeur du brevet au taux de 6% l'an :

$$\frac{50\,000,00 \times 1 - (1,06)^{-10}}{0,06} = \underline{368\,004,35 \text{ €}}$$

3) Licences

La société a concédé, en 2005, pour une période de dix ans, une licence d'exploitation moyennant une redevance annuelle de 100 000,00 €

Le calcul de la valeur actuelle de la licence actualisée au taux de 6% l'an nous donne :

$$\frac{100\,000,00 \times 1 - (1,06)^{-6}}{0,06} = \underline{491\,732,43 \text{ €}}$$

4) Les actifs corporels

Si nous prenons par exemple les terrains, ceux-ci apparaissent souvent au bilan à leur valeur historique d'acquisition ; ils devront donc faire l'objet d'une estimation qui pourra être établie par un expert immobilier.

Les bâtiments d'exploitation se répartissent en général en :

- ateliers,
- entrepôts,
- bureaux administratifs,
- bureaux usines.

Ce type de bâtiment est toujours à l'origine d'un intrant (input) dans la fonction de production quelle que soit son ancienneté, et même si cet intrant (input) n'est pas apparent dans les chiffres, il a toujours une valeur d'usage.

Cette valeur, qui pourra être établie par un expert, est fonction du type de construction, de son appropriation aux activités et de sa vétusté.

5) Le matériel

Un grand nombre des matériels utilisés existent sur le marché des occasions et peuvent donc être valorisés par rapport à des références donnant une valeur dont le mérite est d'exister (revues techniques).

Les valeurs trouvées seront bien sûr corrigées en fonction de l'utilité pour l'entreprise.

La valeur du bien sera appréciée en fonction de la valeur à neuf corrigée par un coefficient d'usage correspondant à la valeur nette comptable par rapport à la valeur d'acquisition d'origine.

Cette méthode pourra être remplacée par l'application de tout autre coefficient de vétusté, comme par exemple celui des statistiques sectorielles.

6) Les biens en location-financement

Ils seront considérés comme éléments à part entière du capital économique de l'entreprise.

Le raisonnement donné par le législateur concernant la présentation des comptes annuels est identique.

7) Les immobilisations financières

Les prêts à plus d'un an seront repris à leur valeur nominale corrigée pour l'actualisation avec une période théorique si elle n'est pas connue.

Les prêts aux filiales seront assimilés aux participations.

Les participations seront corrigées en fonction de leur valeur économique ou financière.

En ce qui concerne les filiales en difficulté, elles pourront avoir une valeur négative en fonction des engagements financiers de l'entreprise existant envers celles-ci.

8) Les stocks

Ceux-ci feront l'objet d'un inventaire physique complet.

Ce contrôle sera complété d'une analyse des rotations afin d'éliminer les invendus.

L'attention de l'expert se portera sur les règles d'évaluation adoptées.

9) En ce qui concerne les clients,

Il sera utile de s'appuyer sur une balance par ancienneté des soldes afin de cerner les créances à risques et d'en déterminer leur véracité et leur liquidité.

L'analyse financière devra également permettre d'établir l'évolution qualitative de celles-ci.

En fonction des travaux précédents, des corrections de valeurs seront établies.

Les effets escomptés seront réincorporés dans les créances et soustraits des valeurs disponibles.

10) Les provisions à caractère de réserves seront incorporées aux fonds propres pour une valeur corrigée de la charge fiscale probable.

Les autres provisions seront estimées et corrigées, à la hausse ou à la baisse, en fonction des risques réels ou des charges à venir.

L'ensemble des autres éléments du passif fera l'objet d'une analyse, afin de voir si ceux-ci sont complets.

Les impôts latents seront repris au passif du bilan.

G. Le concept de « juste valeur »

La question de la « juste valeur » s'est posée dans le cadre de la valorisation des participations des travailleurs prévues par la loi du 22 mai 2001 relative aux régimes de participation des travailleurs au capital et aux bénéfices des sociétés ; c'est en réalité cette problématique qui a engendré le travail de normalisation de l'évaluation des entreprises au niveau de la commission mixte IRE/IEC ; à cette occasion, une documentation importante a été recueillie sur le sujet ; cette documentation se résumait comme suit :

« Norme IAS 19

Les transactions d'achats de biens ou services par d'autres parties (employés, fournisseurs) incluant les paiements en actions (ou options sur actions) devraient être mesurés à la « fair value » des actions ou, pour les « share options » à la date d'acquisition. Un modèle « option-pricing » devrait être appliqué pour établir la « fair-value » de l'option. Toutefois, étant donné l'absence de consensus sur le moyen approprié de déterminer la juste valeur des options sur actions, la présente norme n'impose pas aux entreprises d'indiquer la juste valeur. »

« Norme IAS 39

Cette norme signale qu'un groupe de travail conjoint examine s'il est possible d'estimer de façon fiable la « juste valeur » des instruments de capitaux propres non cotés et si oui, comment. »

« Norme US GAAP : FAS N° 123 et APS N° 25

D'après les normes US GAAP, le coût des actions offertes aux employés peut être déterminé sur base de la valeur intrinsèque (APB N°25) ou de la valeur réelle (FAS N° 123).

APB N° 25 : la valeur intrinsèque est la différence entre le prix d'exercice (fourni par l'employé) et la « fair market value » lors de la date d'évaluation (première date à laquelle sont connus le nombre d'actions auxquelles l'employé a droit) et le prix de l'action »

« FAS N° 123 : le coût de rémunération est basé sur la « fair value » de l'option à la date d'attribution. Cette valeur est estimée en utilisant une méthode d'évaluation d'options comme la « Black-note formula » qui « prend en compte les facteurs suivants » :

- prix des actions dérivées,
- prix de l'action à la date d'attribution,
- prix de levée d'option,
- durée de vie espérée de l'option,
- volatilité,
- dividende espéré,
- risque lié à l'option.»

« Norme UK GAAP : UITF 17

Le coût minimum est la valeur intrinsèque de l'action ou option, égal à la « fair value » des actions à la date d'attribution, moins une « certaine contribution ».

Norme AASB 1028 (Australie)

Evaluation des actions et options à la « fair value », déterminée sur « base d'hypothèses pertinentes ».

« Norme du CNC (Canada)

Le CNC conclut qu'une méthode basée sur la juste valeur est préférable à la méthode de la valeur intrinsèque. L'estimation de la « juste valeur d'une option sur actions attribuée par une société non cotée se fonde sur la meilleure information disponible. Elle tient compte des prix d'actifs similaires et des résultats des techniques d'évaluation dont on peut disposer (actualisation des flux de trésorerie futurs estimatifs à un taux correspondant aux risques en cause, modèles d'écart ajusté en fonction des options et analyse « fondamentale ») » .

« Norme du CNC (France)

La valorisation d'une société non cotée peut s'effectuer selon diverses méthodes, parmi lesquelles :

- actif net réévalué ;
- comparaisons boursières (prix/résultat net, prix/cash flow ; prix/résultat d'exploitation) ; attention effet de taille ;
- transactions comparables ;
- actualisation de flux futurs (taux fonction du risque et du secteur d'activités).

De toutes ses positions, qui n'hésitent pas à entériner les confusions signalées ci-avant, on peut appréhender assez facilement la notion de « juste valeur » ou de « fair value », qui pouvait, à cette date, s'écrire mathématiquement de la manière suivante :

« Juste valeur » = DSLS⁵

⁵ DSLS est égal à « Dieu seul le sait ».

H. PROBLÉMATIQUE DE L'APPROCHE INDUSTRIELLE ET FINANCIÈRE

1) L'acquisition des parts ou des actions

Investir dans une entreprise par l'acquisition de ses parts ou actions peut être le fait de deux approches différentes.

Il peut en effet s'agir d'un acte relevant d'une approche financière ou industrielle.

2) L'approche financière

Dans le cadre de l'approche financière, l'acquéreur fait l'acquisition de valeurs mobilières et attend de celles-ci un certain return.

Il s'agit de l'approche financière et le return ou cash-flow est constitué principalement des dividendes futurs espérés.

Il s'agit ici d'une action vue sous son angle d'instrument financier, indépendante de la valeur économique de l'entreprise et de sa rentabilité réelle et sujette à la loi de l'offre et de la demande sur le marché financier.

L'approche financière conduit à la valeur estimée d'un moyen de financement de l'entreprise et non à la valeur de celle-ci.

3) L'approche industrielle

En ce qui concerne l'approche industrielle, elle s'inscrit dans une optique plus large, mettant en jeu des facteurs principalement stratégiques, des ressources humaines, technologiques et financières.

Dans le cas de l'approche industrielle, l'acquéreur fait l'acquisition d'une entreprise ou d'un sous-ensemble d'entreprise.

Il s'agit de l'approche de l'investisseur industriel et, le return espéré, est constitué d'un ensemble de cash-flows et/ou de produits sociaux.

Il est important de souligner une notion que certains veulent ignorer dans la pratique : les flux financiers correspondent à la contrepartie des flux des biens et non à ceux-ci.

4) En résumé :

L'approche financière correspond à l'acquisition de valeurs mobilières (instruments financiers) desquelles l'acquéreur attend un return dont les dividendes font partie.

L'approche industrielle correspond à l'acquisition d'un outil ou d'un sous-ensemble de celui-ci en vue de l'exploiter ou de participer à son exploitation pour en tirer des revenus qui lui sont liés, que ceux-ci soient monétaires ou constitués de produits sociaux.

I. Le goodwill

Selon les termes de l'article 95 l'arrêté royal du 30 janvier 2001, par goodwill, il y a lieu d'entendre, le coût d'acquisition d'une entreprise ou d'une branche d'activité dans la mesure où il excède la somme des valeurs des éléments actifs et passifs qui la composent.

La première remarque c'est que le goodwill n'est constaté qu'à l'occasion de l'acquisition d'une entreprise ou d'une branche d'activité, soit un ensemble d'éléments capables de fonctionner de manière autonome.

Ensuite, selon cette définition, il y aurait goodwill par la simple application de la méthode d'évaluation basée sur l'actif net corrigé ou valeur intrinsèque, même si les écarts relevés par rapport à la valeur économique des actifs ne le sont que du fait d'amortissements fiscaux.

Il eut été plus judicieux de préciser « ... la somme des éléments actifs et passifs, évalués à leur valeur économique »

Enfin, il y a lieu de souligner que le goodwill est, selon cette définition, le résultat entre un prix payé (et non une valeur)

Dans son ouvrage sur le sujet ⁶ Claude JANSSENS définit la notion de goodwill comme étant la différence positive entre la valeur économique de l'entreprise et l'actif net corrigé à la valeur de marché ; le badwill correspondant, quant à lui, à la différence négative.

Dans la pratique, de nombreux auteurs considèrent que le goodwill correspondrait à une notion de rente économique résultant du caractère spécifique de son approche, de ses activités, de la qualité particulière de ses produits, de sa position sur le marché, etc ... Cela se traduit par la différence entre la rentabilité réellement dégagée par l'entreprise et la rentabilité normale des actifs investis dans l'exploitation.

Traduite en formule mathématique nous obtenons :

$$GW = \left(\frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \right) (B - i \cdot AN)$$

B = bénéfice ou rentabilité dégagée,

i = intérêt,

An = actif net corrigé,

N = la durée

⁶ *Réflexions générales sur la valeur d'une entreprise et sur les méthodes mathématiques d'évaluation*

Qu'est censée contenir cette notion de goodwill ?

Sans que cette liste soit exhaustive, la notion de goodwill peut comprendre :

- les éléments liés à la valeur du personnel, son niveau de qualification, sa compétence technique, le faible niveau d'absentéisme, ...
- les éléments liés à la valeur de la clientèle, leur nombre, leur qualité, leur fidélité,
- les éléments liés à la qualité des actifs de l'entreprise,
- les éléments liés à la valeur de l'organisation commerciale, son réseau de distribution

Deux approches peuvent être suivies pour mettre ce concept de goodwill en évidence.

Approche par différence

Cette méthode consiste à évaluer l'entreprise par une méthode fondée sur la rentabilité et, en soustrayant de cette valeur l'actif net comptable corrigé, nous obtenons le goodwill.

Approche par capitalisation

Cette approche consiste à capitaliser un « super profit » qui est la différence entre le résultat attendu et la rémunération normale des capitaux investis et de l'ajouter à l'actif net corrigé.

Il y a lieu de préciser que par capitaux investis, il faut entendre la valeur substantielle réduite de laquelle seront soustraits les biens non nécessaires à l'activité de l'entreprise.

Traduite en formule mathématique nous obtenons :

$$GW = \left(\frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \right) (CB - i \cdot VSR)$$

CB = capacité bénéficiaire

i = intérêt

VSR = valeur substantielle réduite

N = durée

Attention que cette méthode n'a de sens que pour autant que le taux d'intérêt du placement corresponde à l'espérance du taux de rentabilité du secteur dans lequel évolue l'entreprise, sous peine de tomber plutôt dans le calcul de l'espérance d'un profit marginal né de l'acquisition de l'entreprise.

A remarquer que le taux d'intérêt pour le calcul de l'actualisation et le taux de rendement espéré seront généralement différents.

Par capacité bénéficiaire, il y a lieu d'entendre le résultat retraité de la manière suivante :

- élimination de charges et produits exceptionnels,
- substitution des amortissements fiscaux par les amortissements économiques,
- correction et adaptation éventuelle des provisions en ne retenant que celles liées à l'exploitation,
- adaptation du résultat en fonction des charges et rémunérations octroyées aux dirigeants, selon qu'elles sont ou pas excessives,
- élimination des charges et produits portant sur des exercices antérieurs,
- élimination des charges et produits hors exploitation,
- tout autre élément justifié.

Il faudra être attentif à recalculer l'impôt normal après avoir opéré tous ces redressements.

Un autre problème se pose quant à la durée estimée de la rente ; certains auteurs estiment que, comme la différence entre la capacité bénéficiaire et le rendement de la valeur substantielle réduite doit toujours être positive, il n'y a aucune raison de limiter la durée estimée de la rente.

Cette position est bien entendu devenue, à notre époque, tout à fait irréaliste ; il s'agira d'estimer au cas par cas cette durée en tenant compte des risques inhérents à l'entreprise, son secteur d'activité, son ancienneté, la durée de vie estimée de ses produits, etc

Pour résumer cette problématique, il faut essayer de déterminer la durée de la période pendant laquelle l'entreprise bénéficiera d'un avantage compétitif suffisant pour lui permettre de dégager un superprofit.

Illustrons cela par un exemple simple.

Soit une entreprise présentant le bilan et les résultats ci-dessous :

ACTIF		PASSIF	
Actifs immobilisés	100.000,00 €	Capital	325.000,00 €
		Réserves	380.000,00 €
		Résultats reportés	70.000,00 €
		Dettes à plus d'un an	220.000,00 €
Stocks	480.000,00 €	Dettes à un an au plus	80.000,00 €
Créances commerciales	600.000,00 €	Fournisseurs	260.000,00 €
Autres créances	35.000,00 €	Dettes fiscales sociales	130.000,00 €
Disponible	250.000,00 €		
TOTAL	1.465.000,00 €	TOTAL	1.465.000,00 €

Données complémentaires :

Les actifs immobilisés comprennent l'immeuble abritant l'exploitation acquis pour une valeur historique de 600 000,00 € et complètement amorti ; sa valeur actuelle après expertise s'élève à 630 000,00 €.

Les stocks comprennent des produits invendus depuis trois ans pour 60 000,00 €.

Les créances commerciales comprennent des clients ayant des retards de paiement importants pour un total TVA incluse 21% de 60 500,00 €.

Détermination de la valeur substantielle réduite.

Actif total	1 465 000,00
Immeuble d'exploitation	630 000,00
Réduction des stocks	(60 000,00)
Pertes sur créances	(50 000,00)
Actif total corrigé	1 985 000,00
Dettes ne portant pas intérêt	(390 000,00)
Valeur substantielle réduite :	1 595 000,00

Chiffre d'affaires	2 500.000,00 €
Prix de revient des ventes	- 750.000,00 €
Services et biens divers	- 560.000,00 €
Frais de personnel	- 850.000,00 €
Amortissements	- 180.000,00 €
Charges financières	- 60.000,00 €
Impôts	- 30.000,00 €
Résultat net	70.000,00 €

Données complémentaires :

Les services et biens divers contiennent des charges locatives non provisionnées pour 30 500,00 € et afférentes à l'exercice précédent.

Les rémunérations brutes du dirigeant se sont élevées à 236 000,00 € au cours de l'exercice ; un montant brut de 150 000,00 € a été estimé suffisant pour la fonction.

Les frais de personnel comprennent également une rémunération, charges patronales incluses, de 45 000,00 € pour l'épouse du dirigeant qui ne travaille pas effectivement dans l'entreprise.

Détermination du résultat net retraité

Résultat avant retraitement et impôts	100 000,00
Charges relatives à un exercice antérieur	30 500,00
Excédent revenus dirigeant	86 000,00
Elimination salaire fictif épouse	45 000,00
Résultat retraité avant impôts	261 500,00
Impôts (hypothèse 30%)	(78 450,00)
Résultat net retraité	183 050,00

Calcul du goodwill

Tenant compte d'un taux de rendement habituel de 8% pour le secteur, d'une durée de vie estimée de cinq années pour le goodwill ainsi que d'un taux de 5% pour l'actualisation, nous aurons les résultats suivants :

Formule

$$GW = \left(\frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \right) (CB - i \cdot VSR)$$

CB = capacité bénéficiaire

i = intérêt

VSR = valeur substantielle réduite

N = durée

$$GW = \left(\frac{1 - (1,05)^{-5}}{0,05} \right) (183\,050,00 - (0,08 \times 1\,595\,000,00))$$

$$GW = 4,3294 \times (183\,050,00 - 127\,600,00)$$

$$GW = \underline{240\,065,23} \text{ € arrondis à } 240\,000,00 \text{ €}$$

Comme nous pouvons le constater dans cet exemple simplifié, la valeur du goodwill est inversement proportionnelle au taux de rendement habituel du secteur.

Plus le taux choisi pour l'actualisation de la durée de vie estimée du goodwill est faible, plus le coefficient multiplicateur sera élevé.

Enfin, plus la durée de vie estimée du goodwill est longue, plus celui-ci prend de la valeur.

Tenant compte des calculs effectués ci-avant nous obtiendrions une valeur pour l'entreprise qui serait égale à :

Actif net comptable corrigé :	1 295 000,00
Goodwill :	240 000,00
TOTAL	1 535 000,00

J. Valorisation des actions d'une société dans le cadre de l'approche industrielle⁷

1) L'approche par l'actualisation des cash-flows futurs

Celui qui, pour une raison ou une autre, fait l'acquisition d'une entreprise, d'un sous-ensemble de celle-ci ou d'un ensemble d'entreprises, effectue un investissement.

En effet, il existe différentes formes d'investissements telles que l'achat d'équipements, la construction d'une usine, le lancement d'un nouveau produit, la vente d'une licence, etc.

Chaque projet d'investissement, quel que soit le contexte dans lequel il se trouve, décision tactique, développement, ou autre, soulève toujours un problème de choix.

L'acquisition d'une entreprise n'est jamais qu'un projet d'investissement et relève donc également d'un choix.

Or, nous savons que le prix de l'entreprise est fonction de l'utilité que lui accorde son acquéreur potentiel.

Toutefois, la valeur économique peut être estimée de manière empirique. En effet, nous avons vu que l'on peut écrire le prix comme suit :

Prix = (Produits sociaux - Coûts sociaux + la valeur économique) sous contrainte de l'offre et de la demande soit pour $P_a = (PS - CS + W) \lambda(\text{Offre})$ et pour le vendeur $P_v = (-CS + PS + W) \lambda(\text{Demande})$.

En effet, l'inexistence de l'offre ou de la demande conduit à la valeur estimée à zéro, quelle que soit la valeur économique de l'entreprise.

L'espérance mathématique de la valeur d'un bien d'investissement peut être approchée par la sommation des cash-flows générés par la possession de ce bien, y compris par la mobilisation future de celui-ci.

La formule mathématique se présente comme suit :

$$W = CF \left[\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right] + \frac{AN}{(1+r)^{(n+1)}}$$

avec CF = l'espérance de cash-flow.

Elle est statistiquement égale à la moyenne des cash-flow.

⁷ Extrait de l'ouvrage de Claude JANSSENS sur l'évaluation des entreprises.

Toutefois, elle ne reprend pas la croissance qui est directement soustraite du taux à risque.

AN = espérance du cash-flow résultant de la valeur résiduelle. Elle est estimée à la valeur intrinsèque, la pondération de la croissance étant directement introduite dans le i de la formule.

$i = r$ (intérêt à risque) – g (croissance).

t = année d'observation.

n = la durée

$n+1$ comme facteur d'actualisation pourrait être $(n+\alpha t)$.

Cette approche consiste à évaluer l'entreprise comme un bien d'investissement dont la valeur repose sur l'évaluation des flux futurs de revenus qui peuvent être attendus.

L'expert indépendant va donc devoir établir des prévisions en ce qui concerne les résultats futurs de l'entreprise.

L'évaluation de l'entreprise par les flux repose donc sur trois éléments, à savoir :

- le montant des flux à actualiser.
- « r » - le taux auquel ces flux doivent être actualisés.
- « n » - la durée de l'actualisation.

Gérard de Bodt⁸, dans l'introduction de son ouvrage « Comment évaluer une entreprise – Méthodes modernes », citait déjà ce qui suit :

« Une évolution considérable s'est manifestée au cours des dix dernières années dans la pensée relative à l'évaluation des entreprises.

En effet, l'analyse au départ du cash-flow net actualisé a été mise au point avec toutes les nuances souhaitables dans le cadre des calculs de rentabilité d'investissements.

Comme un investissement peut consister, soit en une usine, soit en l'achat d'une société qui possède cette usine, il est apparu petit à petit que les deux ordres de problèmes étaient extrêmement similaires, et que la technique du cash-flow actualisé devait logiquement pouvoir être utilisée, pour déterminer la valeur d'une entreprise.

On doit en effet pouvoir analyser sur des bases strictement comparables la rentabilité d'un investissement industriel qu'on effectue soi-même en bâtissant des usines, ou la rentabilité d'une société qui possède déjà ces usines et dont on se propose d'acquérir les actions. »

Ce confrère analyse au moins le fait qu'il existe une relation entre l'acquisition d'une entreprise, un investissement et la méthode des cash-flows.

⁸ Gérard de Bodt, Expert-comptable CNECB et OECCB, Docteur en sciences économiques appliquées, Maître de Conférences à l'Université de Louvain, «Comment évaluer une entreprise – Méthodes modernes », 1973, éditions Comptabilité et productivité, Bruxelles

2) Le montant des flux à actualiser

Théoriquement, l'expert chargé de l'évaluation devrait posséder ou, à défaut de les posséder, établir les comptes prévisionnels de l'entreprise afin de pouvoir disposer de l'espérance des cash-flows de celle-ci.

Les comptes prévisionnels doivent tenir compte des données et/ou informations du passé.

Toutefois, les résultats, qu'ils soient le bénéfice ou le cash-flow, sont souvent peu significatifs, étant donné les contraintes pesant sur leur établissement tels que la politique de management (financière, fiscale, etc.). Il faut donc déterminer quel est le résultat économique futur.

Dès lors, on corrigera les résultats des distorsions fiscales ainsi que des variations prévisibles en fonction des éléments connus du futur (modification du marché, contrats, etc.).

Dans la pratique, on part généralement des comptes de résultats des exercices antérieurs, souvent ceux des trois à cinq derniers exercices, afin d'effectuer une extrapolation en lieu et place d'une projection, alors que cette dernière serait nettement plus correcte.

En effet, les comptes prévisionnels permettent plus aisément l'introduction des corrections ou de charges à venir, comme le maintien en état de l'outil de production, voire de son développement, de sa désaffectation, de sa réalisation et/ou de son remplacement.

C'est par défaut de comptes prévisionnels et pour autant que la taille de l'entreprise et son appréhension le permettent, que l'estimation du revenu futur se fera généralement en prenant pour base la moyenne des trois, quatre ou cinq derniers exercices.

L'utilisation de la moyenne est relativement correcte, pour autant que les écarts types ne soient pas trop importants et que l'évaluateur les rectifie à l'aide d'un taux de croissance.

Lorsqu'on ne dispose pas de données permettant d'établir le taux de croissance propre à l'entreprise, il sera déterminé en tenant compte des prévisions de croissance sectorielle établies par le secteur d'activité auquel l'entreprise appartient, ou des prévisions de croissance établies par la B.N.B., la C.E.E., l'O.C.D.E.

Au niveau de la détermination des flux à actualiser, il ne faudra évidemment tenir compte que des éléments récurrents et éliminer les éléments exceptionnels ou anormaux.

Comme nous le voyons à travers la formule, le dernier terme du cash-flow est formé de l'espérance de la réalisation de l'entreprise en tant qu'outil. Il s'agit donc de la réalisation à la fin de la période, plus une unité de temps ($n+1$) ou un sous-ensemble de cette unité ($n+\alpha 1$), de l'actif net (passif net) actualisé.

A défaut de comptes prévisionnels, cet actif net (passif net) sera estimé. Il est donc très important de ne pas y inclure les éléments qui ne font pas partie des emplois et des ressources patrimoniales liés à la réalisation de l'exploitation.

Les éléments qui ne contribuent pas à l'exploitation seront valorisés séparément et actualisés sur la période de leur réalisation probable.

Il s'agit de la trésorerie excédentaire, reprise ou non sous forme de placement, de bâtiments ou de terrains à caractère excédentaire ou spéculatif, à l'exclusion des acquisitions à titres de réserves indispensables à terme à la réalisation de l'objet social.

3) L'actualisation

L'actualisation permet de rendre comparables des sommes d'argent disponibles à des dates différentes. Ainsi 100 € placés au taux i du 1^{er} janvier de l'année n au 31 décembre de cette même année vaudront à l'échéance $100*(1+i)$.

Si le placement se prolonge jusqu'au 31 décembre de l'année $n+1$, le placement initial vaudra à l'échéance $(100*(1+i)*(1+i))$, c'est-à-dire $100*(1+i)^2$.

La valeur d'un capital placé pendant n années est généralement déterminée par la formule suivante :

$C_n = C_0 * (1 + i)^n$ avec C_n = valeur du capital à l'instant n

C_0 = valeur du capital initial

i = taux d'intérêt

n = durée

Pour calculer la valeur actuelle d'un capital futur, il suffit de transformer la formule qui devient :

$$C_0 = \frac{C_n}{(1 + i)^n}$$

4) Le taux d'actualisation

Comme nous venons de le voir, le taux d'actualisation permet de mettre en évidence la préférence qu'un investisseur peut avoir pour une somme reçue ce jour plutôt qu'à une date donnée à venir.

Il permet de convertir des valeurs futures en valeurs actuelles.

Le taux sera fonction :

- du taux d'intérêt moyen fixant le coût de l'argent au moment de l'évaluation,
- de l'inflation,
- des risques attachés à l'activité génératrice des revenus futurs.

Le taux d'actualisation est généralement décomposé en taux sans risque, comprenant la rémunération de l'argent et l'inflation, et en prime de risque qui correspond à une quotité de ce taux

Lorsque le cash-flow ne relève pas de comptes prévisionnels qui ont tenu compte de la croissance, c'est à travers le taux d'actualisation que l'expert chargé de l'évaluation l'introduira.

Le taux de croissance « g » vient en diminution du taux d'actualisation ci-avant décrit.

Pour l'évaluation des actions en tant qu'instruments financiers, le coût des fonds propres sera retenu comme taux d'actualisation.

En effet, le taux sans risque (par exemple des bons de caisse) comprend le coût du loyer de l'argent et l'inflation.

Calcul du coût des fonds propres

Le coût des fonds propres est en fait la moyenne arithmétique pondérée, exprimée en pourcentage, des coûts des différents moyens de financement de l'entreprise (fonds propres, capitaux empruntés à long et court terme).

Exemple

Soit une société possédant un total de fonds propres égal à 2 000 000,00 € et dont les actionnaires reçoivent annuellement un dividende brut égal à 12% ; cette société a recours à un emprunt bancaire dont l'encours s'élève à 600 000,00 € et dont le taux de base est égal à 8%.

Le coût moyen pondéré du capital sera égal à :

(2 000 000 x 0,12 + 600 000 x 0,0528 (8% - 34% charge fiscale déductible))

2 600 000

= **10,45%**

5) La période d'actualisation

La durée de capitalisation, appelée également « durée de rente de goodwill », doit tenir compte de la période pendant laquelle les revenus futurs estimés pourront être réalisés à moyen terme en fonction de la vie des produits fabriqués ou commercialisés, ou des services rendus.

Il est généralement admis que la durée de couverture d'un investissement ne peut raisonnablement pas excéder cinq ans.

Toutefois, s'il s'agit d'une entreprise qui détient des contrats de longue durée, la période d'actualisation pourra être prolongée.

Formule

Pour rappel, dans le cadre de l'utilisation de cette méthode de valorisation, il y a lieu de retenir que la valeur de l'entreprise est égale à la somme des composantes suivantes :

- actualisation des cash-flows normaux liés à l'exploitation pour une durée de 5 ans, actualisés à un taux de placement sans risque (par hypothèse 5%) augmenté d'une éventuelle prime de risque (pour notre exemple, nous avons choisi d'appliquer une prime de risque égale à 50% du taux de base) ; ce taux comprend le taux de croissance estimé du P.I.B. pour 1,90% ;
- actualisation, au même taux que ci-dessus, de la valeur de l'actif net comptable redressé à la période « n + 1 » ;
- actifs non liés à l'exploitation actualisés de la même manière que ci-dessus ;
- surplus de trésorerie.

$$VE = CF \left(\frac{1 - (1+i)^{-5}}{i} \right) + \frac{AN}{(1+i)^{n+1}} + \frac{AHE}{(1+i)^{n+1}} + ST$$

VE = valeur de l'entreprise

CF = cash-flow

AN = actif net comptable duquel sont déduits les investissements hors exploitation et le surplus de trésorerie

AHE = actifs hors exploitation

ST = surplus de trésorerie

A noter que le taux d'intérêt retenu pour l'actualisation des actifs hors exploitation diffère de celui retenu pour l'actualisation des cash-flows, voire de l'actif net étant donné que justement, ces actifs ne sont pas soumis aux risques de l'entreprise.

6) Application à notre exemple chiffré.

Taux d'intérêt sans risque = 5%

Prime de risque = 50% de i, soit 2,5%

PIB belge = 1,9% (inclus dans le taux de base)

Soit un taux d'actualisation pour le cash-flow de 5,60% ; vu le côté sans risque de la réalisation de l'actif net, le taux de 5% a été retenu pour son actualisation.

1) Actualisation des cash-flows futurs

$$\frac{363\,050,00 \times (1 - (1,056)^{\exp-5})}{0,56} = 1\,546\,084,64 \text{ €}$$

2) Actualisation de l'actif net corrigé

$$\frac{1\,295\,000 \times (1 - (1,05)^{\exp-6})}{0,50} = 966\,348,94 \text{ €}$$

Dans la mesure où il n'y aurait aucun actif hors exploitation ni de surplus de trésorerie, la valeur de l'entreprise sur base de ses cash-flows actualisés augmentée de l'actif net comptable pourrait s'élever à 1) + 2) = 2 512 433,58 €.

* * *

Imaginons qu'il existe des actifs hors exploitation dont la valeur de marché a été estimée à 250 000,00 €. ; dans ce cas, la valeur de l'entreprise pourrait s'élever à :

1) Actualisation des cash-flows futurs

$$\frac{363\,020,00 \times (1 - (1,056)^{\exp-5})}{0,56} = 1\,546\,084,64 \text{ €}$$

2) Actualisation de l'actif net corrigé

$$\frac{1\,045\,000 \times (1 - (1,050)^{\exp-6})}{0,50} = 779\,795,09 \text{ €}$$

3) Actualisation des actifs hors exploitation

$$250\ 000 \times \frac{(1 - (1,05)^{-6})}{0,05} = 186\ 553,85 \text{ €}$$

La valeur de l'entreprise pourrait s'élever à : 1) + 2) + 3) = 2 512 433,58 €

Ce qui est identique à l'exemple précédent dans la mesure où les actifs sont actualisés au même taux et sur la même durée ; il en serait autrement si, par exemple, on décidait de vendre les actifs hors exploitation dans les trois ans.

Leur valeur actuelle s'élèverait dans ce cas à 215 959,40 € soit une valeur totale de l'entreprise égale à 2 541 839,13 €

* * *

Imaginons qu'il existe à la fois des actifs hors exploitation dont la valeur de marché a été estimée à 250 000,00 € et des excédents de trésorerie pour 100 000,00 € ; dans ce cas, la valeur de l'entreprise pourrait s'élever à :

1) Actualisation des cash-flows futurs

$$363\ 020,00 \times \frac{(1 - (1,056)^{-5})}{0,056} = 1\ 546\ 084,64 \text{ €}$$

2) Actualisation de l'actif net corrigé

$$945\ 000 \times \frac{(1 - (1,050)^{-6})}{0,050} = 705\ 173,55 \text{ €}$$

3) Actualisation des actifs hors exploitation

$$250\ 000 \times \frac{(1 - (1,05)^{-6})}{0,05} = 186\ 553,85 \text{ €}$$

4) Prise en compte de l'excédent de trésorerie

Pour sa valeur à la date d'établissement des comptes : 100 000,00 €

La valeur de l'entreprise pourrait s'élever à : 1) + 2) + 3) + 4) = 2 537 812,04 €

* * *

7) Méthode de l'actualisation des cash-flows libres

Si nous gardons les mêmes données que dans le dernier exemple ci-avant et que nous tenons compte des dettes échéant dans l'année (classe 42 du bilan), la valeur globale de l'entreprise s'élèvera à 2 197 124,06 €

Cette méthode a l'avantage de mettre en évidence la partie des cash-flows qui, déduction faite des dettes à rembourser dans l'année (et pour certain de la variation du besoin en fonds de roulement et des investissements prévus) peut servir à rétribuer les actionnaires.

Il s'agit donc d'une méthode acheteur qui a les faveurs du grand public à l'heure actuelle.

8) Méthode dite du « super profit »

Sous sa forme d'utilisation, la méthode consiste à comparer le revenu (cash-flow – bénéfice) dégagé par l'entreprise au revenu du placement sans risque des mêmes capitaux, sur le marché financier ou dans un ou plusieurs secteurs connus de l'acheteur potentiel.

Il existe deux méthodes, dont l'une est basée sur le cash-flow (méthode plutôt vendeur) et la seconde sur le bénéfice net (méthode plutôt acheteur).

La valeur de l'entreprise sera égale à l'actif net comptable corrigé ou valeur substantielle nette (c'est-à-dire la valeur substantielle globale réduite de toutes les dettes avec et sans intérêts) augmenté de l'estimation du superprofit.

Application à notre exemple sur les cash-flows :

$$VE = ANCC + \left[\frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \right] (CF - i \times ANCC)$$

Appliquée à notre exemple, la méthode du super profit basée sur les cash-flows nous donne une valeur globale pour l'entreprise égale à 2 565 340,31 €

Application à notre exemple sur les bénéfices nets :

$$VE = ANCC + \left[\frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \right] (B - i \times ANCC)$$

Appliquée à notre exemple, la méthode du super profit basée sur le bénéfice net nous donne une valeur globale pour l'entreprise égale à 1 798 792,35 €

9) Méthode classique

Couramment utilisée en matière d'évaluations, la méthode dite « classique » est basée sur l'addition de l'actif net comptable corrigé augmenté de l'actualisation tantôt du cash-flow, tantôt du bénéfice net.

La formule s'écrit de la manière suivante :

$$VG = ANC + \frac{(1-(1+i)^{-n}}{i} CF$$

Appliquée à notre exemple, la formule nous donne une valeur globale pour l'entreprise de 2 841 084,64 €

Si on prend en compte uniquement le bénéfice net, la formule s'écrira :

$$VG = ANC + \frac{(1-(1+i)^{-n}}{i} B$$

Dans ce cas, la valeur de l'entreprise sera égale à 2 074 536,69 €

10) Méthode anglo-saxonne

Parmi les méthodes dites « vendeurs », la méthode anglo-saxonne est probablement la plus connue.

Pour l'application de cette méthode, la valeur de base est l'actif net comptable corrigé.

La rente de goodwill est calculée par rapport :

- à la capacité bénéficiaire espérée (CB) ;
- à la rémunération au taux de placement sans risque « t » ou au coût des capitaux propres de l'actif net comptable corrigé.

La valeur du goodwill est obtenue par capitalisation de ce superprofit au taux « i » exprimant le coût des capitaux propres.

La formule est la suivante :

$$VE = ANCC + \frac{CB - t \times ANCC}{i}$$

Comme nous pouvons le constater, dans cette méthode, la rente du goodwill est calculée de manière perpétuelle, ce qui dans la pratique est parfaitement inexact.

Appliquée à notre exemple, tenant compte d'un coût des capitaux propres égal à 10%, la valeur de l'entreprise serait donc égale à 4 278 000,00 €.

11) Comparaison des résultats

Actualisation des cash-flows futurs	2 512 433,58
Actualisation des cash-flows futurs + actifs hors exploitation	2 512 433,58
Actualisation des cash-flows futurs + surplus de trésorerie	2 537 812,04
Actualisation des cash-flows futurs libres avec actifs hors exploitation et surplus de trésorerie	2 197 124,06
Méthode du « super profit » appliquée au cash-flow	2 565 340,31
Méthode du « super profit » appliquée au bénéfice net	1 798 792,35
Méthode « classique » par l'espérance de cash-flow	2 841 084,64
Méthode « classique » par l'espérance de bénéfice net	2 074 536,69
Méthode « anglo-saxonne »	4 278 000,00

Conclusions

Il est acquis qu'aucune méthode mathématique ne peut déterminer la valeur d'une entreprise ; tout au plus l'application de ces méthodes détermineront l'espérance d'un prix acheteur ou une approche de l'espérance de la valeur économique.

Nous pouvons cependant retenir deux méthodes mathématiques qui reposent sur un raisonnement économique :

- la méthode du superprofit (utilisée dans l'objectif d'approcher l'espérance d'un prix acheteur)
- la méthode de l'actualisation des cash-flows futurs (qui donne en principe une image neutre par rapport aux acheteurs et vendeurs).

Les méthodes à rente perpétuelle ne se justifient certainement pas à notre époque ; il est en effet difficile de croire (ou de faire croire) qu'une entreprise puisse générer une rente perpétuelle.

K. Réflexions sur les méthodes d'évaluation à adopter dans le cadre des T.P.E. et des professions libérales.

Ce problème se pose principalement lorsque l'exploitant ou le titulaire de profession libérale envisage le passage en société, généralement, pour des raisons purement fiscales.

Se pose alors la question de l'évaluation des actifs incorporels dans une optique de « going concern ».

Tout d'abord essayons de dresser une liste non exhaustive des principaux actifs incorporels :

- la clientèle ou achalandage,
- le droit au bail ou pas de porte,
- les contrats ou licences de distribution ou fabrication,
- le savoir-faire,
- le nom commercial ou enseigne,
- les marques de commerce ou fabrique,
- les dessins et modèles industriels ou publicitaires,
- les brevets,
- les droits d'auteur,
- le capital humain,
- les archives,
- certains droits agricoles,

Difficultés particulières

Comptabilité

La plupart du temps il n'y a pas de comptabilité par parties doubles, de sorte qu'il sera indispensable d'établir un inventaire des investissements et actifs investis dans l'exploitation de manière à déterminer le montant des sommes investies.

Principes de base de l'évaluation

Le principe primordial est que un fonds de commerce n'a de valeur que s'il dégage un espoir de rendement futur.

La plupart du temps, dans le cas de figure qui nous concerne, soit le passage en société d'un exploitant ou d'un titulaire de profession libérale, nous pourrons nous baser sur les résultats antérieurs.

Il est évident que des résultats antérieurs positifs et stables aideront l'évaluateur à se forger une opinion, pour autant que les informations disponibles permettent de croire en toute objectivité qu'il en sera de même pour l'avenir.

Cet espoir de rendement futur peut également se baser par exemple sur une licence d'exploitation qui vient d'être obtenue, une recherche qui a abouti, etc ... alors que les résultats antérieurs sont faibles voire négatifs.

Il est donc primordial pour l'évaluateur d'envisager l'avenir en se basant sur les éléments du passé, mais également de prendre connaissance de tout élément pouvant avoir une influence tant positive que négative sur les résultats futurs.

Revenons-en au rendement de l'entreprise à évaluer ; ce dernier ressort bien entendu de ses résultats tout en sachant que lesdits résultats, pour être pertinents, devraient faire l'objet d'adaptations ou de redressements pour en faire ressortir les conditions économiques normales ; à titre d'exemple les postes suivants devraient faire l'objet d'attentions particulières :

- les charges et profits exceptionnels,
- les amortissements excédentaires ou trop faibles,
- les éléments non-récurrents,
- les rémunérations anormalement basses ou hautes des dirigeants,
- les frais personnels des dirigeants,
- l'occupation des locaux à des conditions anormales,
- etc

Un point important auquel il y a lieu de s'attacher plus particulièrement est le problème de la fixation de la rémunération normale des dirigeants ; on ne peut donner un chiffre tel quel car certaines professions (avocats, professions libérales) qui exigent des qualifications plus importantes ouvrent normalement accès à une rémunérations plus importante que celle d'un petit commerçant au détail.

A noter qu'une entreprise qui ne dégage pas un résultat couvrant une rémunération normale de l'exploitant doit être considérée comme n'ayant aucune valeur.

La question du choix du résultat à prendre en considération repose sur la possibilité ou non pour l'acquéreur d'amortir le fonds de commerce acquis ; dans l'affirmative, le bénéfice à prendre en considération est celui avant impôts vu que dans ce cas, l'acquéreur pourra amortir le prix payé pour la reprise.

Le taux de rendement attendu ainsi que l'éventuelle prime de risque appliquée doivent bien entendu être justifiés par l'évaluateur, ainsi que la durée qui sera généralement comprise entre 5 et 8 ans sauf cas spécial à justifier.

Tenant compte des observations et remarques ci-avant, nous pouvons dès lors dresser un canevas à suivre, sous forme de questionnaire ou aide-mémoire, dans le cadre de l'évaluation d'un fonds de commerce d'une petite entreprise, que ce soit en cas de vente à une tierce personne ou en cas d'apport ou cession à une société acquéreuse.

CHECK-LIST EVALUATION	OUI	NON
------------------------------	------------	------------

ANALYSE PREALABLE DES CHIFFRES		
A-t-on reçu le compte d'exploitation des cinq dernières années ?		
Que donne l'examen de l'évolution du chiffre d'affaires ou des recettes ?		
Que donne l'examen de la marge brute sur ventes ?		
Que donne le ratio de rotation des stocks ?		
Que donne la comparaison analytique des biens et services divers ?		
Que donne la comparaison analytique des rémunérations et charges sociales ?		
Que donne l'examen du résultat avant impôts ?		
Les amortissements sont-ils systématiquement appliqués chaque année ?		
Toutes les charges vous semblent-elles comptabilisées ?		
Avez-vous relevé des charges anormalement faibles ? - détail en annexe,		
Avez-vous relevé des charges anormalement élevées ? - détail en annexe,		

PRODUITS ET CHARGES	OUI	NON
Le chiffre d'affaires de la dernière année est-il représentatif d'une exploitation normale ?		
Si la réponse est positive, existe-t-il des éléments pouvant contredire cette affirmation dans un futur proche ?		
Si la réponse est négative, quels sont les éléments à prendre en considération ? - éléments positifs ? - éléments négatifs ?		
Les revenus du ou des dirigeants sont ils acceptables eu égard au type d'activité exercée et aux compétences requises ?		
Quelle serait selon vous la rémunération normale du ou des dirigeants pour ce type d'activité ?		

ACTIFS AFFECTES A L'ACTIVITE PROFESSIONNELLE	OUI	NON
A-t-on reçu les tableaux d'amortissements ?		
Les actifs repris sur les tableaux sont-ils bien la propriété de l'exploitant ?		
Ces actifs existent-ils toujours au sein de l'entreprise ?		
Dans quel état de fonctionnement ou d'entretien ces actifs sont-ils ?		
Le vendeur peut-il disposer des actifs affectés à son activité ?		
Les amortissements actés correspondent-ils à une dépréciation réelle ou sont-ils guidés par des motifs purement fiscaux ?		
Quels devrait être idéalement le taux d'amortissement économique pratiqué par type d'actif ?		
Existe-t-il un moyen de vérifier la valeur actuelle des différents actifs composant le fonds de commerce sur le marché de l'occasion ?		

STOCKS	OUI	NON
L'évaluateur a-t-il assisté à la prise d'inventaire des stocks ?		
Quelle est la méthode appliquée pour ladite évaluation ?		
Cette méthode a-t-elle été modifiée en cours d'exploitation ?		
L'évaluateur a-t-il examiné les factures récentes concernant l'achat de marchandises ou fournitures de même espèce que celle figurant dans les stocks ?		
A-t-on constaté des stocks obsolètes ou invendables ?		
Y-a-t-il des stocks en consignation ?		

ASPECTS JURIDIQUES	OUI	NON
Quelle est le cas échéant la durée restante du bail commercial ?		
Le propriétaire accepte-t-il un nouveau bail avec le repreneur ?		
Si oui, à quelles conditions ?		
A-t-on reçu le « quitus fiscal » visé à l'article 442 bis C.I.R. 92 ?		
Le vendeur est-il en ordre de paiement de ses cotisations sociales ?		
Est-on en ordre au niveau du permis d'environnement ?		
Le fonds de commerce est-il quitte et libre de toute inscription ?		
A-t-on levé un certificat à la Conservation des hypothèques ?		
Divers		

Exemple d'un programme de travail relatif à une mission d'évaluation

**PROGRAMME DE TRAVAIL DANS LE CADRE D'UNE
MISSION D'EVALUATION D'ENTREPRISE.**

Société C-CHER

ASPECTS GENERAUX DE L'EXECUTION DE LA MISSION

	O	N	NA	Remarques
A-t-on rédigé une lettre de mission préalable signée pour accord par le client ?				
La mission contient-elle des limitations éventuelles ?				
Ces limitations sont-elles reprises dans la lettre de mission ?				
S'est-on assuré de l'identité du donneur d'ordre (copie de la carte d'identité, passeport, ...) ?				
Avons-nous suffisamment d'informations sur l'entreprise à évaluer : - données financières et économiques du passé, - éléments disponibles de la période en cours,				
Avons-nous suffisamment d'informations sur le contexte global de l'entreprise : - environnement social, - réglementation environnementale, - législation régionale, - législation sectorielle, - divers				
A défaut pour l'entreprise de disposer d'une comptabilité par parties doubles s'est-on fait remettre un inventaire clair des avoirs, des dettes, droits, obligations et engagements, signé par l'organe d'administration ?				
A-t-on procédé à l'évaluation du contrôle interne ?				
Le résultat de cette évaluation est-il suffisant que pour effectuer correctement la mission ?				
A-t-on pris en compte les aspects suivants qui sont susceptibles d'influencer la valeur de l'entreprise ? - âge de la clientèle, - les autorisations d'exploiter, - l'évolution des réglementations, - la durée du bail commercial, - divers ...				

EXAMEN DES ASPECTS COMPTABLES

	O	N	NA	Remarques
A-t-on reçu les états financiers complets sur lesquels doit porter notre évaluation ?				
Les règles d'évaluation ont-elles été modifiées récemment ; si oui, quel en est l'impact sur la mission ?				
Les amortissements et provisions ont-ils été actés ? correspondent-ils aux tableaux ?				
A-t-on vérifié l'existence physique des actifs repris dans les états financiers ?				
A-t-on procédé à l'inventaire des stocks éventuels ?				
A-t-on procédé à la circularisation des créances et dettes reprise dans les états financiers ?				
A-t-on reçu confirmation des conseils de l'entreprise quant aux litiges en cours et aux provisions constituées ?				
A-t-on reçu et analysé les états financiers de la période en cours, les balances âgées clients et fournisseurs ?				
Doit-on tenir compte de perspectives futures ? celles-ci sont-elles raisonnables ?				
Cette mission doit-elle faire l'objet d'un contrôle plénier ou limité ? - deux les deux cas, est-ce stipulé clairement dans la lettre de mission ?				
A-t-on procédé à une analyse indiciaire du compte de résultats des trois années précédentes ?				
Le compte de résultats contient-il des éléments inhabituels donnant une image déformée du résultat de l'activité normale de l'entreprise, compte tenu du contexte de la mission ?				
A-t-on reçu l'inventaire des droits et obligations hors bilan ; ces éléments sont-ils complets ?				
A-t-on remarqué des infractions à la loi comptable ?				
A-t-on constaté des infractions au Code des sociétés ?				
Les parties sont-elles déjà d'accord sur un ou plusieurs éléments de l'évaluation ?				

EXAMEN DES AUTRES ASPECTS SUSCEPTIBLES D'INFLUENCER LA VALEUR

	O	N	NA	Remarques
L'entreprise est-elle en ordre au niveau de la réglementation applicable en matière de législation environnementale ?				
A-t-on tenu compte de la position commerciale de l'entreprise dans son marché ?				
A-t-on reçu les informations concernant l'évolution de la technologie au sein du secteur dans lequel l'entreprise est active ?				
A-t-on procédé à une évaluation des risques liés au respect de l'application de la loi fiscale, en matière de T.V.A. ?				
A-t-on procédé à une évaluation des risques liés au respect de l'application de la législation sociale ?				
Y-a-t-il d'autres facteurs externes susceptibles d'influencer la valeur de l'entreprise ?				
Doit-on faire appel à des experts dans d'autres domaines ? - géomètre, - avocat, - autres				
Le client a-t-il marqué son accord formel quant à cette éventualité ?				

METHODES D'EVALUATION RETENUES

	O	N	NA	Justification
Valeur patrimoniale				
Est-on en mesure de justifier de tous les redressements envisagés ?				
A-t-on tenu compte de l'impact fiscal desdits redressements ?				
Valeur basée sur rendement				
Est-on en mesure de justifier de tous les redressements envisagés ?				
A-t-on tenu compte de l'impact fiscal desdits redressements ?				
Est-on en mesure de justifier les points ci-dessous ? <ul style="list-style-type: none"> - facteur « taux d'intérêt » sans risque ? - facteur « taux d'intérêt » souhaité par l'acquéreur potentiel ? - facteur « horizon d'actualisation » ? - le taux du P.I.B. ? - autres éventuels ? 				
Méthode mixte				
Est-on en mesure de justifier de tous les redressements envisagés ?				
A-t-on tenu compte de l'impact fiscal desdits redressements ?				
Est-on en mesure de justifier les points ci-dessous ? <ul style="list-style-type: none"> - facteur « taux d'intérêt » sans risque ? - facteur « taux d'intérêt » souhaité par l'acquéreur potentiel ? - facteur « horizon d'actualisation » ? - le taux du P.I.B. ? - autres éventuels ? 				
Méthode empirique				
A-t-on procédé à une comparaison de nos résultats avec les méthodes empiriques habituellement pratiquées dans le secteur ?				
Que donne le résultat de cette comparaison ?				

RAPPORT FINAL

	O	N	NA	Remarques
Le rapport contient-il les éléments ci-dessous ?				
Référence à la lettre de mission ?				
Manière dont les contrôles ont été effectués ?				
Contrôle plénier ou limité ?				
Réserves éventuelles ?				
Méthodes d'évaluation retenues ?				
Valeur à laquelle l'entreprise ou les actions sont évaluées ?				
Evénements postérieurs susceptibles d'influencer les conclusions du professionnel ?				
Date et lieu du rapport ?				

TABLE DES MATIERES

A. Introduction	2
Projet de norme relative aux missions d'évaluation des entreprises	3
I. Notion	3
II. Champ d'application	4
III. Aspects généraux de l'exécution de la mission	5-6
IV. Examen des aspects comptables	7-8
V. Examen d'autres aspects susceptibles d'influencer la valeur	9
VI. Choix et justification des méthodes d'évaluation appliquées	10-11
VII. Le rapport	12-14
VIII. Conclusion	15
B. Rappel de certaines notions importantes	16-18
C. Exemples chiffrés	19-20
D. Problématique du prix et de la valeur	21-24
F. Masses bilantaires liées aux cycles d'exploitation	26
1. Les actifs incorporels	26
2. Brevets	27
3. Licences	27
4. Actifs corporels	

5. Le matériel	28
6. Les biens en location – financement	28
7. Les immobilisations financières	28
8. Les stocks	28
9. En ce qui concerne les clients	29
10. Les provisions	29
G. Le concept de juste valeur	30-32
H. Problématique de l’approche industrielle et financière	33
1. Acquisition des parts ou des actions	33
2. Approche financière	33
3. Approche industrielle	33
4. Résumé	34
I. Le Goodwill	35-40
J. Valorisation des actions d’une société dans le cadre de l’approche industrielle	41-44
1. L’approche par l’actualisation des cash-flows futurs	41-42
2. Le montant des flux à actualiser	43-44
3. L’actualisation	45
4. Le taux d’actualisation	46
5. La période d’actualisation	47

6. Application à notre exemple chiffré	48-49
7. Méthode de l'actualisation des cash-flows libres	50
8. Méthode dite du « super profit »	51
9. Méthode classique	52
10. Méthode anglo-saxonne	53
11. Comparaison des résultats	54
K. Réflexion sur les méthodes d'évaluation à adopter dans le cadre des T.P.E. et des professions libérales	55-56
Check-list - évaluations	57-58
Exemple d'un programme de travail relatif à une mission d'évaluation	59-64

Formules mathématiques

	Capital	Intérêt	Durée	Capital + IC	IC
Intérêt composé $C_n = C * (1 + i)^n$	100,00 €	0,05	5	127,63 €	27,63 €
Valeur actuelle $V_a = C * (1 + i)^{-n}$	78,35 €	0,05	5	100,00 € -	21,65 €

Valeur actuelle d'un revenu

	Economie	Cash-flow
Economie de loyer =	1 000,00 €	1 000,00 €
Durée =	10	5
Taux d'actualisation =	0,045	0,06
Formule		
$E_c = 1 - (1+i)^{-n}/i$	0,356072318	0,252741827
	7,912718177	4,212363786
Economie actualisée :	7 912,72 €	4 212,36 €

Méthode de l'actualisation des "cash flow" futurs

Bénéfice normal de l'exercice	183 050,00 €	Taux d'intérêt sans risque	0,0500
Amortissements	180 000,00 €	Prime de risque	0,0250
Réductions de valeur et provisions		Taux de croissance	0,0190
Cash-flow	363 050,00 €		
Actualisation des cash-flows futurs	1 546 084,64 €	Intérêt retenu pour actualisation des cash-flows	0,056
		Durée estimée pour l'actualisation	5
Actif net comptable	775 000,00 €	Période cession de l'entreprise et actifs hors exploitation	6
Plus ou moins value latente (+) ou (-)	520 000,00 €		
Réductions de valeur sur stocks, créances (-)			
Investissements hors exploitation (-)			
Surplus de trésorerie (-)			
Actif net adapté	1 295 000,00 €		
Actualisation de l'actif net adapté	966 348,94 €		
Actualisation des investissements hors exploitation	- €		
Surplus de trésorerie	- €		
Valeur totale de l'entreprise	2 512 433,58 €		

Méthode de l'actualisation des "cash flow" futurs

Bénéfice normal de l'exercice	183 050,00 €	Taux d'intérêt sans risque	0,0500
Amortissements	180 000,00 €	Prime de risque	0,0250
Réductions de valeur et provisions		Taux de croissance	0,0190
Cash-flow	363 050,00 €		
Actualisation des cash-flows futurs	1 546 084,64 €	Intérêt retenu pour actualisation des cash-flows	0,056
		Durée estimée pour l'actualisation	5
Actif net comptable	775 000,00 €	Période cession de l'entreprise et actifs hors exploitation	6
Plus ou moins value latente (+) ou (-)	520 000,00 €		
Réductions de valeur sur stocks, créances (-)			
Investissements hors exploitation (-)	- 250 000,00 €		
Surplus de trésorerie (-)			
Actif net adapté	1 045 000,00 €		
Actualisation de l'actif net adapté	779 795,09 €		
Actualisation des investissements hors exploitation	186 553,85 €		
Surplus de trésorerie	- €		
Valeur totale de l'entreprise	2 512 433,58 €		

Méthode de l'actualisation des "cash flow" futurs

Bénéfice normal de l'exercice	183 050,00 €	Taux d'intérêt sans risque	0,0500
Amortissements	180 000,00 €	Prime de risque	0,0250
Réductions de valeur et provisions		Taux de croissance	0,0190
Cash-flow	363 050,00 €		
Actualisation des cash-flows futurs	1 546 084,64 €	Intérêt retenu pour actualisation des cash-flows	0,056
		Durée estimée pour l'actualisation	5
		Période cession de l'entreprise et actifs hors exploitation	6
Actif net comptable	775 000,00 €		
Plus ou moins value latente (+) ou (-)	520 000,00 €		
Réductions de valeur sur stocks, créances (-)			
Investissements hors exploitation (-)	- 250 000,00 €		
Surplus de trésorerie (-)	- 100 000,00 €		
Actif net adapté	945 000,00 €		
Actualisation de l'actif net adapté	705 173,55 €		
Actualisation des investissements hors exploitation	186 553,85 €		
Surplus de trésorerie	100 000,00 €		
Valeur totale de l'entreprise	2 537 812,04 €		

Méthode des "cash flow" futurs libres

Bénéfice normal redressé	183 050,00 €
Amortissements	180 000,00 €
Réductions de valeur, provisions	- €
Charges exceptionnelles (+)	- €
Produits exceptionnels (-)	- €
Partie capital des emprunts (-)	80 000,00 €
Investissements prévus - partie capital des remboursements (-)	
Cash-flow libre	283 050,00 €
Actualisation des cash-flows libres	1 205 396,66 €
Actif net comptable corrigé	775 000,00 €
Plus ou moins value latente (+) ou (-)	520 000,00 €
Réductions de valeur sur stocks, créances (-)	- €
Investissements hors exploitation (-)	- 250 000,00 €
Surplus de trésorerie (-)	- 100 000,00 €
Actif net comptable adapté	945 000,00 €
Actualisation de l'actif net comptable adapté	705 173,55 €
Actualisation des investissements hors exploitation	186 553,85 €
Surplus de trésorerie	100 000,00 €
Valeur totale de l'entreprise	2 197 124,06 €

Taux d'actualisation des cash-flows

I1=taux intérêt sans risque	0,0500
I2= prime de risque	0,0250
I3=Taux de croissance	0,0190
$i=i1+i2-i3$	0,0560
n	5
n+1	6
$A=(1+i)$	1,056
$B=(1+i)^{exp-N}$	0,761518413
$C=1-B$	0,238481587
$D=C/i$	4,2586

Taux d'actualisation des actifs

I1=taux intérêt sans risque	0,0500
n= durée actualisation C.F. + 1	6
$F=(1+i)^{exp n+1}$	1,3401

Méthode du "superprofit"

Formule appliquée sur le cash-flow

$$ANC + (1 - (1+i)^{-n}) / i * (CF - i * ANC)$$

Actif net comptable corrigé :

1 295 000,00 €

Taux d'actualisation

4,2586

Cash-flow :

363 050,00 €

i*ANC

64 750,00 €

Super profit

1 270 340,31 €

Valeur de l'entreprise

2 565 340,31 €

Formule appliquée sur le bénéfice net

$$ANC + (1 - (1+i)^{-n}) / i * (B - i * ANC)$$

Actif net comptable corrigé :

1 295 000,00 €

Taux d'actualisation

4,2586

Bénéfice net :

183 050,00 €

i*ANC

64 750,00 €

Super profit

503 792,35 €

Valeur de l'entreprise

1 798 792,35 €

Méthode dite "classique"

Approche par l'espérance de cash-flow

Actif net comptable corrigé	1 295 000,00 €
Cash-flow	363 050,00 €
Actualisation du cash-flow	1 546 084,64 €
Actif net comptable corrigé	1 295 000,00 €
Valeur de l'entreprise	2 841 084,64 €

Taux d'intérêt sans risque	0,0500
Prime de risque	0,0250
Taux de croissance	0,0190
Intérêt retenu pour actualisation des C.F.	0,056
Durée estimée pour l'actualisation	5
Période cession de l'entreprise et actifs hors exploitation	6

Approche par l'espérance de bénéfices

Actif net comptable corrigé	1 295 000,00 €
Bénéfice net	183 050,00 €
Actualisation des bénéfices	779 536,69 €
Actif net comptable corrigé	1 295 000,00 €
Valeur de l'entreprise	2 074 536,69 €

Méthode anglosaxone

Formule appliquée :

$$VE = ANCC + CB - (t \times ANCC) / i$$

Cash-flow

Taux de placement sans risque

Coût des capitaux propres

Actif net corrigé :

$A = i \times ANC$

Goodwill =

363 050,00 €

0,0500

0,1000

1 295 000,00 €

64 750,00 €

2 983 000,00 €

VALEUR DE L'ENTREPRISE

4 278 000,00 €

PRINCIPES D'EVALUATION D'ENTREPRISES

Exercice pratique

Joseph MARKO

Au préalable

Ainsi que nous l'avons vu lors de nos précédentes réunions, évaluer une entreprise est chose difficile ; les résultats seront nécessairement différents selon que l'on se place du côté vendeur, acheteur ou simplement évaluateur dans le cadre d'une mission judiciaire.

Cette seconde soirée a pour but de mettre en pratique la théorie et les formules arithmétiques apprises par certains ou revues par d'autres en évaluant l'entreprise dont les données chiffrées sont reprises en annexe et ce, sur base des cinq méthodes apprises précédemment.

Chacun ayant une sensibilité différente il sera intéressant de comparer les raisonnements conduisant à émettre une opinion sur les valeurs qui auront été dégagées ainsi que les montants eux-mêmes.

Cas pratique

L'entreprise dont l'évaluation est proposée est active dans le secteur de la production de pièces et composants électroniques ; son chiffre d'affaires est exclusivement réalisé en Belgique.

Cette société a été constituée en 1990 sous forme de société anonyme et est dirigée par un conseil d'administration composé de deux personnes

L'évaluation se fera sur base des comptes arrêtés au 31 décembre 2006.

Les différents postes de l'actif, du passif et des comptes de résultats seront commentés ci-dessous.

Chacun recevra par mail les feuilles de calcul contenant les formules utilisées.

Actif

Frais d'établissement

Il a été procédé en 2005 à une augmentation du capital social dont les frais se sont élevés à 7 500,00 € ces frais sont amortis à raison de 20% l'an conformément au droit comptable.

Immobilisations incorporelles

La société a racheté le fonds de commerce d'un petit concurrent au cours de l'année 2001 pour une valeur de 75 000,00 € ; les amortissements, admis fiscalement, sont pratiqués au taux de 10% l'an.

Immobilisations corporelles

Terrains et constructions

La société est propriétaire depuis 1992 d'un immeuble à usage de bureaux et ateliers ; le prix d'acquisition s'est élevé à 100 000,00 € pour le terrain et à 900 000,00 € pour la construction ; les frais d'acquisition d'un total de 130 000,00 € sont amortis au même rythme que l'immeuble, soit sur une durée de 25 ans.

Il a été procédé en septembre 2006 à l'expertise de l'immeuble ; dans son rapport, le géomètre-expert a estimé la valeur vénale actuelle de l'immeuble à 1 300 000,00 €

Installations, machines et outillage

Ce poste se compose principalement d'une chaîne de montage et accessoires acquise en 2002 pour le prix de 500 000,00 € et amortie au taux de 5% l'an.

Les gros entretiens sont réalisés tous les trois ans par le fournisseur et coûtent environ 12 500,00 € ; le dernier entretien remonte à l'année 2005.

Matériel de bureau

Ce poste se compose quasi-exclusivement de matériel informatique et bureautique qui est renouvelé à intervalles réguliers de trois ans ; le renouvellement complet s'est effectué en 2005 pour 30 000,00 €

Mobilier

Il s'agit principalement d'armoires et de mobilier acquis en 1992 et destiné à meubler les bureaux et dont la valeur d'acquisition s'est élevée à 27 500,00 €

Les taux d'amortissements pratiqués sont de 10% l'an.

Matériel roulant

La société possède deux camions DAF acquis en 1998 pour un prix unitaire hors T.V.A. de 110 000,00 € ; ces véhicules sont amortis au taux de 12,5% l'an.

Les discussions actuelles avec le fournisseur en vue de leur remplacement débouchent sur une valeur de reprise de 20 000,00 € hors T.V.A. par camion.

Chaque administrateur dispose d'une voiture de fonction de marque B.M.W. série 7 – 17 chevaux fiscaux - achetée en août 2005 pour un prix unitaire de 42 000,00 € hors T.V.A. chacune et qui sont amorties au taux de 20% l'an.

Il ne vous est donné aucun autre commentaire quant à ces véhicules.

Autres immobilisations corporelles

La société est propriétaire depuis 1995 de deux maisons d'habitation dont l'usage est donné gratuitement aux administrateurs.

Le prix d'acquisition de chaque immeuble s'élève à 320 000,00 € tous frais compris ; la part du terrain est estimée à 32 000,00 € ; ces immeubles sont amortis sur une durée de trente années.

Le revenu cadastral indexé de chaque immeuble s'élève à 6 500,00 €

La valeur vénale actuelle desdits immeubles a été estimée suivant rapport d'expertise à 430 000,00 € par immeuble.

Immobilisations financières

Il s'agit d'une participation de 100 000,00 €, prise en 1998, représentant 40% du capital de la société d'un proche des administrateurs ; cette société s'occupe d'immobilier et n'a jamais distribué aucun dividende.

Suivant bilan au 30/09/2006, les fonds propres de la société liée s'élèvent à 175 000,00 €

Stocks

Les stocks s'élèvent à 1 280 000,00 € et se composent d'éléments électroniques et mécaniques ; l'inventaire fin décembre 2006 a été contrôlé par le commissaire aux comptes qui a constaté qu'au niveau quantitatif il n'y avait rien à redire.

En ce qui concerne la qualité des stocks, ils se décomposent comme suit :

- pièces en stock achetées après le 30/09/2006 : 800 000,00 €
- pièces en stock achetées après le 30/06/2006 et avant le 30/09/2006 : 300 000,00 €
- pièces en stock achetées après le 31/03/2006 et avant le 30/06/2006 : 120 000,00 €
- pièces achetées entre le 01/01/2006 et le 31/03/2006 : 20 000,00 €
- pièces achetées avant 2006 : 40 000,00 €

Créances commerciales

L'encours clients s'élève à 2 560 000,00 € ; les balances âgées clients sont reprises en annexe.

Les conditions de paiement clients ont été fixées à 30 jours fin de mois.

Le client GROSMATHIEU à NIVELLES est depuis mai 2006 sous concordat judiciaire ; le sursis définitif lui a été accordé en date du 17 novembre 2006 ; le plan concordataire prévoit un échelonnement de la moitié de sa dette sur une période de 24 mois.

Comptes courants débiteurs

Le solde débiteur du compte courant s'élève à 38 520,00 € et provient d'un prélèvement de 36 000,00 € qui a été fait le 01/01/2006 en vue de financer le divorce d'un des administrateurs.

La société a porté un intérêt de 7% en compte à l'administrateur en question ; cet intérêt est ajouté au solde débiteur du compte courant et pris en produits financiers.

Placements de trésorerie

Ce poste s'élève à 240 000,00 € qui sont placés à terme pour des durées successives de trois mois ; les intérêts sont comptabilisés en produits financiers.

Etablissements de crédit

La société utilise deux comptes bancaires distincts dont les soldes sont les suivants :

- banque HAPPY : 114 000,00 €
- banque HALLOWEEN : 78 000,00 €

Passif

Le capital souscrit s'élève à 750 000,00 € représenté par 750 actions nominatives S.D.V.N. il a été entièrement libéré aux époques suivantes :

- en 1990 : 100 000,00 €
- en 1995 : 100 000,00 €
- en 2005 : 550 000,00 €

Réserve légale

La réserve légale s'élève au 31/12/2006 à 20 000,00 €

Réserves disponibles

Les réserves disponibles s'élèvent à 1 420 000,00 €

Dettes à plus d'un an

Les dettes à plus d'un an s'élèvent à 650 000,00 € et sont représentées par un emprunt bancaire souscrit en 1992 auprès de la banque HAPPY et portant intérêt au taux de 5,20% l'an

Dettes à plus d'un an échéant dans l'année

Il s'agit de la partie de l'emprunt bancaire ci-dessus échéant dans l'année pour 130 000,00 €

Dettes commerciales

Les balances âgées sont reprises en annexe.

Dettes fiscales, salariales et sociales

Il s'agit des dettes fiscales estimées de l'exercice ainsi que le solde dû envers le précompte, l'O.N.S.S. et la T.V.A.

Compte de résultats

Pour le calcul de l'impôt des sociétés, le tableau des D.N.A. est fourni en annexe.

Au cours de l'année 2006, la société a payé deux primes d'assurances dirigeant destinées à effectuer un « back-service » pour les années antérieures prestées au sein de la société et ce, pour un total de 200 000,00 €

Suivant calculs ces primes sont 100% déductibles fiscalement.

Les rémunérations des dirigeants se présentent comme suit :

Dirigeant A	
Rémunération brute	54 000,00 €
Cotisations sociales	2 400,00 €
Avantage en nature véhicule	2 132,50 €
TOTAL	58 532,50 €

Dirigeant B	
Rémunération brute	54 000,00 €
Cotisations sociales	2 100,00 €
Avantage en nature véhicule	2 132,50 €
TOTAL	58 232,50 €

De l'examen des comptes à fin 2006, il ressort que :

- le chauffage et l'électricité des immeubles privés sont pris en charge par la société à concurrence de 6 000,00 € par immeuble ;
- la cotisation de chaque administrateur pour leur inscription à un club de golf en 2006 d'un montant de 3 000,00 € par personne a été payée par la société ;
- la société a supporté des frais relatifs à des dégâts des eaux pour lesquels elle n'était pas assurée et ce, pour un total de 18 000,00 € ;
- un litige datant de 2004 avec un fournisseur s'est clôturé au début de l'année 2006 ; l'avocat de la société a dressé son état de frais et honoraires qui s'élève à 30 000,00 € ;
- le directeur financier, suite à son implication personnelle dans un dossier pénal a été licencié le 01/06/2006 moyennant versement d'une indemnité de départ égale à 150 000,00 € ; son remplaçant a commencé le même jour au même coût mensuel que son prédécesseur ;

TABLEAU DES DEPENSES NON-ADMISES

SOCIETE	EVALU S.A.
ADRESSE	Rue Micheline Claes 22
CODE + LOCALITE	1400 NIVELLES
T.V.A.	BE0864 322 615
EX. IMPOSITION	2007 bilan au 31/12/2006

IMPOTS NON DEDUCTIBLES

V.A.I. de l'exercice (avril 2006)	350 000,00
Précomptes mobiliers retenus	1 440,00
Excédent de V.A.I. et de précomptes portés à l'actif (-)	
Charges fiscales estimées	3 493,82
Suppléments d'impôts dus ou versés	
Suppléments d'impôts estimés	
Impôts contestés (-)	
Régularisation d'impôts dus ou versés (-)	
Reprises de provisions fiscales (-)	
TOTAL IMPOTS NON DEDUCTIBLES (Code 029)	354 933,82

AMENDES, PENALITES ET CONFISCATIONS DE TOUTE NATURE

Amendes T.V.A. non-proportionnelles	500,00
Amendes de roulage	1 200,00
Amendes fiscales non-proportionnelles	
TOTAL AMENDES, PENALITES, ... (Code 030)	1 700,00

FRAIS DE VEHICULES

Entretien, réparation véhicule	6 120,00
Car-Wash	600,00
Location garage	
Frais de parking	1 200,00
Location de véhicule	
Redevance contrôle technique	
Assurances auto	6 115,00
Cotisation de dépannage	820,00
Remboursement frais déplacement (Règle des 70/30)	
Amortissements	18 564,00
Taxes de circulation, TMC, taxe compensatoire, timbres fiscaux	3 220,00
Redevances radios	280,00
Moins-values sur réalisations ou désaffectations	
Plus-values sur réalisations (-)	
Avantages en nature véhicules (-)	(4 265,00)
Indemnités d'assurances (-)	
TVA non déductible	640,00
TOTAL DES FRAIS DE VOITURE	33 294,00
	DNA 25 % (Code 032)
	8 323,50

FRAIS DE RECEPTION ET CADEAUX D'AFFAIRES

Missions et réceptions	10 500,00
Cadeaux d'affaires	6 000,00
TOTAL DES FRAIS DE RECEPTION, CADEAUX D'AFFAIRES ...	16 500,00
	DNA 50% (Code 033)
	8 250,00

FRAIS DE RESTAURANT NON DEDUCTIBLES

Frais de restaurant	28 000,00
TOTAL DES FRAIS DE RESTAURANT, ...	28 000,00
	DNA 31% (Code 025)
	8 680,00

AVANTAGES SOCIAUX

Chèques-repas	24 000,00
Autres avantages sociaux non-déductibles	
TOTAL AVANTAGES SOCIAUX NON DEDUCTIBLES (Code 038)	24 000,00

TOTAL DES DEPENSES NON-ADMISES (Code 044)	405 887,32
--------------------------------------------------	-------------------

PRINCIPES D'ÉVALUATION D'ENTREPRISES

Exercice pratique – solution proposée

Joseph MARKO

Redressements à envisager.

Avertissement préalable.

Il devra être tenu compte, lors de chaque redressement, de la latence fiscale active ou passive au taux de 33,99 %

Actif

Le solde des frais d'établissement pour 4 500,00 € doit être amorti ;
Le solde des immobilisations incorporelles pour 30 000,00 € doit être amorti ;
Il y a lieu de réévaluer l'immeuble d'exploitation pour un total de 780 200,00 € ;
Il y a lieu de réévaluer les camions pour 40 000,00 € au total ;
Il y a lieu de réévaluer les immeubles privés pour 450 400,00 € ;
Il y a lieu de dévaluer les participation à concurrence de 30%, soit 30 000,00 € ;
Il y a lieu de dévaluer le stock d'au moins 40 000,00 € ;
Il y a lieu de prendre la moitié de la créance du client GROSMATHIEU en charges, soit $(500\ 000,00/1,21)/2 = 206\ 611,57$ € ;
On ne touche pas à la créance vu son faible montant.

Passif

La dette envers le fournisseur FAUDOUILLET doit être annulée et prise en produits exceptionnels pour $(340\ 000,00/1,21) = 280\ 992,00$ €

Résultats

Il y a lieu d'acter une provision pour entretien de la chaîne de montage d'un tiers de 12 500,00 €, soit 4 166,67 € à imputer sur l'année 2006 ;
Il faut retirer les primes dirigeant des S.B.D. de l'année 2006 de 200 000,00 € ;
Il faut retirer les frais relatifs au sinistre dégâts des eaux des résultats courants pour 18 000,00 € ;
Il faut retirer les honoraires de l'avocat concernant le litige avec un fournisseur pour 30 000,00 € ;
Il faut retirer l'impact négatif de l'indemnité de licenciement du directeur financier pour 150 000,00 € ;
Attention de vérifier quelle sont les rémunérations totales des dirigeants en tenant compte des avantages en nature (voitures, immeuble, chauffage) et retenir un montant que l'on peut estimer raisonnable eu égard à leurs fonctions.

Divers

A signaler que la société est en défaut d'avoir constitué sa réserve légale ; à signaler dans le rapport.

EVALU S.A.

	Codes	31/12/2006	Redr. en +	Redr. en -	Actif réévalué	
ACTIF						
ACTIFS IMMOBILISES						
	20/28	1.504.592,00 €	1.270.600,00 €	64.500,00 €	2.710.692,00 €	
I.	Frais d'établissement	20	4.500,00 €	4.500,00 €	- €	
II.	Immobilisations incorporelles	21	30.000,00 €	30.000,00 €	- €	
III.	Immobilisations corporelles	22/27	1.370.092,00 €	1.270.600,00 €	- €	2.640.692,00 €
	A. Terrains et constructions	22	519.800,00 €	780.200,00 €		1.300.000,00 €
	B. Installations, machines et outillage	23	375.000,00 €			375.000,00 €
	C. Mobilier et matériel roulant	24	65.692,00 €	40.000,00 €		105.692,00 €
	D. Location-financement et droits similaires	25				
	E. Autres immobilisations corporelles	26	409.600,00 €	450.400,00 €		860.000,00 €
	F. Immobilisations en cours et acomptes versés	27				
IV.	Immobilisations financières	28	100.000,00 €	30.000,00 €		70.000,00 €
ACTIFS CIRCULANTS						
	29/58	4.310.520,00 €	138.938,25 €	290.000,00 €	4.159.458,25 €	
V.	Créances à plus d'un an	29	- €	- €	- €	- €
	A. Créances commerciales	290				
	B. Autres créances	291				
VI.	Stocks et commandes en cours d'exécution	3	1.280.000,00 €	- €	40.000,00 €	1.240.000,00 €
	A. Stocks	30/36	1.280.000,00 €		40.000,00 €	1.240.000,00 €
	B. Commandes en cours d'exécution	37				
VII.	Créances à un an au plus	40/41	2.598.520,00 €	138.938,25 €	250.000,00 €	2.487.458,25 €
	A. Créances commerciales	40	2.560.000,00 €		250.000,00 €	2.310.000,00 €
	B. Autres créances	41	38.520,00 €	43.388,43 €		81.908,43 €
	Latences fiscales actives			95.549,82 €		95.549,82 €
VIII.	Placements de trésorerie	50/53	240.000,00 €			240.000,00 €
IX.	Valeurs disponibles	54/58	192.000,00 €			192.000,00 €
X.	Comptes de régularisation	490/1				
TOTAL DE L'ACTIF						
	20/58	5.815.112,00 €	1.409.538,25 €	354.500,00 €	6.870.150,25 €	

EVALU S.A.

Codes	Année 2006	Redr. en +	Redr. en -	Passif redressé
-------	------------	------------	------------	-----------------

PASSIF

CAPITAUX PROPRES

	10/15	2.686.182,18 €	808.644,13 €	- €	3.494.826,31 €
I. Capital	10	750.000,00 €	- €	- €	750.000,00 €
A. Capital souscrit	100	750.000,00 €			750.000,00 €
B. Capital non-appelé (-)	101				
II. Primes d'émission	11				
III. Plus-values de réévaluation	12				
IV. Réserves	13	1.440.000,00 €	- €	- €	1.440.000,00 €
A. Réserve légale	130	20.000,00 €			20.000,00 €
B. Réserves indisponibles	131	- €	- €	- €	- €
1. Pour actions propres	1310				
2. Autres	1311				
C. Réserves immunisées	132				
D. Réserves disponibles	133	1.420.000,00 €			1.420.000,00 €
V. Bénéfice reporté	140	496.182,18 €			496.182,18 €
Perte reportée (-)	141				
VI. Subsidés en capital	15				

DETTES

	17/49	3.128.929,82 €	586.394,12 €	340.000,00 €	3.375.323,94 €
VIII. Dettes à plus d'un an	17	650.000,00 €	- €	- €	650.000,00 €
A. Dettes financières	170/4				
1. Etablissements de crédit, dettes de location-financement et assimilées	172/3	650.000,00 €			650.000,00 €
2. Autres emprunts	174/0				
IX. Dettes à un an au plus	42/48	2.478.929,82 €	586.394,12 €	340.000,00 €	2.725.323,94 €
A. Dettes à plus d'un an échéant dans l'année	42	130.000,00 €			130.000,00 €
B. Dettes financières	43	- €	- €	- €	- €
1. Etablissements de crédit	430/8				
2. Autres emprunts	439				
C. Dettes commerciales	44	1.950.000,00 €	- €	340.000,00 €	1.610.000,00 €
1. Fournisseurs	440/4	1.950.000,00 €		340.000,00 €	1.610.000,00 €
2. Effets à payer	441				
D. Acomptes reçus sur commandes	46				
E. Dettes fiscales, salariales et sociales	45	398.929,82 €	586.394,12 €	- €	985.323,94 €
1. Impôts	450/3	140.993,82 €	59.008,00 €		200.001,82 €
Latences fiscales passives			527.386,12 €		527.386,12 €
2. Rémunérations et charges sociales	454/9	257.936,00 €			257.936,00 €

TOTAL DU PASSIF

	10/49	5.815.112,00 €	1.395.038,25 €	340.000,00 €	6.870.150,25 €
--	-------	----------------	----------------	--------------	----------------

Différence avec actif

- €

EVALU S.A.		31/12/2006	Redressements	Résultat net	31/12/2005	31/12/2004
<u>Classe</u> Tableau des résultats comparés						
70	Chiffre d'affaires total	14.400.000,00 €	- €	14.400.000,00 €	13.680.000,00 €	12.996.000,00 €
	Chiffre d'affaires	14.400.000,00 €		14.400.000,00 €	13.680.000,00 €	12.996.000,00 €
60	Achats marchandises	9.600.000,00 €		9.600.000,00 €	9.120.000,00 €	8.664.000,00 €
	Variation des stocks	- 400.000,00 €		- 400.000,00 €	- 380.000,00 €	- 361.000,00 €
	Marge brute sur ventes	5.200.000,00 €	- €	5.200.000,00 €	4.940.000,00 €	4.693.000,00 €
61	Services et biens divers	1.236.000,00 €	- 248.000,00 €	988.000,00 €	938.600,00 €	891.670,00 €
62	Frais de personnel	2.750.000,00 €	- 150.000,00 €	2.600.000,00 €	2.470.000,00 €	2.346.500,00 €
63	Amortissements et réductions de valeur	122.444,00 €	4.166,67 €	126.610,67 €	149.944,00 €	119.880,00 €
64	Autres charges d'exploitation	22.000,00 €		22.000,00 €	20.748,00 €	19.710,00 €
74	Autres produits d'exploitation	10.000,00 €		10.000,00 €	9.200,00 €	
	Marge brute d'exploitation	1.079.556,00 €	393.833,33 €	1.473.389,33 €	1.369.908,00 €	1.315.240,00 €
65	Charges financières	40.560,00 €		40.560,00 €	44.500,00 €	47.200,00 €
75	Produits financiers	12.120,00 €		12.120,00 €	12.120,00 €	12.120,00 €
	Résultat après charges et produits financiers	1.051.116,00 €	393.833,33 €	1.444.949,33 €	1.337.528,00 €	1.280.160,00 €
67/77	Impôts	354.933,82 €	133.863,95 €	488.797,77 €	450.746,94 €	431.413,92 €
	Résultat après impôts	696.182,18 €	259.969,38 €	956.151,56 €	886.781,06 €	848.746,08 €
	Dividendes distribués	200.000,00 €		200.000,00 €	200.000,00 €	200.000,00 €
	Résultat à reporter	496.182,18 €	259.969,38 €	756.151,56 €	686.781,06 €	648.746,08 €
<u>Ratios - analyse</u>						
	Marge brute sur ventes	36,11%		36,11%	36,11%	36,11%
	SBD sur marge brute	23,77%		19,00%	19,00%	19,00%
	Frais de personnel/marge brute	52,88%		50,00%	50,00%	50,00%
	Amortissements/marge brute	2,35%		2,43%	3,04%	2,55%
	Autres charges/marge brute	0,42%		0,42%	0,42%	0,42%
	Charges financières/marge brute	0,78%		0,78%	0,90%	1,01%
	Impôts/résultat après charges financières	33,77%		33,83%	33,70%	33,70%

EVALU S.A.

N°	Tableau des amortissements au 31/12/2006	Année achat	Montant	Taux	Amort. antérieur	Amort. exercice	Cumul amort.	Valeur résiduelle
1	Frais d'établissement	2005	7.500,00 €	20,00%	1.500,00 €	1.500,00 €	3.000,00 €	4.500,00 €
2	Immobilisations incorporelles	2001	75.000,00 €	10,00%	37.500,00 €	7.500,00 €	45.000,00 €	30.000,00 €
3	Immeuble industriel + bureaux	1992	900.000,00 €	4,00%	504.000,00 €	36.000,00 €	540.000,00 €	360.000,00 €
	Frais d'acquisition	1992	117.000,00 €	4,00%	65.520,00 €	4.680,00 €	70.200,00 €	46.800,00 €
4	Installations, machines et outillage	2002	500.000,00 €	5,00%	100.000,00 €	25.000,00 €	125.000,00 €	375.000,00 €
5	Matériel de bureau	2005	30.000,00 €	33,00%	10.000,00 €	10.000,00 €	20.000,00 €	10.000,00 €
6	Mobilier	1992	27.500,00 €	10,00%	27.500,00 €	- €	27.500,00 €	- €
7	Matériel roulant - camions DAF	1998	220.000,00 €	12,50%	220.000,00 €	- €	220.000,00 €	- €
	Matériel roulant - voitures B.M.W.	2005	84.000,00 €	20,00%	16.800,00 €	16.800,00 €	33.600,00 €	50.400,00 €
	Matériel roulant - voitures B.M.W. - TVA N.D.	2005	8.820,00 €	20,00%	1.764,00 €	1.764,00 €	3.528,00 €	5.292,00 €
8	Autres immobilisations corporelles	1995	576.000,00 €	3,33%	211.200,00 €	19.200,00 €	230.400,00 €	345.600,00 €
	TOTAL		2.545.820,00 €		1.195.784,00 €	122.444,00 €	1.318.228,00 €	1.227.592,00 €

EVALU S.A.					
N°	Balance âgée clients	Retard de + 30 jours	Retard de + 60 jours	Retard de + 90 jours	Retard de + 120 jours
1	ALU-MOUR	560.000,00 €			
2	BETAMAX		146.000,00 €		
3	DUGENOU		272.000,00 €		
4	FILS DUCIERE		155.000,00 €		
5	GROSMATHIEU				500.000,00 €
6	HENRIGOLAND	488.000,00 €			
7	INNO-CENT	439.000,00 €			
	TOTAL	1.487.000,00 €	573.000,00 €	- €	500.000,00 €
	TOTAL GENERAL	2.560.000,00 €			

EVALU S.A.							
N°	Balance âgée fournisseurs	Echu depuis plus 150 jours	Echu depuis plus 90 jours	Echu depuis plus 60 jours	Echu depuis plus 30 jours	Echu dans 30 jours	Echu dans 60 jours
1	ACIERS DIDIER						124.000,00 €
2	BRUHALVI					245.000,00 €	
3	FAUDOUILLEZ	340.000,00 €					
4	CIRE CULEZ					124.000,00 €	
5	PAUL ICE						236.000,00 €
6	O.D.BILLE					417.000,00 €	
7	STANDARD CHAMPION				234.000,00 €	230.000,00 €	
	TOTAL	340.000,00 €	- €	- €	234.000,00 €	1.016.000,00 €	360.000,00 €
	TOTAL GENERAL	1.950.000,00 €					