

GUIDE

L'évaluation des entreprises et des titres de sociétés

L'ÉVALUATION DES ENTREPRISES ET DES TITRES DE SOCIÉTÉS

Édition 2026

Table des matières

PRÉAMBULE.....	3
INTRODUCTION.....	4
L'entreprise et sa valeur.....	4
Les valeurs mobilières cotées en bourse.....	4
La démarche de l'administration.....	7
PARTIE 1 : LE DIAGNOSTIC STRATÉGIQUE ET FINANCIER PRÉALABLE A L'ÉVALUATION.....	8
I – Prise de connaissance générale de l'entreprise à évaluer.....	8
II – Analyse de l'environnement externe de l'entreprise.....	9
III – Diagnostic des éléments internes à l'entreprise.....	9
III.A – Diagnostic stratégique de l'entreprise.....	9
III.B – Diagnostic financier de l'entreprise après retraitements éventuels.....	10
IV – Conséquences de l'analyse de l'entreprise et de son environnement sur l'approche de la valeur.....	13
PARTIE 2 : LES MÉTHODES D'ÉVALUATION.....	16
I – Distinction entre Valeur des Capitaux Propres et Valeur d'Entreprise, entre approche directe et indirecte et entre méthode intrinsèque et analogique.....	16
II – L'approche par les flux ou Valeurs de rentabilité.....	18
II.A – La méthode par capitalisation d'un résultat normatif.....	18
II.A.1 – Les principes : flux, taux de croissance et notions de coût du capital/coût des capitaux propres.....	18
II.A.2 – La capitalisation d'un résultat d'exploitation normatif.....	22
II.A.3 – La capitalisation d'un résultat net normatif.....	22
Exemple d'application : Capitalisation d'un résultat d'exploitation normatif.....	22
II.B – La méthode des Flux de Trésorerie disponibles Actualisés (dite DCF).....	25
Exemple d'application : Méthode des flux futurs disponibles actualisés.....	28
II.C – La méthode des Multiples.....	29
II.C.1 – Principaux agrégats utilisés.....	30
II.C.2 – Mise en œuvre de la méthode.....	31
Exemple d'application : Méthode des multiples.....	33
II.C.3 – Autres multiples.....	34
II.D – La Valeur de Rendement (VR).....	35
Exemple d'application : Méthode de la valeur de rendement.....	36
III – L'approche Patrimoniale.....	37
III.A – Immobilisations incorporelles.....	38
III.A.1 – Le fonds de commerce et le fonds commercial.....	38
Exemple d'application : Fonds de commerce.....	39
III.A.2 – La méthode de la survaleur ou rente du goodwill.....	40
Exemple d'application : la méthode du goodwill par les CPNE.....	42
III.A.3 – Les actifs incorporels acquis séparément.....	44
III.A.4 – Les autres actifs incorporels.....	44
III.B – Immobilisations corporelles.....	45
Exemple d'application : Bien en crédit-bail.....	46
III.C – Immobilisations financières.....	47
III.D – Actifs circulants.....	47
III.E – Actifs de trésorerie.....	47
III.F – La fiscalité latente.....	47
III.G – Corrections des éléments de passif.....	48
PARTIE 3 : COMBINAISON DE MÉTHODES ET DÉTERMINATION DE LA VALEUR VÉNALE.....	49
PARTIE 4 : LES PRIMES ET DÉCOTES.....	52
I – La prime de contrôle et la décote de minorité.....	52
II – La décote d'illiquidité (ou de moindre liquidité).....	53
III – La décote de taille.....	54
IV – La décote liée aux contraintes juridiques ou contractuelles (incessibilité).....	54
V – La décote dite « homme-clé ».....	55
VI – La décote de holding.....	55
VII – La décote pour fiscalité latente.....	56
EXEMPLE D'APPLICATION.....	58
FICHES.....	67
Fiche 1 : Exemples de retraitements.....	67
Fiche 2 : Les sociétés holdings de groupe et les comptes consolidés.....	69
Fiche 3 : Les sociétés holdings patrimoniales ou financières.....	73
Fiche 4 : Les Sociétés Civiles Immobilières (SCI).....	75
Annexe : Table financière (multiple de la rente du goodwill).....	78
Annexe : Glossaire.....	79

PRÉAMBULE

Cette nouvelle édition du guide, fruit d'une large consultation avec les organisations professionnelles, se veut le reflet de l'évolution des pratiques en matière d'évaluation des titres de sociétés.

Au-delà des actualisations techniques indispensables, elle est également l'occasion d'insister sur deux exigences fondamentales :

– l'analyse préalable, approfondie et individualisée de toute entreprise à évaluer ;

– l'échange contradictoire. Le guide doit ainsi constituer un outil de communication entre l'administration et les usagers et laisser une place importante au dialogue.

L'administration veille à recourir aux méthodes d'évaluation les mieux adaptées et à utiliser l'ensemble des informations à sa disposition pour parvenir à une estimation la plus fine et la plus complète possible. Ce guide n'a donc pas pour objet de fournir des formules de calcul mécaniquement applicables mais bien une ligne de conduite plus large, reposant sur une analyse approfondie de la réalité de l'entreprise.

Il constitue aussi l'occasion de rappeler que les évaluations sont réalisées par l'administration sous le contrôle du juge. Aussi, s'intègrent-elles pleinement dans le cadre posé par les jurisprudences de la Cour de cassation et du Conseil d'État.

Outil au service des usagers et de l'administration, le guide a donc vocation à apporter aux services de la Direction générale des finances publiques le soutien nécessaire dans leur démarche d'évaluation, à favoriser le dialogue, à réduire le contentieux en matière d'évaluation d'entreprises et de titres non cotés, et à permettre à tout usager qui le souhaite d'accéder aux principes et méthodes qui orientent l'administration fiscale dans ses travaux de liquidation de l'impôt.

Le guide vise aussi à apporter une plus grande sécurité juridique au contribuable tout en concourant à harmoniser les pratiques d'évaluation des services fiscaux ; il s'inscrit enfin pleinement dans la démarche engagée par l'administration fiscale d'améliorer les garanties qui sont offertes à l'usager, notamment au travers de la procédure de rescrit valeur.

INTRODUCTION

L'évaluation d'une entreprise est un processus important qui accompagne la prise de décisions stratégiques tant au niveau de la société (fusion, acquisition, cession...) qu'au niveau patrimonial (transmission, apport...).

Dépendant autant de ses données intrinsèques que du contexte économique, la valeur de l'entreprise ne reste pas figée dans le temps.

Sauf dispositions spécifiques, il n'existe pas de valeur fiscale de l'entreprise, de la société ou de ses titres. Aussi, pour asseoir l'impôt, il convient de déterminer la valeur vénale, telle que définie par la jurisprudence.

À cet égard, le Guide peut faire référence indifféremment aux notions de « valeur », « valeur de marché », « valeur vénale », « valeur réelle ».

L'entreprise et sa valeur

Deux grands types d'organisation d'entreprise peuvent être distingués : l'entreprise individuelle et la société, cotée ou non.

L'entreprise individuelle n'a pas de personnalité juridique propre : chacun des biens la composant est la propriété personnelle de l'exploitant. Ainsi, à l'exception de certains cas particuliers, comme l'apport à une société par exemple, l'évaluation d'une entreprise individuelle est peu fréquente. Le plus souvent, l'entrepreneur cédera son fonds de commerce (clientèle, immobilisations et, le cas échéant, les stocks) et liquidera les actifs et passifs.

Néanmoins, lorsque l'entreprise individuelle devra être évaluée globalement, la démarche d'évaluation sera identique à celle des titres de sociétés.

S'agissant d'une société, le patrimoine affecté à l'exploitation, tout comme la richesse qu'il génère, appartient cette fois à la société elle-même, qui est une personne morale distincte des personnes physiques qui la composent. Les associés détiennent quant à eux des titres (parts ou actions) représentatifs de leurs droits dans la société.

La valeur de ces titres renvoie à la valeur vénale des capitaux propres de la société qui ne se confond pas nécessairement avec la valeur de son activité en raison des modalités de son financement.

Les valeurs mobilières cotées en bourse

Les valeurs cotées en bourse visent des actions, obligations, ou autres valeurs mobilières françaises ou étrangères, admises aux négociations sur un marché financier organisé ou réglementé. Leur prix (ou cours) est connu et résulte de la rencontre de l'offre et de la demande, elles-mêmes influencées par l'actualité et les conditions du marché.

Leur niveau de transparence est élevé en raison de la conformité réglementaire à laquelle les émetteurs et les sociétés cotées doivent adhérer et de leur obligation de divulguer toutes les informations financières pertinentes.

Lorsque les valeurs cotées sont directement détenues et déclarées par le contribuable, le Code général des impôts prévoit des règles d'évaluation qui s'appuient sur ces cours.

En matière d'impôt sur la fortune immobilière, les valeurs mobilières cotées sont évaluées, sur option, selon le dernier cours connu ou selon la moyenne des trente derniers cours qui précèdent la date d'imposition¹.

¹ Article 973 du C.G.I., BOI-PAT-IFI-20-30-20 n°120 et s.

En ce qui concerne les mutations à titre gratuit, il est fait référence au cours moyen au jour de la transmission pour les donations ou, pour les successions, à la moyenne des trente derniers cours qui précèdent le décès². Les parts ou actions d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (SICAV ou FCP³, par exemple) sont évaluées sur la base de leur dernière valeur de rachat connue à la date de la donation ou du décès⁴.

En dehors de ce cadre, et s'agissant en particulier des sociétés cotées, le cours de bourse ne saurait être systématiquement assimilé à la valeur réelle de l'entreprise. Lorsque les titres présentent une liquidité suffisante, le cours de bourse constitue néanmoins un indicateur observable et pertinent de la valeur d'une participation minoritaire. À l'inverse, une liquidité insuffisante est susceptible d'altérer la pertinence du cours de bourse comme référence de valorisation et de justifier le recours à d'autres méthodes d'évaluation afin d'apprécier la valeur réelle de la société.

Le cadre jurisprudentiel de l'évaluation des titres de sociétés non cotées

Il n'existe pas de cadre légal qui fixerait les modalités de détermination de la valeur vénale des titres de sociétés. Elles découlent des travaux de divers organismes nationaux et internationaux qui s'efforcent, depuis de nombreuses années, de définir un ensemble structuré de principes et de règles susceptibles de faire l'objet d'un consensus entre professionnels que l'administration peut partager.

Cependant, les évaluations sont réalisées par l'administration sous le contrôle du juge. Leur cadre juridique résulte, dès lors, des grands principes jurisprudentiels, toujours susceptibles d'évoluer.

Conformément à la jurisprudence de la Cour de cassation et du Conseil d'État, la valeur vénale de titres non admis à la négociation sur un marché réglementé doit être appréciée compte tenu de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir un chiffre aussi voisin que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande dans un marché réel à la date du fait générateur de l'imposition⁵.

Aussi, l'administration ne peut accepter une valeur de détention⁶ mais doit, par principe, rechercher une valeur vénale, c'est-à-dire une valeur de transmission, et par conséquent prendre en compte les circonstances objectives qui peuvent affecter la libre cessibilité du bien à évaluer.

La valeur vénale des titres d'une société non cotée doit être établie, en priorité, par référence au prix d'autres transactions comparables portant sur les titres de cette même société, proches de la date du fait générateur de l'imposition et réalisées dans un contexte économique et juridique similaire dès lors qu'aucune collusion sur le prix ne peut être soupçonnée entre les parties dont les intérêts sont contraires⁷.

En l'absence de valeur de comparaison déterminée selon les modalités décrites ci-dessous, la valeur vénale des titres peut résulter de la combinaison de différentes méthodes d'évaluation.

La primauté de la méthode par comparaison en présence d'un « comparable intrinsèquement similaire »

L'évaluation des titres par comparaison doit être mise en œuvre en priorité⁸.

² Article 759 du C.G.I., BOI-ENR-DMTG-10-40-10-40.

³ Sociétés d'investissement à capital variable et fonds communs de placement.

⁴ Article 799 du C.G.I.

⁵ Cour de cassation, 19 décembre 1989 n° 88-13519, Condemine ; 28 janvier 1992 n° 90-11459, Obadia ; 7 décembre 1993 n° 91-21795, Delloye ; 21 mai 1996 n° 94-20517, Bracoud ; 16 décembre 1997 n° 95-20712, Gilles ; 23 avril 2003 n° 99-19.901, Charlot. Conseil d'État 3 juillet 2009 n° 301299, Hérail et n° 306363, Plessis de Pouzilhac ; 31 mars 2010 n° 297307, Petit ; 23 juillet 2010 n° 308019, Marmajou ; 1er juillet 2010 n° 304673, Sté Financière du Val ; 20 décembre 2011 n° 313435, Sté Boulogne-distribution ; 23 décembre 2011 n° 327562, Sté Lagardère ; 20 juin 2012 n° 343033, Mallart.

Réponse Ministérielle Taittinger JO Sénat 19 août 1982 p. 3858 n° 6616.

⁶ Autrement dit, la valeur estimée par le contribuable pour sa propre utilité.

⁷ Cour de cassation, arrêt n° 08.14855 du 7 juillet 2009, Zorn ; Conseil d'État, arrêt n° 308019 du 23 juillet 2010.

La méthode par comparaison se fonde sur des transactions portant sur des titres de la même société, réalisées dans des conditions similaires, à une date proche du fait générateur de l'imposition. Toutefois, on ne peut se référer au prix antérieur d'un titre qu'en prenant certaines précautions.

Aussi, pour être pleinement reconnue comme intrinsèquement similaire, la cession doit notamment :

- porter sur des titres de la même société ;
- porter sur une nature⁹ et des quotités de titres comparables, le prix de cession d'une participation majoritaire d'actions ordinaires ne pouvant être comparé au prix de cession d'une participation majoritaire d'actions de préférence. De même, le prix de quelques titres cédés pour des raisons d'opportunité, dans l'intérêt de la société (transformation d'une S.A.R.L. en S.A., admission de nouveaux administrateurs...), ne peut pas toujours être comparé au prix de cession d'une participation plus significative, même minoritaire ;
- être intervenue dans un délai proche, antérieure au fait générateur. En principe il convient de ne pas retenir de mutations antérieures de plus de 24 mois à la date du fait générateur¹⁰ ;
- représenter une valeur de marché. À ce titre, la transaction doit être réalisée dans des conditions dépourvues de soupçon d'un prix de convenance entre les parties¹¹ ;
- avoir été réalisée dans des conditions comparables à celles existant à la date de la nouvelle évaluation du titre en ce qui concerne :
 - l'activité de la société ;
 - l'environnement dans lequel elle évolue ;
 - ses résultats qui ne doivent pas avoir fait l'objet de modifications significatives ;
 - le nombre de titres composant le capital qui peut varier en conséquence d'une augmentation ou d'une réduction du capital.

En présence d'un comparable intrinsèquement similaire, l'évaluation consiste alors à reprendre le prix de la transaction antérieure constatée et il n'y a pas lieu de mettre en œuvre les autres méthodes d'évaluation.

La combinaison de méthodes

Ce n'est donc qu'en l'absence de comparables intrinsèquement similaires que d'autres méthodes d'évaluation peuvent être mises en œuvre¹² et combinées entre elles.

À ce titre, le guide propose le recours à une combinaison de méthodes, consacrée par le juge, alors même que des praticiens privés peuvent privilégier une approche multicritère¹³.

La combinaison des méthodes est présentée dans la Partie 3 du présent guide.

La date du fait générateur et les perspectives de l'entreprise

La loi prévoit le fait générateur de chaque impôt de telle sorte que celui-ci soit liquidé sur la base des éléments existant à cette date.

De manière générale, le bilan de référence pour l'évaluation correspond aux comptes du dernier exercice clos précédant le fait générateur. Or, les derniers bilans clos peuvent ne plus refléter fidèlement la situation économique réelle de l'entreprise à la date du fait générateur.

8 Cour de cassation, 2 décembre 1997 n° 95-22256, Petitjean ; 11 octobre 2005 n° 03-20572 ; 7 juillet 2009 n° 08-14855, Zorn ; 25 janvier 2017 n° 15-21168.

Conseil d'État, 25 juin 1975 n° 92185 et 92186 ; 14 juin 1978 n° 9403 ; 10 mai 1991 n° 65610, Mas ; 23 juillet 2010 n° 308019, Mamajou ; 10 novembre 2010 n° 309148 ; 20 juin 2012 n° 343033, Mallart ; 23 décembre 2016 n° 391968.

9 Compte tenu des caractéristiques spécifiques des actions de préférence, ces dernières ne peuvent pas être comparées à des actions ordinaires.

10 Il est relevé que le Conseil d'État a pu valider la prise en compte d'une transaction comparable postérieure à la date du fait générateur, la transaction devant alors être analysée selon sa pertinence (Conseil d'État, 25 juin 1975 n° 92185 et 92186 ; 19 novembre 1975 n° 92041 et 92675).

11 Cour de cassation, 25 janvier 2017 n° 15-20832.

12 Conseil d'État 26 mai 1982, n° 29053 ; 14 novembre 2003, n° 229446 ; 11 octobre 2005, n° 0320572.

13 Cour de cassation, 1^{er} février 1982, n° 79-17155, Monrichard ; 28 janvier 1992, n° 90-11459, Obadia ; 16 décembre 1997 n° 95-20712, Gilles ; 23 avril 2003, n° 99-19901, Charlot ; 31 janvier 2006, n° 03-14787.

Conseil d'État, 21 octobre 2016, n° 390421 ; 23 décembre 2016, n° 391968.

Réponse Ministérielle, Vasseur JO AN 5 novembre 1990 p. 5135 n° 12409, Balligand JO AN 28 janvier 1991 p. 299 n° 26720.

Dans cette hypothèse, l'évaluateur pourra alors s'appuyer, pour son évaluation, sur des comptes provisoires¹⁴ arrêtés à cette date.

En l'absence de comptes provisoires, l'évaluateur doit, en tout état de cause, tenir compte des événements qui se sont produits entre les comptes disponibles et la date de l'opération visée par l'évaluation.

La Cour de cassation a d'ailleurs jugé que pouvaient être retenus des éléments postérieurs à la date du fait générateur lorsque ces éléments permettent de tenir compte des « *perspectives d'avenir* » qui existaient à cette date¹⁵. Ainsi, les données d'un exercice comptable clos à une date postérieure mais proche du fait générateur peuvent être prises en compte lorsqu'elles permettent d'apprécier les perspectives de l'entreprise et ne constituent qu'un élément de l'évaluation effectuée¹⁶.

Il conviendra dès lors de dégager, à partir des éléments propres à l'entreprise ou extérieurs, connus ou en germe à la date du fait générateur, les perspectives de l'entreprise, notamment par une étude de l'évolution du secteur d'activité, du modèle économique, du contexte juridique, du chiffre d'affaires, du bénéfice ou encore du résultat d'exploitation.

La démarche de l'administration

Dans le système fiscal français, l'impôt est assis, en règle générale, sur des bases d'imposition déclarées par les redevables eux-mêmes.

Corollaire du système déclaratif, l'administration fiscale contrôle les déclarations et les actes utilisés pour l'établissement de l'impôt¹⁷.

Dans ce cadre, l'administration fiscale peut demander au contribuable la communication de tous les éléments ayant concouru à la détermination de la valeur déclarée / retenue.

À défaut d'une réponse circonstanciée, l'administration se forgera un avis sur la base des seules informations disponibles ou mises à sa disposition.

¹⁴ Les logiciels de comptabilité permettent l'édition de comptes provisoires.

¹⁵ Cour de cassation, 19 décembre 1989, n°88-13519, Condemine ; 7 décembre 1993 n°91-21795, Delloye.

¹⁶ Cour de cassation, 16 janvier 2001, n°97-22.215, Soubrillard.

¹⁷ Article L.10 du Livre des procédures fiscales (LPF).

PARTIE 1 : LE DIAGNOSTIC STRATÉGIQUE ET FINANCIER PRÉALABLE A L'ÉVALUATION

Même en l'absence d'informations disponibles exhaustives, un diagnostic stratégique et financier, établi à partir des principales données économiques de l'entreprise et du secteur dans lequel elle évolue, est de nature à influencer fortement sur les différents paramètres de l'évaluation, préfigurant le choix des méthodes qui seront retenues.

Les développements présentés ci-après, sans prétendre à l'exhaustivité, visent à illustrer l'impact de cette étude sur chaque étape de l'évaluation, afin d'éviter l'erreur qui consisterait, à partir des trois dernières liasses fiscales et de manière mécanique, à déterminer les différentes valeurs de l'entreprise puis à les combiner.

L'intérêt et les objectifs du diagnostic stratégique et financier

Le diagnostic stratégique et financier de l'entreprise est une étape préalable et essentielle à la mise en œuvre des méthodes d'évaluation. Il permet à l'évaluateur de prendre connaissance de l'entreprise, de son modèle économique et de l'environnement dans lequel elle évolue afin d'identifier les facteurs qui peuvent influencer sa valeur.

Cette phase de diagnostic est nécessaire à la compréhension des performances financières passées et à l'appréciation des perspectives de l'entreprise.

Ainsi, le diagnostic a pour objectifs de :

- prendre connaissance du fonctionnement de l'entreprise et de son activité ;
- appréhender l'environnement externe dans lequel la société évolue (environnement économique, juridique et social du secteur d'activité...) ;
- identifier des entreprises comparables ;
- identifier les ressources et compétences de l'entreprise et ses éventuelles faiblesses ;
- comprendre la performance historique au niveau des agrégats clés (croissance, profitabilité, rentabilité...) ;
- analyser, le cas échéant, les hypothèses de croissance et les risques associés et envisager la façon dont l'évaluateur intégrera ces perspectives de croissance et risques selon l'information disponible (soit dans les hypothèses de flux de valeur de référence, soit dans les paramètres tels que le taux d'actualisation ou les multiples ou encore à travers des primes et/ou décotes) ;
- apprécier la structure financière et capitalistique de la société ou du groupe.

De ce diagnostic, découle notamment le choix des méthodes les plus pertinentes, des paramètres clés de l'évaluation et de leurs éventuels ajustements.

En pratique, ce diagnostic peut être mené selon les trois étapes décrites ci-dessous.

I – Prise de connaissance générale de l'entreprise à évaluer

Cette première étape consiste pour l'évaluateur à appréhender de manière générale :

- l'activité de l'entreprise et son marché ;
- son modèle économique ;
- son organisation juridique ;
- ses produits ou services phares ;
- ses principaux indicateurs financiers tels que le chiffre d'affaires, le résultat net, l'actif net, etc. ;
- sa renommée.

Cette phase est aussi l'occasion de dresser un inventaire des données disponibles et exploitables :

- les liasses fiscales ;

- les comptes annuels et leurs annexes ;
- les procès-verbaux d'assemblée et/ou rapports de gestion ;
- l'existence de données consolidées ;
- la disponibilité de données prévisionnelles connues à la date du fait générateur ;
- toute autre source d'informations disponible¹⁸.

II – Analyse de l'environnement externe de l'entreprise

L'analyse de l'environnement externe s'articule généralement autour des points suivants proposés à titre indicatif :

- la conjoncture économique générale au moment du fait générateur : évènement économique particulier, perspectives générales de croissance économique ;
- les tendances sectorielles et son exposition aux différents risques :
 - la performance historique du secteur : l'activité a-t-elle un historique favorable ? Le secteur connaît-il des cycles ?
 - le secteur de l'entreprise est-il porteur ou non ?
 - le secteur a-t-il connu des crises ou mutations profondes ? Comment le secteur a-t-il évolué (transformations importantes, innovations, évolutions technologiques...) ?
 - le secteur est-il directement affecté par des évènements exogènes ? Est-il en capacité de répercuter les hausses sans perdre de clients ou est-ce un secteur qui subira ces évènements sans possibilité de s'en affranchir (peu important les qualités internes de l'entreprise) ?
 - l'impact sur le secteur des enjeux climatiques et des réglementations (directive CSRD, critères ESG...) ;
 - la concurrence dans le secteur : intensité, barrières à l'entrée, pouvoir de négociation des clients et des fournisseurs.

Tirés essentiellement de l'analyse d'études sectorielles, d'articles de presse, ou encore de publications, etc., ces points pourront constituer un cadre de référence pour les échanges entre l'administration et le contribuable.

III – Diagnostic des éléments internes à l'entreprise

III.A – Diagnostic stratégique de l'entreprise

Le diagnostic stratégique interne de l'entreprise s'établit par la compréhension de son modèle économique (analyse des indicateurs clés de gestion de la valeur) et l'analyse de ses ressources et compétences.

Comprendre le modèle économique de l'entreprise

Ce travail est mené de manière synthétique et vise notamment à répondre aux questions suivantes :

- quels sont les produits mis en vente, quelles prestations de service sont réalisées ?
- quel est le segment de clientèle (type de clientèle, B2B, B2C, B2B2C¹⁹, qualité de la clientèle...) ?
- quelles sont les relations avec les clients (nombre de clients, dépendance, type de contrats : ponctuels, pluriannuels, abonnements...) ?

Analyse des ressources et compétences de l'entreprise

Les ressources et compétences de l'entreprise sont l'ensemble des éléments tangibles et intangibles qui lui permettent d'être performante, de disposer d'avantages concurrentiels et de dégager des revenus.

Il convient donc d'identifier et d'apprécier les éléments incorporels et corporels propres à l'entreprise dont la nature et l'importance varient selon son activité.

¹⁸ Par exemple, presse économique.

¹⁹ B2B (*business to business*), ou commerce inter-entreprise ; B2C (*business to consumer*), ou relation entre entreprises et consommateurs.

B2B2C désigne l'activité des entreprises qui commercialisent des biens auprès de sociétés tierces, qui les revendent elles-mêmes aux consommateurs finaux.

Éléments de l'actif incorporel :

Les actifs immatériels ne sont pas toujours comptabilisés au bilan des sociétés alors qu'ils contribuent pleinement à la valeur de celles-ci. Cette situation concerne notamment les entreprises ayant créé leur fonds de commerce, lequel ne figure pas à l'actif du bilan ou y est inscrit pour une valeur nulle.

Les principaux facteurs de valeur sont :

- l'enseigne, le nom commercial, l'image de marque et la renommée de l'entreprise ;
- la clientèle : diversité, relation, fidélité... ;
- les savoirs, savoir-faire et expertises ;
- la qualité des ressources humaines, de la direction²⁰ ;
- la détention ou l'accès à certaines données ;
- les droits de la propriété industrielle, artistique ou littéraire (les marques, les brevets, les procédés de fabrication, les dessins industriels, les droits de production...) ;
- le droit au bail, les autorisations administratives, les licences, qui constituent des éléments essentiels du fonds de commerce.

Éléments de l'actif corporel (immobilisé et circulant) :

- les terrains, constructions et autres propriétés immobilières : le cas échéant, il convient d'étudier la situation géographique, l'emplacement stratégique par rapport à l'activité, l'usage qui en est fait, ou encore leur caractère exceptionnel... ;
- les installations techniques, matériels et outillages : l'entreprise dispose-t-elle d'installations, d'équipements de fabrication ou de machines industrielles lui conférant un avantage particulier ? Qu'en est-il de l'usure des outils de production ?
- les stocks, matières premières, produits en cours de fabrication et produits : comment sont-ils constitués ? Les stocks, dont l'importance est liée à la nature de l'activité (marchands de biens, entreprises viticoles, sociétés de négoce d'objets de valeur...), doivent faire l'objet d'une attention particulière.

III.B – Diagnostic financier de l'entreprise après retraitements éventuels

L'analyse des données chiffrées disponibles constitue un élément essentiel de l'évaluation.

Les méthodes d'évaluation permettent de déterminer la Valeur des Capitaux Propres (VCP)²¹, soit directement, soit indirectement, en estimant d'abord, la Valeur d'Entreprise (VE) de laquelle est déduit, ensuite, l'Endettement Financier Net (EFN).

Le diagnostic financier poursuit ainsi deux objectifs principaux :

- apprécier les agrégats financiers (historiques et, le cas échéant, prévisionnels) afin, notamment, de s'assurer de leur caractère normatif ;
- déterminer l'Endettement Financier Net « économique » (EFN) à la date du fait générateur.

À cet effet, il est précisé que les données comptables ne traduisent pas toujours immédiatement la réalité économique des performances de l'entreprise ou de sa structure financière. Aussi, certains reclassements et retraitements doivent, le cas échéant, être opérés.

La liste des retraitements cités ci-après n'est pas exhaustive. Selon le type ou le contexte de l'entreprise, leur caractère significatif peut varier. Ainsi, l'évaluateur procède à ces retraitements en fonction de leur incidence sur la valeur recherchée.

Remarque : Les principes comptables du Plan Comptable Général (PCG), notamment le principe de prudence, obligent les entreprises à prendre en compte tout événement susceptible de diminuer la valeur du patrimoine de l'entreprise via des dépréciations et des provisions. En revanche, les plus-values latentes ne sont pas comptabilisées.

La performance financière

Le diagnostic de la performance financière repose sur l'analyse des comptes historiques à travers les principaux agrégats financiers (chiffre d'affaires, marge commerciale ou marge brute, EBE ou EBITDA,

²⁰ Nombre de salariés, adéquation des effectifs ou la pyramide des âges par exemple ou encore la valeur des équipes, etc.

²¹ Aussi appelée valeur des fonds propres.

REX ou EBIT, résultat courant après impôt) ainsi que des ratios les plus pertinents (taux de croissance, taux de marge²², etc.). Cette analyse porte également sur l'évolution de ces indicateurs sur une période généralement d'au moins trois exercices, voire davantage selon le cycle économique de l'entreprise et le contexte dans lequel elle évolue.

L'évaluateur cherche donc à apprécier le caractère économique, normatif ou récurrent des principaux agrégats financiers, notamment l'EBE ou l'EBITDA, le résultat d'exploitation, ainsi que le résultat courant après impôt sur les sociétés.

Un agrégat normatif désigne un agrégat financier retraité afin de refléter la performance économique récurrente et durable de l'entreprise et qui neutralise les éléments non récurrents, atypiques ou non représentatifs.

Ainsi, les agrégats peuvent être significativement modifiés par les retraitements à opérer, tels que :

- les locations financières (crédit-bail...) ;
- les rémunérations non normatives, notamment la rémunération du dirigeant qui doit être analysée et rapprochée d'une rémunération théorique « normale » (à la hausse comme à la baisse) ;
- les loyers immobiliers non normatifs ;
- les dépenses dites d'exploitation à caractère non récurrent ;
- les amortissements comptabilisés aux seules fins fiscales afin de ne conserver que les amortissements économiques ;
- pour les exercices antérieurs au 1^{er} janvier 2025²³, il convient d'analyser le caractère récurrent ou non du résultat exceptionnel. De manière générale, les opérations en capital, comme la cession d'une immobilisation, ont un caractère non reproductible. Toutefois, selon les secteurs d'activité, ce type d'opérations peut participer au modèle économique de la société, et donc entrer dans le cadre courant de son activité.

Ces retraitements ont également une incidence sur l'impôt dû par la société, qu'il convient de prendre en considération.

Une synthèse des retraitements usuels est présentée dans la fiche n°1.

Distinction entre l'EBE et l'EBITDA

L'Excédent Brut d'Exploitation est un agrégat défini dans le tableau des soldes intermédiaires de gestion. Il est souvent assimilé à l'EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*). Toutefois, contrairement à l'EBE, l'EBITDA n'est pas un agrégat normé.

L'EBE et l'EBITDA mesurent la performance de l'activité opérationnelle d'une société, la rentabilité de son processus d'exploitation, indépendamment de sa politique d'investissement et de financement. L'EBE s'obtient en ajoutant à la valeur ajoutée les subventions d'exploitation et en retranchant les impôts et taxes et les charges de personnel :

$\text{EBE} = \text{Valeur Ajoutée} + \text{subventions d'exploitation} - (\text{impôts \& taxes} + \text{charges de personnel})$

Il peut aussi être calculé à partir du résultat d'exploitation en majorant celui-ci des dotations d'exploitation (dotations aux amortissements et aux provisions sur immobilisations, dotations aux provisions sur actif circulant et pour risques et charges) et des autres charges et en retirant les reprises et transferts sur charges d'exploitation²⁴ et les autres produits :

²² Par exemple : EBE / Chiffre d'affaires : Résultat d'exploitation / Chiffre d'affaires, etc.

²³ Le Règlement ANC n°2022 06 du 04/11/2022 (en vigueur au 1^{er} janvier 2025) introduit une nouvelle définition du résultat exceptionnel : sont comptabilisés en résultat exceptionnel les produits et les charges directement liés à un événement majeur et inhabituel, donc des éléments non récurrents et non liés à l'activité courante de la société.

²⁴ À compter des exercices ouverts au 1^{er} janvier 2025, la technique comptable du transfert de charge est supprimée (ANC Règlement n°2022 06 du 04/11/2022).

$\text{EBE} = \text{Résultat d'Exploitation} + \text{dotations aux amortissements et provisions}^{25} + \text{autres charges}$ $- (\text{reprises et transferts sur charges d'exploitation} + \text{autres produits})$
--

Afin d'obtenir une vision plus économique, il convient de passer de l'EBE comptable à un **EBE économique** se rapprochant de l'EBITDA en intégrant notamment les postes suivants :

- les autres produits et autres charges d'exploitation, car liés à l'activité courante de l'entreprise ;
- la participation des salariés, qui s'assimile à des charges de personnel ;
- les dotations et reprises pour provisions sur actifs circulants et pour risques et charges, dans la mesure où elles présentent un caractère courant, car elles se traduisent par des pertes de marges d'exploitation pour l'entreprise ;
- les transferts de charges d'exploitation, dès lors qu'ils correspondent à la neutralisation de charges d'exploitation ;
- les produits et charges exceptionnels sur opération de gestion peuvent également être pris en compte dans l'EBITDA comme provenant des opérations courantes de l'entreprise.

En outre, le résultat financier peut intégrer des produits ou charges qui ne sont pas liés à l'activité de financement (endettement ou placement) mais aux opérations courantes. Ces éléments sont à intégrer dans l'EBE retraité, le cas échéant.

Les crédits d'impôts, qui financent notamment les frais de personnel et les charges externes dédiées à l'effort de recherche, tels que le Crédit d'Impôt Recherche (CIR) ou le Crédit d'Impôt Innovation (CII), peuvent venir en déduction des charges ainsi financées en fonction de leur récurrence.

Remarque : S'il y a lieu, le calcul de l'EBITDA doit tenir compte des différents retraitements liés à la performance financière mentionnés ci-avant.

Le bilan économique

À toutes fins utiles, il est possible d'analyser le bilan en convertissant le bilan comptable en bilan économique afin d'obtenir une présentation comme suit :

Bilan Comptable		Bilan Économique	
Actif	Passif	Actif Économique	Capitaux Investis
Immobilisations nettes	Capitaux propres	Immobilisations nettes	Capitaux propres
Actifs circulants	Dettes financières	Besoin en fonds de roulement	Endettement net
Trésorerie	Dettes d'exploitation		

Cette présentation met en évidence l'actif économique de l'entreprise, composé des immobilisations nettes (incorporelles, corporelles, financières²⁶) ainsi que du besoin en fonds de roulement (BFR), c'est-à-dire de l'ensemble des ressources nécessaires à son fonctionnement.

L'actif économique est financé par les capitaux propres et l'endettement financier net de la trésorerie, qui ensemble constituent les capitaux investis ou capitaux engagés.

²⁵ En pratique, les provisions sont analysées et traitées au cas par cas selon leur objet.

²⁶ Certaines immobilisations financières peuvent ne pas être constitutives de l'actif économique et, à ce titre, peuvent être évaluées séparément.

Le BFR représente le décalage de flux de trésorerie qui naît de l'activité de l'entreprise, du moment où elle contracte une dette fournisseur jusqu'à l'obtention du paiement de la créance client. Il correspond à la différence entre l'actif circulant et le passif circulant d'exploitation.

Le BFR, souvent exprimé en jours de chiffre d'affaires, peut être décomposé :

- en BFR d'exploitation : stocks + créances d'exploitation (clients, avances et acomptes, charges constatées d'avance...) – dettes d'exploitation (dettes fournisseurs, fiscales et sociales, produits constatés d'avance...) ;
- et BFR hors exploitation : les créances et dettes hors cycle d'exploitation telles que celles liées à l'investissement (dettes fournisseurs d'immobilisation...).

Remarque : Dans la liasse fiscale, les créances « Groupe et associés » incluses dans le poste « Autres Créances », ne sont pas un élément du BFR mais constituent un élément à retraiter de la dette financière nette.

Les principaux retraitements du bilan économique²⁷ :

- en matière d'actifs corporels, les biens pris en location financière sont réintégrés à l'actif en contrepartie d'une dette financière au passif²⁸ ;
- les amortissements comptabilisés aux seules fins fiscales : les amortissements dérogatoires sont à intégrer dans les capitaux propres ;
- les cessions de créances (affacturage, Dailly, etc.), modalité de financement, dont l'incidence s'apprécie au niveau de l'endettement net et du BFR normatif ;
- en cas de forte saisonnalité, le BFR de clôture n'est pas nécessairement représentatif de la moyenne du BFR en cours d'exercice (et donc des besoins de financement réels en cours d'année). La date d'arrêté des comptes peut ainsi influencer sur la présentation du niveau de trésorerie et de BFR. Lorsque les éléments utiles sont mis à sa disposition²⁹, l'évaluateur étudie les effets de cette saisonnalité et corrige le BFR pour le normaliser, ce qui peut alors influencer de manière significative les variations de BFR et l'endettement net de référence.

Le bilan économique permet ainsi à l'évaluateur de calculer, sur des bases retraitées, des ratios et d'apprécier sur une période donnée, la politique d'investissement de la société, l'évolution de son besoin en fonds de roulement et sa structure financière.

À titre indicatif, les principaux ratios sont :

- ratio d'endettement net (*gearing*) : dettes financières nettes / fonds propres ;
- rentabilité des capitaux propres (*Return On Equity – ROE*) : bénéfice net / fonds propres ;
- rentabilité de l'actif économique (*Return On Capital Employed – ROCE*) : Résultat d'exploitation / Actif économique ;
- couverture des frais financiers : EBE / frais financiers ;
- couverture de la dette financière : Dette financière nette / EBE.

IV – Conséquences de l'analyse de l'entreprise et de son environnement sur l'approche de la valeur

Le diagnostic stratégique et financier est indispensable pour apprécier les facteurs de création de valeur de l'entreprise, sa capacité à pérenniser ses performances et les risques auxquels elle est exposée.

Ainsi, ce diagnostic, fût-il sommaire³⁰, constitue un élément déterminant pour orienter et justifier le choix :

- des méthodes d'évaluation à mettre en œuvre ;
- des différents paramètres utilisés lors de la mise en œuvre des méthodes ;
- des pondérations de la combinaison de méthodes ;

²⁷ Une synthèse de ces retraitements est présentée dans la fiche n°1.

²⁸ Si cela n'a pas déjà été effectué dans les comptes (normes IFRS, comptes consolidés en normes françaises...).

²⁹ À cet égard, l'information contenue dans les comptes sociaux est insuffisante pour observer une éventuelle saisonnalité. Bien souvent, les éléments constitutifs d'un BFR normatif ne sont pas portés à la connaissance de l'administration. Il appartient alors au contribuable qui s'en prévaut d'en démontrer le bien-fondé.

³⁰ Lorsque les informations utiles ne sont pas mises à la disposition de l'administration : analyse de certains agrégats, ratios et des principales données économiques de l'entreprise et du secteur dans lequel elle évolue, etc.

- des primes ou décotes éventuelles.

Les éléments du diagnostic n'ont pas tous le même poids dans la détermination de la valeur. Certains constituent le socle même de l'évaluation (valeur vénale des éléments d'actif, excédent brut d'exploitation, résultat d'exploitation, résultat net...) tandis que d'autres apportent des éléments d'appréciation complémentaires permettant d'ajuster et d'affiner la valeur initialement déterminée.

À ce titre, l'évaluateur veillera à ne pas intégrer deux fois les effets d'un même facteur, par exemple :

- des risques, pris en compte au niveau des résultats normatifs, ne doivent pas être à nouveau intégrés dans le taux de capitalisation/actualisation ou faire l'objet d'une décote spécifique ;
- la taille qui serait retenue comme une prime de risque dans le taux de capitalisation/d'actualisation ne devrait pas être prise en compte une seconde fois à travers une décote.

Remarque : Une étude préalable du paquet de titres à évaluer doit également être menée, en parfaite connaissance de la répartition du capital social ainsi que de la nature juridique des titres transmis et de leurs éventuelles spécificités.

Ainsi, la transmission d'un paquet de titres minoritaire peut emporter le pouvoir de décision ou permettre d'atteindre certains seuils de contrôle significatifs.

De même, la lecture attentive des statuts permet de déceler la présence de titres ne conférant pas à tous les associés les mêmes droits. Les sociétés peuvent émettre des actions de préférence, titres de capital auxquels sont attachés des droits particuliers, qui peuvent influencer leur valeur.

Les sources d'informations :

L'administration n'a pas d'accès ouvert à l'ensemble des documents internes de l'entreprise et se forge un avis sur la base des seules informations disponibles. Dans sa démarche, l'administration peut être amenée à demander des informations à l'entreprise ou au contribuable (diagnostic stratégique et financier, plan d'affaires, composition de l'actif, méthodes d'évaluation...).

Les données de l'entreprise disponibles doivent faire l'objet d'un débat contradictoire et ne peuvent être sorties de leur contexte au risque d'être dénaturées.

En effet, certaines informations ne sont pas nécessairement objectives ou intègrent des biais quand d'autres, utiles dans certains contextes, ne sont pas adaptées à l'évaluation dans le cadre d'une vérification par l'administration sachant qu'il n'existe pas une « valeur fiscale » mais que l'objectif recherché reste la détermination d'une valeur vénale des titres correspondant au prix auquel ils pourraient ou auraient pu normalement se négocier à la date du fait générateur.

À titre d'exemple :

- *les informations tirées des comptes annuels, rapports de gestion pour les réunions d'associés, les futures publications sur la durabilité, constituent des données de l'entreprise qui, compte tenu des personnes destinataires, seront en principe les plus objectives, et ce, d'autant plus lorsque l'entreprise est soumise au contrôle des commissaires aux comptes ;*
- *soucieuses de leur image, les entreprises peuvent être amenées à publier de manière plus attrayante toutes informations de présentations commerciales (plaquette, site web, communiqués de presse...). Néanmoins, eu égard aux contraintes liées à la disponibilité des informations, ces données peuvent être utilisées par l'administration dans l'évaluation, et servir de bases aux échanges avec le contribuable, ce dernier ayant l'opportunité d'en démontrer l'inadéquation avec la réalité économique de la société ;*
- *les plans d'affaires (ou « business plans ») préparés par les entreprises peuvent être plus ou moins optimistes selon leur destinataire mais aussi selon le contexte. Il existe souvent plusieurs plans d'affaires selon des scénarios pessimistes, neutres et optimistes. En effet, certains investisseurs financiers refusent d'approuver en conseil d'administration des plans d'affaires trop raisonnables qui ne justifieraient pas les conditions initiales de leur entrée au capital, ou alors dans le cas de recherche de financements, les entreprises ont tout simplement un biais de présentation optimiste de leurs prévisions ;*

- *certaines informations à l'occasion d'opérations financières ne sont pas utilisables en l'état par l'administration bien qu'émanant de tiers indépendants comme les rapports de commissaire aux apports ou de commissaire à la fusion même si les opérations concernées sont réalisées en valeur réelle. Un rapport de commissaire aux apports ne se prononce que sur l'absence de surévaluation d'un apport et ne conclut donc pas sur la valeur vénale de l'actif ;*
- *Il en est de même, par exemple, dans l'hypothèse de l'application de l'article 1843-4 du Code civil qui conduit parfois à utiliser des formules de valorisation qui s'imposent aux parties parce qu'elles figurent dans les statuts ou pactes d'actionnaires. En effet, ces formules aboutissent parfois à des prix qui ne sont pas nécessairement le reflet de la « valeur vénale » au sens de la jurisprudence.*

PARTIE 2 : LES MÉTHODES D'ÉVALUATION

I – Distinction entre Valeur des Capitaux Propres et Valeur d'Entreprise, entre approche directe et indirecte et entre méthode intrinsèque et analogique

La Valeur des Capitaux Propres et la Valeur d'Entreprise sont deux notions distinctes.

La Valeur des Capitaux Propres (VCP), ou valeur des fonds propres ou valeur de la société ou valeur des titres de la société, est la valeur disponible pour l'actionnaire après remboursement des dettes et prise en compte, le cas échéant, de la trésorerie disponible.

Cette valeur obtenue par les méthodes d'évaluation se distingue du montant comptable des capitaux propres inscrit dans les comptes de la société.

L'exercice d'évaluation consiste en général à déterminer la Valeur des Capitaux Propres.

La Valeur d'Entreprise (VE) ou Valeur de l'Actif Économique (« *Enterprise Value* ») peut être définie comme étant la valeur de marché de l'actif économique de la société, indépendamment de la manière dont elle finance ses actifs (capitaux propres ou dettes financières).

La Valeur de l'Actif Économique d'une entreprise correspond à la valeur de ses actifs d'exploitation : immobilisations incorporelles (y compris les immobilisations incorporelles non comptabilisées), corporelles, financières et de son besoin en fonds de roulement (principalement stocks et créances clients nettes des dettes fournisseurs) nécessaires à l'activité.

La Valeur de l'Actif Économique est donc égale à la somme de la Valeur de marché des Capitaux propres et de la valeur de marché de l'Endettement financier net retraité :



Par déduction, la Valeur des Capitaux Propres appartenant aux actionnaires est égale à la valeur d'entreprise diminuée de l'endettement financier net (ou augmentée de la trésorerie nette).



Les méthodes d'évaluation permettent de déterminer la Valeur des Capitaux Propres soit de manière directe soit de manière indirecte :

- **l'approche directe** : la Valeur des Capitaux Propres est obtenue directement par la méthode employée. C'est le cas de l'approche patrimoniale, de la méthode par capitalisation d'un résultat net normatif, de la valeur de productivité, de la méthode du PER ou de la valeur de rendement ;
- **l'approche indirecte** permet d'estimer, dans un premier temps, la Valeur d'Entreprise (VE) puis, dans un second temps, d'obtenir la Valeur des Capitaux Propres, en déduisant de la VE, l'endettement financier net de la trésorerie et, le cas échéant, en procédant aux autres ajustements nécessaires. C'est le cas notamment de la méthode par capitalisation d'un résultat d'exploitation normatif, de la méthode des flux de trésorerie actualisés ou du multiple d'EBITDA ou du multiple du résultat d'exploitation.

De manière générale, une méthode d'évaluation fondée sur un agrégat financier avant prise en compte de la charge de la dette liée aux intérêts³¹ permet d'obtenir la Valeur d'Entreprise (approche indirecte),

³¹ Par exemple l'EBE/EBITDA et le résultat d'exploitation/EBIT.

alors qu'une méthode reposant sur un agrégat après coût de la dette³², permet d'obtenir la Valeur des Capitaux Propres (approche directe).

Illustration simplifiée de l'approche directe et indirecte de l'évaluation des titres d'une société

Hypothèses	
EBE normatif	500
Résultat net normatif	200
Dettes financières nettes	1 000

Approche directe par le multiple de résultat net (PER)	
Résultat net	200
Multiple	10
Valeur des Capitaux propres	2 000

Approche indirecte par le multiple d'EBE	
EBE	500
Multiple	6
Valeur d'Entreprise	3 000
Dettes financières nettes	1 000
Valeur des Capitaux propres	2 000

Pour la détermination de la Valeur des Capitaux Propres ou de la Valeur d'Entreprise, on distingue usuellement deux familles de méthodes d'évaluation :

- **l'approche analogique** qui consiste à évaluer une entreprise par référence à des entreprises comparables dont on connaît la valeur, soit parce qu'elles sont cotées (méthodes des sociétés comparables), soit parce qu'elles ont fait l'objet d'une transaction récente dont les caractéristiques ont été rendues publiques (méthodes des transactions comparables) ;
- **l'approche intrinsèque** qui consiste à évaluer l'entreprise à partir de ses caractéristiques propres (méthode par capitalisation d'un résultat normatif, méthode des flux futurs de trésorerie, valeur de productivité, valeur mathématique).

Principaux éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Capitaux Propres à la date du fait générateur

Le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Capitaux Propres (ou valeur des titres) s'effectue par la prise en compte de plusieurs éléments de passage dont notamment l'endettement financier net de la trésorerie disponible.

L'endettement financier net est constitué principalement de l'ensemble des dettes financières et bancaires quelles que soient leurs échéances (emprunts auprès des établissements de crédits, obligations, concours bancaires courants, comptes courants d'associés³³...) diminué des disponibilités de la société et des valeurs mobilières de placement à leur valeur réelle.

La prise en compte de la trésorerie n'est pas un retraitement optionnel.

Les autres éléments de passage qui peuvent être pris en compte sont :

- les dettes liées aux opérations de crédit-bail (par cohérence, les loyers sont déduits des autres charges externes) ;
- les cessions de créances à réintégrer en dettes financières et créances clients (dès lors que les charges d'affacturage sont déduites des autres charges externes et n'entrent pas dans le calcul de la VE) ;
- la correction du BFR, s'il est démontré qu'à la date de clôture, le BFR n'est pas représentatif de son niveau moyen sur l'année (en cas de forte saisonnalité de l'activité par exemple) ;
- les créances sur cessions d'actifs immobilisés (qui augmentent la VE) et des dettes sur immobilisations (qui diminuent la VE) ;
- les provisions pour engagement de retraite³⁴, IS déduit ;
- les provisions à caractère exceptionnel ou non récurrent ;
- les actifs non nécessaires à l'exploitation évalués séparément, donc non inclus dans la VE³⁵, et venant s'ajouter à la VE pour déterminer la valeur des titres.

³² Par exemple, le résultat net.

³³ Sauf, le cas échéant, en présence de clauses ou contextes particuliers qui les assimileraient à des capitaux propres.

³⁴ Le traitement comptable des engagements liés aux engagements de retraite dans les comptes sociaux est différent selon les sociétés : les engagements de retraite sont soit comptabilisés pour tout ou partie de l'engagement, soit simplement mentionnés dans les engagements hors bilan de l'annexe aux comptes annuels. Le montant des engagements liés aux départs à la retraite peut être pris en compte dans le cadre du passage de la VE à la Valeur des Capitaux Propres. Dans ce cas, il conviendra bien entendu de vérifier que le coût des départs à la retraite a bien été exclu des agrégats lors de la détermination de la VE.

³⁵ Leur valeur actualisée est prise en compte pour déterminer la valeur des titres.

Les ajustements présentés ci-dessus sont donnés à titre indicatif et ne sauraient être considérés comme exhaustifs. Ils ne sont pas systématiques et doivent être appréciés au regard de la situation de l'entreprise.

Une synthèse des retraitements usuels est présentée dans la fiche n°1.

Remarques :

- Les provisions pour risques et charges liées à l'exploitation sont généralement prises en compte dans les flux d'exploitation, donc dans la VE, et ne sont pas à retraiter.
- En présence d'instruments optionnels, convertibles en actions tels que stock-options ou BSPCE³⁶, leurs effets dilutifs doivent interroger pour apprécier la valeur des capitaux propres, notamment si ces instruments se situent « dans la monnaie »³⁷. Par ailleurs, pour les sociétés technologiques ou « jeunes pousses », il convient de s'assurer que la valeur issue de la dernière levée de fonds dont serait issue une nouvelle classe d'actions bénéficiant d'attributs préférentiels ne soit pas attribuée mécaniquement aux autres classes d'actions privées de ces avantages (clause de liquidité préférentielle par exemple).

II – L'approche par les flux ou Valeurs de rentabilité

II.A – La méthode par capitalisation d'un résultat normatif

II.A.1 – Les principes : flux, taux de croissance et notions de coût du capital/coût des capitaux propres

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société en capitalisant à l'infini un flux (ou résultat) normatif affecté d'une croissance à long terme (g) à un taux de capitalisation³⁸ (t) selon la formule de Gordon-Shapiro :

$$\frac{\text{Résultat normatif} \times (1+g)}{t-g}$$

Le résultat normatif à capitaliser

Cette approche repose, en général, sur un flux de trésorerie. Cependant, l'administration n'étant pas, le plus souvent, en mesure d'établir des prévisions de flux de trésorerie à la date du fait générateur, il est possible de s'appuyer sur les résultats historiques³⁹ ainsi que sur les perspectives connues de la société afin de déterminer un résultat normatif.

Un flux (ou résultat) normatif correspond à un flux (ou résultat) retraité qui reflète la performance économique récurrente et durable de l'entreprise, neutralisant les éléments non récurrents, atypiques ou non représentatifs. Il s'agit donc du flux (ou résultat) le plus susceptible de se reproduire à l'avenir.

Il convient de s'assurer que ce flux (ou résultat) normatif et représentatif de l'activité de la société est cohérent avec le diagnostic réalisé et intègre les éventuels retraitements à opérer (Cf. fiche n° 1).

Ainsi, en présence d'un exercice atypique non représentatif de l'activité de la société, celui-ci doit faire l'objet d'une analyse et, le cas échéant, être « normalisé ». Il convient en effet d'éviter l'erreur consistant à déterminer de manière mécanique et systématique un résultat normatif à partir des trois dernières liasses fiscales.

Remarque : La méthode par capitalisation d'un résultat normatif supposera ainsi que l'activité de la société est relativement mature et qu'elle ne croîtra que de manière constante (le taux de croissance g).

³⁶ Bons de Souscription de Parts de Créateur d'Entreprise.

³⁷ Le prix d'exercice d'une option d'achat (de vente) est inférieur (supérieur) au cours de l'actif sous-jacent.

³⁸ Ou taux d'actualisation.

³⁹ Il peut, par exemple, s'agir des trois derniers exercices, pondérés selon les circonstances, mais l'analyse peut porter sur une période plus longue ou plus courte le cas échéant (cycle économique de l'entreprise...).

La Valeur des Capitaux Propres peut être déterminée :

- de manière indirecte, à partir de la capitalisation d'un résultat d'exploitation normatif au coût du capital ;
- de manière directe, en capitalisant un résultat net normatif au coût des capitaux propres.

Le résultat normatif (qu'il s'agisse d'un résultat d'exploitation ou d'un résultat net) est déterminé après impôt sur les sociétés. S'agissant des entreprises individuelles ou les sociétés non soumises à l'IS, il convient de calculer l'IS théorique sur le résultat.

Le taux de l'IS théorique peut correspondre au taux d'IS en vigueur ou au taux effectif que la société supporterait.

Taux de croissance à long terme (g)

La formule de Gordon-Shapiro suppose que le flux (ou résultat) normatif de référence croît à l'infini de manière constante.

Ce taux de croissance tient compte de l'inflation à long terme et repose sur les perspectives de croissance à long terme de l'économie ou du secteur d'activité de la société⁴⁰.

Il peut, par exemple, correspondre à la croissance à long terme du PIB nominal⁴¹, mais ne saurait lui être significativement supérieur.

À cet égard, la référence à la croissance fondée sur un PIB « nominal » sera cohérente avec l'utilisation d'un taux d'actualisation/capitalisation construit sur la base de données incluant l'inflation (non déflaté).

Taux d'actualisation (t) : les notions de coût du capital et coût des capitaux propres

Le coût du capital correspond au coût des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire le taux de rendement des capitaux exigé par les apporteurs de fonds (actionnaires et prêteurs), compte tenu du risque intrinsèque de l'activité.

À la différence du coût du capital, **le coût des capitaux propres** correspond uniquement au taux de rentabilité attendu par les investisseurs en fonds propres d'une entreprise (les actionnaires).

Il existe deux grandes modalités de détermination du coût du capital d'une société, généralement estimé grâce au Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) : soit sur la base du bêta de l'actif économique, soit par reconstitution via la formule du coût moyen pondéré du capital (CMPC⁴²).

Quelles que soient les modalités de calcul retenues, il est indispensable que les paramètres soient cohérents entre eux et avec les méthodes choisies.

L'approche par le bêta de l'actif économique :

<i>Coût du capital : $k = R_f + \beta_a \times \text{Prime de risque du marché}$</i>

Avec :

R_f : le taux sans risque	Il peut être retenu le taux de rendement des emprunts d'État à long terme à échéance de 10 ans ⁴³ .
β_a : bêta de l'actif économique	Le bêta de l'entreprise à dette nulle (ou bêta désendetté) représente le risque systématique de l'activité. À titre indicatif, il peut varier dans les fourchettes suivantes : • de 0,1 à 0,5 pour un risque faible⁴⁴ ; • de 0,5 à 0,8 pour un risque faible à moyen⁴⁵ ; • de 0,8 à 1,10 pour un risque moyen à important⁴⁶ ; • de 1,0 à 1,50 pour un risque important⁴⁷, avec un maximum exceptionnel à 1,8⁴⁸.
Prime de risque du marché ⁴⁹ :	Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché dans son ensemble et le taux sans risque.

40 PIB réel et taux d'inflation sur, par exemple :

<https://www.imf.org/en/publications/weo> ou https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-statistiques/publications?sub_format%5B105%5D=105&periodicity=All&start-date=&end-date=

41 le PIB en valeur, ou PIB nominal, calcule la richesse globale, à prix courants ; le PIB en volume, ou PIB réel, mesure la croissance économique, sans tenir compte de l'évolution des prix (donc hors inflation).

42 Ou WACC pour *Weighted Average Cost of Capital*.

Remarque sur la prime spécifique éventuelle intégrée dans le taux de capitalisation/ actualisation :

Dans certains cas, une prime spécifique liée à des facteurs propres à chaque entité, identifiés dans le diagnostic, tels que la taille, la présence d'un « homme-clé » ou encore un risque pays, peut être ajoutée au coût du capital.

Outre la nécessité de justifier son principe et son quantum, elle ne doit pas faire double emploi avec des éléments déjà pris en compte au niveau du résultat (flux), du taux ou via des décotes⁵⁰ appliquées à la valeur des titres qui conduiraient *in fine* à une diminution excessive et injustifiée de la valeur.

En tout état de cause, le recours à une prime spécifique ne saurait être mécanique ni résulter d'un usage de place. Celle-ci doit être appréciée à la lumière des éléments du diagnostic et demeurer cohérente avec les spécificités du cas d'espèce.

Plus particulièrement, une prime liée à la taille est de plus en plus fréquemment intégrée au taux par les évaluateurs, notamment dans le cadre de l'évaluation de titres non cotés des plus petites sociétés, afin de traduire l'idée selon laquelle celles-ci présenteraient un risque plus élevé, impliquant une exigence de rendement supérieure.

Bien la prime de taille puisse être source de débats, elle vise à couvrir plusieurs facteurs de risques liés notamment la moindre liquidité des titres, une moindre diversification (clients, géographique), un moindre accès aux ressources, un risque de défaut plus important, une dépendance aux dirigeants. Une vigilance particulière est requise afin d'éviter notamment tout double emploi entre la prime de taille et une éventuelle décote d'illiquidité.

L'approche reconstituée, le CMPC :

Le coût du capital peut être reconstitué comme la moyenne pondérée des coûts des sources de financement disponibles pour l'entreprise (coût des capitaux propres et coût de la dette), selon la formule du Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC ou *WACC* pour *Weighted Average Cost of Capital*).

$$CMPC = k_{CP} \times \frac{CP}{CP+D} + k_D \times (1-IS) \times \frac{D}{CP+D}$$

avec k_{CP} : Coût des capitaux propres
 CP : Valeur de marché des capitaux propres
 D : Valeur de marché de l'endettement financier net
 k_D : Coût de l'endettement financier net
 IS : Taux d'impôt sur les sociétés

Cette pondération s'effectue en principe en valeur de marché. Or, la détermination de la valeur des capitaux propres constitue précisément l'objet de l'évaluation. Toutefois, s'agissant de la valeur des dettes financières, il est possible, par simplification, de se référer aux données comptables.

Le coût des capitaux propres (ou coût des fonds propres) est le plus souvent estimé à partir de la formule du MEDAF, laquelle permet d'évaluer le risque des actions en intégrant la structure financière de l'entreprise.

43 Taux de rendement des emprunts d'État à long terme, moyenne mensuelle (TME), sources Banque de France, Agence France Trésor ou INSEE https://www.insee.fr/fr/statistiques/2130712#tableau-figure1_radio1.

Dès lors que la formule de Gordon-Shapiro intègre une hypothèse de croissance supérieure à 0, il n'y a pas lieu de déflater ce taux.

44 À la date du guide, par exemple, secteurs de la banque, l'immobilier, services financiers...

45 À la date du guide, par exemple, des biens de consommation, secteurs de l'alimentation, des produits de base, assurance...

46 À la date du guide, par exemple, secteurs de la construction, de l'automobile et aérien, des biotechnologies et de la chimie, du luxe ou des autres services...

47 À la date du guide, par exemple, secteurs des équipements électriques, des logiciels, des semi-conducteurs, des services de l'information...

48 Nouvelles technologies.

49 La prime de risque du marché peut être historique ou prospective.

50 voir Partie IV – Les primes et décotes

$$\text{Coût des capitaux propres} : k_{cp} = R_f + \beta_{CP} \times \text{Prime de risque du marché}$$

avec β_{CP} qui correspond au bêta des capitaux propres mesurant le risque systématique de l'action.

Remarque : À l'instar de l'approche précédente, une prime spécifique peut être ajoutée au coût des capitaux propres, avec les mêmes points de vigilance et réserves.

Le bêta des capitaux propres se distingue du bêta de l'actif économique (présenté dans l'approche directe ci-dessus), dès lors que l'actionnaire supporte un risque supplémentaire lorsque la société finance une partie de son activité par la dette. Ainsi, plus une entreprise s'endette, plus le risque de ses actions augmente. À l'inverse, une entreprise en situation de trésorerie nette se caractérise par un risque des actions plus faible.

Le coefficient Bêta mesure la volatilité du prix d'un actif par rapport aux variations du marché pris dans sa globalité⁵¹, sachant que par définition le Bêta du marché est de 1.

Le Bêta des capitaux propres d'une société traduit principalement :

- le risque lié à son secteur d'activité par rapport au marché et à la conjoncture économique (c'est le Bêta de l'actif économique ou Bêta désendetté) d'une part ;
- le risque financier, lié à son niveau d'endettement financier net (plus une entreprise est endettée, plus le Bêta de ses capitaux propres est élevé) d'autre part.

La relation entre le Bêta des capitaux propres (ou Bêta endetté) et le Bêta désendetté est couramment présentée par l'équation suivante⁵² :

$$\text{Bêta endetté} = \text{Bêta désendetté} \times (1 + \text{taux d'endettement de la société après impôts})$$

ou

$$\text{Bêta endetté} = \text{Bêta désendetté} \times \left[1 + \frac{D}{CP} \times (1 - IS) \right]$$

avec D : l'endettement financier net
CP : la Valeur des Capitaux Propres
IS : le taux d'imposition

Le taux d'endettement est déterminé comme le rapport de l'endettement financier net sur la Valeur des Capitaux Propres, en principe pris en valeur de marché. Il peut aussi être déterminé par comparaison ou à partir de données sectorielles, afin de définir un taux d'endettement cible.

Remarque : L'approche par le CMPC requiert ainsi comme paramètre la valeur de marché des capitaux propres à la fois pour la pondération des sources de financement et pour le réendettement du bêta. Or, cette valeur constitue précisément l'objectif de l'évaluation.

En pratique, ce constat rend le calcul du CMPC plus complexe que la détermination du coût du capital par le bêta de l'actif économique.

II.A.2 – La capitalisation d'un résultat d'exploitation normatif

Cette méthode consiste à déterminer la **Valeur des Capitaux Propres** d'une société de manière **indirecte** en capitalisant à l'infini le **résultat d'exploitation normatif** après IS théorique affecté d'une croissance à long terme **au coût du capital** puis en retranchant de la Valeur de l'Actif Économique ainsi déterminée (VE) l'endettement financier net et les éléments de passage éventuellement identifiés lors du diagnostic.

La **Valeur de l'Actif Économique (VE)** est déterminée selon la formule :

$$VE = \frac{\text{Résultat d'exploitation normatif} \times (1 + g)}{k - g}$$

avec k : le coût du capital
g : le taux de croissance à long terme

⁵¹ Si une société du CAC 40 a un bêta de 0,5 et que l'indice baisse de 1 %, le cours de l'action baissera de 0,5 %. À l'inverse, si l'indice augmente de 1 %, le cours de l'action augmentera de 0,5 %.

⁵² Ou équation de Hamada. Il ne s'agit en réalité qu'une des formules possibles faisant le lien entre le bêta endetté et désendetté. Celle-ci repose en particulier sur l'hypothèse que la dette financière est sans risque.

II.A.3 – La capitalisation d'un résultat net normatif

Cette méthode consiste à déterminer la **Valeur des Capitaux Propres** d'une société de manière **directe** en capitalisant à l'infini le **résultat net normatif** affecté d'une croissance à long terme au **coût des capitaux propres**.

La **Valeur des Capitaux Propres** est déterminée selon la formule :

$$\text{Valeur des capitaux propres} = \frac{\text{Résultat net normatif} \times (1+g)}{k_{cp} - g}$$

avec k_{cp} : le coût des capitaux propres
 g : le taux de croissance à long terme

En raisonnant sur des résultats constants (en euros constants, sans hypothèse d'inflation ni de croissance), c'est-à-dire avec $g = 0$, et corrélativement un taux de capitalisation déflaté, on retrouve la formule de la Valeur de Productivité présentée dans le Guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés publié en 2006 :

$$VP = \frac{R}{i}$$

avec R : résultat en euros constants à capitaliser
 i : taux de capitalisation déflaté

Exemple d'application : Capitalisation d'un résultat d'exploitation normatif

La société CÂBLES est une société informatique dont l'activité consiste à offrir des prestations de maintenance et de conseil informatique. La valeur est recherchée à la date du 31 décembre N. Pour les besoins de l'exemple, le taux d'impôt sur les sociétés est fixé à 25 %.

L'évaluateur a, dans un premier temps, réalisé un diagnostic stratégique et financier de l'entreprise lui permettant d'appréhender son activité, son modèle économique et l'environnement dans lequel elle évolue. Il constate qu'une partie non négligeable du chiffre d'affaires est réalisée dans un pays récemment devenu instable politiquement et financièrement. Il ne dispose ni de la répartition du résultat d'exploitation par zone géographique ni de projections financières à ce titre. En outre, il relève l'absence de risque de dépendance à un homme-clé et hormis le pays précité, la clientèle de la société apparaît diversifiée.

Présentation des données de la société CÂBLES :

COMPTE DE RESULTAT (en k€)	31/12/N-2	31/12/N-1	31/12/N
Chiffres d'affaires (CA)	46 500	48 250	50 000
Autres achats et charges externes	7 800	7 400	7 700
Impôts, taxes	800	650	750
Salaires et traitements	16 900	18 000	18 500
Charges sociales	5 900	6 300	6 475
Dotations aux amortissements	900	1 000	1 050
Résultat d'exploitation (REX)	14 200	14 900	15 525
Résultat financier (intérêts et charges assimilées)	-160	-185	-200
Résultat Courant Avant Impôt (RCAI)	14 040	14 715	15 325
Résultat exceptionnel	33	85	-20
IS (25%)	3 518	3 700	3 826
Résultat net	10 555	11 100	11 479

La société génère des bénéfices et son chiffre d'affaires augmente de manière relativement constante sur les exercices observés (+3,8 % entre N-2 et N-1 ; +3,6 % entre N-1 et N). En outre, le taux de marge (REX / CA) s'est légèrement amélioré sur la période de 30,5 % à 31 %. Aucun investissement n'est envisagé.

La valeur étant recherchée au 31/12/N, l'exercice de référence est l'exercice clos à cette date.

Détermination de la valeur par capitalisation du résultat d'exploitation normatif

→ Première étape : détermination de R, soit le résultat d'exploitation normatif.

Les résultats de la société sont assez stables, mais afin de tenir compte de l'évolution observée du résultat d'exploitation, le résultat d'exploitation normatif retenu correspond au résultat d'exploitation net retraité calculé sur la base d'une moyenne pondérée des trois derniers exercices, en cohérence avec son cycle d'exploitation. L'évaluateur constate au cas présent qu'il ne doit procéder à aucun retraitement à l'exception de l'impact de l'impôt sur les sociétés.

La pondération retenue est la suivante : 1 x N-2, 2 x N-1 et 3 x N. Cette pondération vise à privilégier l'exercice N afin de mieux tenir compte de la croissance du résultat d'exploitation sur cette période.

Détermination du résultat d'exploitation normatif :

Détermination du résultat normatif (en k€)	31/12/N-2	31/12/N-1	31/12/N
Résultat d'exploitation	14 200	14 900	15 525
IS théorique (25%)	-3 550	-3 725	-3 881
Résultat d'exploitation après IS	10 650	11 175	11 644
<i>Pondération</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
Résultat d'exploitation normatif			11 322

Le résultat d'exploitation net d'IS normatif s'établit à 11 322 k€.

→ Deuxième étape : détermination de k, le coût du capital.

Le taux sans risque retenu est le TME moyen annuel sur l'exercice de référence de 3 %.

Selon les dernières publications, le taux de rendement attendu du marché est de 8,40 %⁵³ et le taux sans risque de 3,08 %. Il en est déduit une prime de risque prospective du marché français de 5,32 %.

S'agissant du bêta, l'évaluateur se réfère à un site en libre accès et observe que le bêta désendetté du secteur Services Informatiques auquel est rattachée l'activité de la société CÂBLES est de 0,88.

Eu égard au risque pays, non pris en compte dans le résultat normatif déterminé ci-dessus, l'évaluateur majore le coût du capital d'un point⁵⁴.

Par ailleurs, il se réfère à une source spécialisée qui indique, à titre illustratif, une prime de taille moyenne de 3 %, incluant le risque de moindre liquidité. Au regard de son diagnostic mettant en

⁵³ Source Pierre Vernimmen « Finance d'Entreprise »

⁵⁴ Ce qui équivaut à considérer une baisse de 15 % du résultat normatif.

évidence l'absence de certains risques caractéristiques des sociétés de petite taille, il retient une prime inférieure à cette moyenne et applique une prime de 2,5 %.

Le coût du capital est déterminé selon l'approche de l'actif économique.

Détermination du coût du capital		
Taux sans risque	R_f	3,00 %
Prime de risque du marché	PRM	5,32 %
Bêta de l'actif économique	β_a	0,88
Prime spécifique (risque pays + prime de taille)	PS	3,50 %
Taux de capitalisation : coût du capital	$k = R_f + \beta_a \times \text{PRM} + \text{PS}$	11,18 %

Il ressort un taux de capitalisation de 11,18 %.

→ Troisième étape : détermination de la valeur d'entreprise par application de la formule $VE = R \times (1+g) / k-g$.

À la date du fait générateur, le taux de croissance à long terme de l'économie (en nominal) ressort à 2,5 %.

Capitalisation du résultat d'exploitation normatif en k€		
Résultat d'exploitation normatif	R	11 322
Coût du capital	k	11,18 %
Taux de croissance à long terme	g	2,50 %
Valeur de l'Actif Économique (VE)	$VE = R \times (1+g) / (k-g)$	133 699

→ Quatrième étape : Détermination de la Valeur des Capitaux Propres

Le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Capitaux Propres (ou valeur des fonds propres ou valeur des titres) s'effectue notamment par la prise en compte de l'endettement financier net de la trésorerie disponible et des éventuels éléments de passage.

Selon le bilan de la société au 31/12/N, les dettes financières s'élèvent à 9 M€ et les disponibilités à 2,25 M€. Par ailleurs, il ressort des annexes aux comptes de la société des engagements de retraite, IS déduit, de 1,08 M€.

Par ailleurs, l'évaluateur constate au bilan de la société un terrain nu, non affecté à l'activité et non productif de revenus à prendre en compte dans les éléments de passage. Aucune cession n'est envisagée. La valeur actualisée de ce terrain ressort à 2,2 M€.

Détermination de la valeur des Capitaux propres en k€		
Valeur de l'Actif Économique	VE	133 699
Emprunts et dettes financières		9 000
Disponibilités		-2 250
Endettement financier net	EFN	6 750
Engagements hors bilan		1 080
Terrain		-2 200
Autres éléments de passage	Élém. de passage	-1 120
Valeur des Capitaux propres par la méthode	= VE - EFN - Élém. de passage	128 069

La valeur des capitaux propres de la société CÂBLES, déterminée par capitalisation du résultat normatif, est estimée à 128 069 k€.

Cette valeur équivaut à appliquer une décote d'environ 30 % sur la valeur qui serait obtenue sans intégrer la prime de taille dans le coût du capital (taux de capitalisation de 8,68 % et valeur des titres avant décote de 182 154 k€).

II.B – La méthode des Flux de Trésorerie disponibles Actualisés (dite DCF⁵⁵)

A titre liminaire, il convient de rappeler que l'administration ne dispose généralement pas, à la date du fait générateur, des informations nécessaires pour établir de manière fiable les prévisions de croissance et d'investissement de la société à évaluer, l'évolution de ses marges ou apprécier les perspectives de développement de nouveaux produits. Or, ces éléments constituent des paramètres essentiels à l'élaboration d'un plan d'affaires cohérent et pertinent.

Dans ce contexte, la mise en œuvre de la méthode DCF directement par l'administration peut s'avérer délicate et cette dernière privilégie, en général, les méthodes qu'elle peut directement appliquer.

Lorsque cette méthode est présentée par le contribuable, l'administration l'examinera au même titre que les autres méthodes.

L'évaluateur doit être en mesure d'apprécier la cohérence entre les flux futurs estimés à la date du fait générateur et le taux d'actualisation retenu. Les hypothèses (stratégiques) sur lesquelles reposent le plan d'affaires et le taux d'actualisation devront en conséquence être justifiées, réalistes, étayées dès lors qu'elles présentent une difficulté éprouvée liée à la fiabilité et la sincérité de ces prévisions établies nécessairement à la date de l'opération, et non a posteriori.

La méthode DCF consiste en l'actualisation des flux de trésorerie ou *cash-flows* disponibles futurs générés par l'entreprise.

La Valeur de l'Actif Économique correspond à la somme des flux de trésorerie disponibles prévisionnels actualisés au coût du capital et de la valeur terminale actualisée.

La méthode DCF détermine la Valeur d'Entreprise (VE) selon la formule :

$$VE = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+k)^i} + VT_0$$

avec FCFF_i : le flux de trésorerie de l'année i
k : le taux d'actualisation
n : l'horizon explicite du plan d'affaires
VT₀ : la valeur terminale actualisée

La Valeur des Capitaux Propres est obtenue en retraitant la VE de l'endettement financier net et des éléments de passage.

Il convient de retenir la valeur de l'endettement net à la date de l'opération (et non l'endettement net au cours du plan d'affaires ou en fin d'horizon explicite).

Les flux de trésorerie pris en compte sont ceux générés par l'exploitation de l'entreprise. La méthode DCF ne permet pas d'appréhender la valeur des actifs hors exploitation qui devront donc être évalués séparément et être intégrés aux éléments de passage.

La méthode présente deux composantes principales : les flux et le taux d'actualisation.

Il convient de veiller à la cohérence entre les flux retenus et le taux d'actualisation appliqué et de s'assurer qu'un même risque ne soit pas pris en compte deux fois, dans les flux prévisionnels et dans le taux d'actualisation.

Première composante : l'estimation des Flux

Dans la méthode DCF, la Valeur de l'Actif Économique (ou VE) est déterminée à partir des flux de trésorerie futurs revenant à l'ensemble des apporteurs de capitaux (*Free Cash Flows to the Firm* ou FCFF). Ces flux présentés dans un plan d'affaires sont supposés intégrer les risques spécifiques de l'activité et sont généralement calculés selon la formule suivante :

⁵⁵ Discounted Cash Flows.

Flux nets de trésorerie pour l'entreprise (FCFF)

$$\begin{aligned} &= \\ &\text{Résultat d'exploitation} \times (1 - \text{taux d'impôt}) \\ &+ \text{Dotations (nettes des reprises) aux amortissements et provisions} \\ &- \text{Investissements nets des désinvestissements} \\ &- \text{Variation du BFR}^{56} \end{aligned}$$

Le plan d'affaires doit ainsi présenter de manière claire et rigoureuse l'ensemble de ces éléments, en cohérence avec le diagnostic stratégique réalisé préalablement.

La qualité et la pertinence du plan d'affaires proposé seront notamment appréciées au regard de :

- la cohérence des prévisions et hypothèses avec les données historiques, que ce soit au niveau de l'évolution de l'activité (chiffre d'affaires) ou de la rentabilité (taux de marges) ;
- la cohérence des prévisions avec les perspectives connues à la date du fait générateur ;
- la relation entre l'évolution de l'activité et celle des investissements et du BFR et de leur cohérence ;
- du rythme des amortissements, en cohérence avec les prévisions d'investissements ;
- la cohérence de certains ratios de charges et leur évolution (par exemple : charges de personnel).

L'analyse critique du plan d'affaires et des hypothèses sur lesquelles il repose constitue une étape essentielle de la démarche d'un évaluateur.

La durée de vie de l'entreprise n'étant pas limitée « économiquement », on distingue généralement deux périodes de prévision pour ces flux :

– **une période de prévision explicite**, très détaillée, des perspectives de développement de l'activité (le plan d'affaires), dont la durée est fréquemment de trois à cinq ans, sans qu'il n'y ait de standard en la matière (la durée de prévision est fonction de la stratégie, du cycle économique de l'entreprise, de ses contrats, etc.) ;

– **une période de prévision postérieure par extrapolation au plan d'affaires**, généralement fondée sur des hypothèses simplifiées : la **Valeur Terminale (VT)**. Celle-ci repose généralement sur l'hypothèse selon laquelle la société atteindra un stade de maturité caractérisé par des niveaux de croissance et de marge normatifs.

Une troisième période intercalaire peut être introduite par exemple pour les entreprises en forte croissance, ou à l'inverse en retournement, afin de faire tendre les prévisions vers des niveaux normatifs.

Pour estimer la valeur terminale (VT), l'approche la plus courante est la capitalisation d'un flux à l'infini avec une croissance constante (formule de Gordon-Shapiro). Cette approche suppose que la société, à un certain horizon, atteindra une phase de maturité. Son activité (ses flux nets) suivra alors une croissance constante à l'infini. Ce taux de croissance intègre l'inflation et repose sur les perspectives de croissance à long terme de l'économie ou du secteur d'activité de la société concernée. Le diagnostic préalable pourra éclairer ce choix.

En pratique, le taux de croissance correspond le plus souvent au taux d'inflation ou au taux de croissance à long terme du PIB nominal⁵⁷.

Il convient à cet égard de veiller à la cohérence des paramètres retenus : l'utilisation d'un taux d'actualisation/capitalisation construit sur la base de données incluant l'inflation (non déflaté) suppose corrélativement l'utilisation d'une croissance fondée sur un PIB « nominal ».

La valeur terminale est déterminée à la fin de l'horizon explicite selon la formule :

$$VT_n = \frac{\text{Flux normatif} \times (1+g)}{k-g}$$

Avec n : la dernière année de l'horizon explicite

g : le taux de croissance à l'infini

k : coût du capital (voir ci-après)

⁵⁶ Le BFR peut être normatif dans certaines situations.

⁵⁷ le PIB en valeur, ou PIB nominal, calcule la richesse globale, à prix courants ; le PIB en volume, ou PIB réel, mesure la croissance économique, sans tenir compte de l'évolution des prix (donc hors inflation).

Le flux normatif n'est pas nécessairement identique au dernier flux du plan d'affaires mais doit représenter le flux moyen que l'entreprise est susceptible de générer à l'issue de la période explicite.

La valeur terminale est ensuite actualisée pour obtenir sa valeur à la date de l'opération :

$$VT_0 = \frac{VT_n}{(1+k)^n}$$

Par exemple, pour un horizon explicite de 5 ans, la valeur terminale est actualisée sur 5 ans.

À titre indicatif, il est précisé que d'autres approches existent pour estimer la valeur terminale, par exemple :

- Rentabilité décroissante : l'estimation par la prise en compte d'une rentabilité décroissante postérieurement à la prévision (aussi appelée méthode du « *cash-flow fade* »). Très similaire à la précédente, cette deuxième approche suppose toutefois que, à l'horizon du plan d'affaires, la société évaluée dégage un niveau de rentabilité élevé, probablement non soutenable à l'infini dans le cadre d'une activité concurrentielle. On construit alors une période d'extrapolation pendant laquelle la rentabilité va décroître jusqu'à un niveau considéré comme soutenable, avant de calculer la valeur terminale, comme dans la première approche ;
- Valeur liquidative ou valeur résiduelle : pour certaines activités, on suppose parfois qu'à l'horizon du plan d'affaires, l'activité est liquidée ou alors qu'elle s'arrête et que les actifs sont cédés pour une valeur résiduelle. À titre d'exemple, on peut citer les projets d'infrastructures ou de concessions de services publics dont les durées d'exploitation sont limitées.

Deuxième composante : le taux d'actualisation

Les flux de l'activité (de l'actif économique) doivent être actualisés au coût du capital de cette activité.

Pour mémoire⁵⁸, le coût du capital peut être déterminé soit à partir du bêta de l'actif économique, soit reconstitué via la formule du coût moyen pondéré du capital (CMPC).

Quelles que soient les modalités de calcul retenues, il est indispensable de veiller à la cohérence des paramètres entre eux ainsi qu'avec les méthodes choisies.

L'approche par l'actif économique :

$$\text{Coût du capital (k)} = R_f + \beta_a \times \text{Prime de risque du marché}$$

L'approche reconstituée via le CMPC :

$$CMPC = k_{CP} \times \frac{CP}{CP+D} + k_D \times (1-IS) \times \frac{D}{CP+D}$$

En pratique, l'approche par reconstitution du coût du capital s'avère plus complexe à mettre en œuvre. En effet, la formule du CMPC repose sur la valeur de marché des capitaux propres, alors même que cette dernière correspond précisément à la valeur que l'évaluation cherche à déterminer.

Remarque sur le facteur d'actualisation

De manière générale, en l'absence de saisonnalité marquée de l'activité (autrement dit, les revenus sont répartis tout au long de l'exercice), il est considéré que le flux de l'exercice est en moyenne perçu à mi-année⁵⁹, ce qui correspond à un facteur de mise en puissance de 0,5 pour la première année, de 1,5 pour l'année suivante, etc.

⁵⁸ Cf. Partie II.A.1.

⁵⁹ Par exemple, au 30 juin pour un exercice qui coïncide avec l'année civile.

En outre, la date de l'évaluation a une influence sur ce facteur. En effet, lorsque l'évaluation est réalisée à une date postérieure à la date de perception moyenne du premier flux, il convient de ne pas actualiser ce dernier. Le flux suivant sera alors actualisé avec un coefficient de 1.

La méthode DCF appliquée aux flux de trésorerie disponibles pour l'actionnaire

Outre l'actualisation des flux de trésorerie pour l'entreprise, la méthode DCF peut être mise en œuvre en actualisant les flux de trésorerie disponibles pour l'actionnaire (*free cash-flow to equity* ou FCFE) qui tiennent compte du service de la dette (annuité : principal et intérêts) et des nouveaux emprunts. Par cohérence, le taux d'actualisation à appliquer correspond au coût des capitaux propres. L'actualisation des flux permet d'aboutir directement à la Valeur des Capitaux Propres.

Exemple d'application : Méthode des flux futurs disponibles actualisés

La société DAF est une entreprise de taille intermédiaire (ETI) de l'industrie légère. Elle fabrique des bornes digitales de prise de commande qui équipent les établissements des chaînes de restauration rapide. Sa croissance annuelle est de 10 %. L'arrivée à maturité de ce marché conduit à prévoir sur les 5 prochaines années des croissances annuelles déclinant progressivement pour atteindre 3 % en N+6, niveau qui devrait rester pérenne les années suivantes. En conséquence, un léger effritement des marges est anticipé, ainsi qu'une convergence logique des dotations aux amortissements et des investissements vers 5 M€ par an. Le BFR est structurellement négatif et représente environ 13,5 % du CA. L'endettement net au 31/12/N-1 ressort à - 2,0 M€.

Le coût du capital de la société DAF est estimé à 9 %.

La société clôture ses comptes au 31/12. L'évaluation est réalisée au 01/07/N.

Tableaux DCF

Flux de trésorerie en k€	N-1	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Chiffre d'affaires	57 000	62 700	68 970	74 143	77 850	81 742	84 195
<i>Taux de croissance</i>	10 %	10 %	10 %	8 %	5 %	5 %	3 %
Résultat d'exploitation (1)	10 000	10 890	11 859	12 621	13 120	13 638	13 907
<i>marge de résultat d'exploitation</i>	17,5%	17,4%	17,2%	17,0%	16,9%	16,7%	16,5%
Impôt théorique sur les sociétés à 25,83% (2)	2 583	2 813	3 063	3 260	3 389	3 523	3 592
Dotations aux amortissements (3)	4 000	4 350	4 700	4 800	4 900	5 000	5 100
<i>marge d'EBE</i>	24,6%	24,3%	24,0%	23,5%	23,1%	22,8%	22,6%
Investissements (4)	6 000	5 800	5 300	5 000	5 000	5 100	5 200
<i>Investissements en % du CA</i>	10,5%	9,3%	7,7%	6,7%	6,4%	6,2%	6,2%
Variation du BFR (5)	(700)	(770)	(846)	(698)	(500)	(525)	(331)
Flux de trésorerie disponible = (1) - (2) + (3) - (4) - (5)	6 117	7 397	9 042	9 859	10 131	10 541	10 546
<i>Période d'actualisation</i>		0	1	2	3	4	5
<i>Coefficient d'actualisation</i>		-	$1/(1+9\%)^1$	$1/(1+9\%)^2$	$1/(1+9\%)^3$	$1/(1+9\%)^4$	$1/(1+9\%)^5$
		1,00	0,92	0,84	0,77	0,71	0,65
Valeur actuelle des flux de Trésorerie disponible		7 397	8 296	8 298	7 823	7 467	6 854

Les données de l'année N-1 correspondent à des réalisations et celles des années N à N+5, en italiques, à des prévisions.

Coût du capital	9,0%
Taux de croissance à l'infini	3,0%
Flux post N+5	10 862
Calcul de la valeur	
Valeur terminale en N+5 des flux post N+5	181 032
Valeur actuelle en N de la valeur terminale	117 659
+ Valeur actuelle des flux cumulés N à N+5	46 135
= Valeur de l'actif économique en N	163 794
- Endettement net au 31 décembre N-1	(2 000)
= Valeur des capitaux propres par la méthode DCF	165 794

Explications

Réalisant une évaluation au 01/07/N et considérant que les flux se répartissent de manière égale sur l'année (soit en moyenne au 30 juin), le flux de trésorerie disponible de l'année N ne s'actualise pas. Le flux de N+1 est actualisé avec un coefficient de mise en puissance de 1, le flux N+2 avec une puissance de 2, et ainsi de suite.

Pour chaque année du plan d'affaires, la formule d'actualisation du flux de trésorerie disponible est calculée comme suit : $1/(1+t)^1, 1/1(1+t)^2 \dots 1/1(1+t)^5$.

La somme des valeurs actuelles des flux de trésorerie disponibles des années N à N+5 est de 46 135 K€.

Au-delà de l'horizon des prévisions obtenues, il est retenu un taux de croissance de 3 %, somme d'une inflation à 2 % et d'une croissance en volume de 1 % l'an, d'où un flux de trésorerie disponible post N+5 de 10 862 K€, soit $10\,546\text{ k€} \times (1 + 3\%)$.

La valeur terminale : compte tenu de l'hypothèse d'une croissance à l'infini au-delà de N+5 de 3 % l'an, la valeur en N+5 des flux de trésorerie disponible au-delà de N+5 correspond au flux de N+5 (10 546 k€) majoré d'un taux de croissance (3 %) soit 10 862 k€, divisé par l'écart entre le coût du capital de 9 % et le taux de croissance retenu, soit 3 % ; d'où $10\,862\text{ k€} / (9\% - 3\%) = 181\,032\text{ K€}$.

Pour ramener cette valeur terminale en N+5 à une valeur actuelle en N, il convient de la diviser par $(1 + 9\%)$ élevé à la puissance 5, ce qui donne une valeur actuelle en N de 117 659 K€. En l'ajoutant à la valeur actuelle des flux de trésorerie disponible N à N+5 de 46 135 K€, on obtient la Valeur de l'Actif Économique en N qui est de 163 794 K€.

La Valeur des Capitaux Propres est donc obtenue en déduisant de la Valeur de l'Actif Économique l'endettement bancaire et financier net des placements et disponibilités⁶⁰ au 31/12/N-1, c'est-à-dire à la dernière date connue avant le premier flux pris en compte dans le calcul de la valeur économique (N). Ici, le montant est négatif de 2 M€, les dettes étant inférieures de 2 M€ aux actifs de trésorerie. D'où une Valeur des Capitaux Propres de $163\,794 - (-2\,000) = 165\,794\text{ K€}$.

II.C – La méthode des Multiples

La méthode des multiples fondée sur l'analyse de sociétés comparables, se distingue de la méthode par comparaison qui doit être mise en œuvre en priorité, cette dernière consistant à reprendre le prix d'une transaction antérieure en présence d'un comparable intrinsèquement similaire.

Deux familles de multiples sont à distinguer : les multiples permettant d'abord d'établir la Valeur de l'Actif Économique (Valeur d'Entreprise) préalablement à celle des capitaux propres et les multiples permettant d'établir directement la valeur des capitaux propres.

Cette méthode consiste à appliquer un coefficient (un multiple) à un agrégat financier pour déterminer, de manière directe ou indirecte, la valeur des titres de l'entreprise.

⁶⁰ Il est supposé, dans cet exemple, l'absence d'intérêts minoritaires, de sociétés mises en équivalence ou d'autres éléments contingents.

Un agrégat avant charges financières permet de déterminer la Valeur de l'Actif Économique alors qu'un agrégat intégrant ces charges permet de déterminer directement la Valeur des Capitaux Propres.

La méthode des multiples demeure toutefois dépendante de la qualité des comparables retenus. Il peut, en effet, s'avérer difficile de réunir des comparables réellement homogènes. Ces limites, si elles ne sont pas pleinement intégrées ou corrigées, sont susceptibles d'entraîner des écarts d'appréciation de la valeur.

II.C.1 – Principaux agrégats utilisés

Méthode indirecte : les multiples permettant de déterminer la valeur de l'Actif économique
• L'EBIT (<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>) : agrégat non normé proche du résultat d'exploitation mais qui intègre, à la différence de ce dernier, le résultat exceptionnel qui s'avère courant et la participation des salariés.
• L'EBE (Excédent Brut d'Exploitation) : agrégat comptable, normé dans les comptes sociaux français.
• L'EBITDA (<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>) : agrégat non normé mais usuellement déterminé comme correspondant à l'EBIT, majoré des dotations et minoré des reprises d'amortissements⁶¹.
Remarque : L'EBE et l'EBITDA sont deux agrégats différents. Il ne peut pas être utilisé un multiple d'EBITDA pour calculer la VE à partir de l'EBE comptable.
• Le chiffre d'affaires : le multiple de chiffre d'affaires peut présenter une certaine pertinence lorsque la valorisation d'une société est davantage liée à sa part de marché ou à ses perspectives de croissance (notamment dans le cas des « start-up ») qu'à sa rentabilité effective au moment de l'évaluation laquelle peut ne pas être significative pour diverses raisons.
Méthode directe : les multiples permettant de déterminer la valeur des capitaux propres
• notamment, le multiple de résultat net (appelé <i>Price Earning Ratio</i> ou PER) : celui-ci n'est applicable qu'aux sociétés bénéficiaires et nécessite, pour être utilisé, que l'échantillon de sociétés comparables soit homogène en termes de politique de financement.

Pour mémoire, ces agrégats doivent, le cas échéant, être retraités.

D'autres multiples spécifiques à un secteur d'activité peuvent, selon les cas, être utilisés : multiples spécifiques au secteur bancaire, EBITDAR⁶² ou multiples du nombre de chambres dans le secteur hôtelier, ou du nombre de lits dans le secteur médical...

Dans la pratique, et hors cas particuliers, les multiples d'EBIT et d'EBITDA sont privilégiés.

Il est possible de déterminer des multiples sur la base de données historiques (en général le dernier exercice), mais aussi sur la base de données prévisionnelles (par exemple N+1).

Par conséquent, une attention particulière doit être portée à l'homogénéité entre, d'une part, les modalités de détermination du multiple à partir des sociétés comparables à la société à évaluer, et d'autre part, ses conditions d'application pour évaluer la société.

Par exemple, un multiple fondé sur l'EBITDA projeté en année N+1 des sociétés comparables ne pourra pas s'appliquer à l'EBITDA historique de la société à évaluer, et inversement.

⁶¹ Et, le cas échéant, de la dépréciation des *goodwills*, en comptes consolidés.

⁶² L'EBITDAR (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation, Amortization and Rents*) est égal à l'EBITDA retraité des loyers. Cet agrégat permet de comparer les sociétés (dans l'hôtellerie, le transport aérien...) louant leurs actifs ou les prenant en crédit bail avec celles les gardant en pleine propriété.

II.C.2 – Mise en œuvre de la méthode

Le choix du multiple peut résulter de plusieurs types de comparaison :

- des transactions « internes » antérieures ;
- des transactions « externes » ;
- des sociétés cotées comparables ;
- des multiples sectoriels.

a. Comparaison avec des transactions « internes » antérieures (comparables non intrinsèquement similaires)

L'évaluateur veillera, dans un premier temps, à recenser les transactions antérieures portant sur les titres de la société à évaluer.

En présence d'une ou plusieurs transactions qui ne constitueraient pas des comparables intrinsèquement similaires, notamment en raison de leur ancienneté, de l'évolution significative (à la hausse comme à la baisse) de l'activité de la société, de sa rentabilité, de ses perspectives de croissance, de sa structure financière..., il est possible de déterminer, sur la base des données historiques, le multiple implicite induit par la transaction observée puis de l'appliquer aux agrégats financiers actuels.

Toutefois, cette approche peut conduire à retenir un multiple historique qui ne reflète pas nécessairement l'évolution des marchés ni celle des niveaux de valorisation observés.

En pratique, l'évaluateur met en œuvre les étapes suivantes :

- détermination de la Valeur des Capitaux Propres résultant, à l'époque, de la transaction interne historique ;
- détermination de la valeur d'entreprise historique de la société, correspondant à la Valeur des Capitaux Propres majorée de son endettement financier net ou sous déduction de sa trésorerie financière nette ;
- détermination du multiple observé historiquement, en rapprochant la valeur d'entreprise de l'agrégat historique (EBIT, EBITDA, EBE...) ;
- application du multiple ainsi déterminé à l'agrégat actuel⁶³, pour déterminer la valeur d'entreprise à la date du fait générateur, puis calcul de la Valeur des Capitaux Propres par déduction de l'endettement financier net (ou addition de la trésorerie nette).

Par ailleurs, les évaluateurs sont amenés à rechercher la valeur via d'autres comparaisons :

- transactions sur des titres de sociétés non cotées comparables dites « transactions externes » ;
- sociétés cotées comparables ;
- des multiples sectoriels.

En l'absence de comparables « externes » ou de données sectorielles, notamment pour des sociétés opérant sur un marché de niche ou pour des sociétés en phase de lancement (start-up), cette approche peut trouver à s'appliquer.

b. Comparaison avec des transactions externes

Les transactions externes correspondent à des transactions observées sur des sociétés non cotées pouvant être considérées comme comparables à celle à évaluer.

La mise en œuvre peut cependant s'avérer délicate pour l'évaluateur en l'absence de base de données à sa disposition sur les transactions réalisées. En outre, les données concernant une cession d'entreprise sont rarement publiées.

Cette méthode nécessite ensuite de définir des critères de comparaison pour apprécier le caractère comparable de ces transactions.

Ces critères peuvent notamment inclure :

- l'activité ou le secteur d'activité des sociétés transmises, qui doit être comparable à celle de la société évaluée ;
- la géographie (pays, région) ;

⁶³ Reprendre le même agrégat (avec les mêmes retraitements) que celui utilisé pour déterminer le multiple historique.

- la taille : l'évaluateur privilégiera des transactions portant sur des sociétés de taille comparable à celle à évaluer voire, selon les informations disponibles, des sociétés de taille supérieure. Toutefois, des transactions concernant des sociétés dont la taille serait sans commune mesure avec celle de la société évaluée seront traitées avec prudence ;
- la date : les transactions récentes sont à privilégier (réalisées depuis deux ans au plus) ;
- les niveaux de marges et rentabilités ainsi que les profils de croissance.

Une fois les transactions portant sur des sociétés comparables recensées, l'évaluateur pourra analyser les multiples induits par ces transactions (ceux-ci étant généralement exprimés en multiples de chiffre d'affaires, d'EBITDA ou d'EBIT) et déterminer, en fonction de la disparité observée, un multiple médian, un multiple moyen, ou un multiple moyen hors extrêmes.

c. Comparaison avec des sociétés cotées

L'approche analogique par les comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société à partir de multiples observés sur des sociétés comparables cotées en bourse.

Cette approche est souvent retenue par les évaluateurs, en raison principalement de la disponibilité de l'information nécessaire à sa mise en œuvre.

Afin que la valorisation soit pertinente, un échantillon de sociétés cotées présentant des caractéristiques similaires doit être constitué.

Les critères de sélection sont proches de ceux exposés précédemment pour les transactions externes comparables :

- la définition du secteur d'activité de la société évaluée, critère de sélection déterminant compte tenu des particularités propres à chaque secteur (en termes de politique de financement, de perspectives de croissance, de niveaux de rentabilité...) ;
- le périmètre géographique, compte tenu des différences pouvant exister entre zones géographiques en termes de réglementation, de maturité de marché, d'environnement concurrentiel... ;
- l'appréciation de la taille des sociétés cotées au regard de celle de la société évaluée (la taille peut avoir une incidence sur la rentabilité de la société ou sur la diversification de ses activités). Dès lors que la société à évaluer est de taille réduite, l'évaluateur privilégiera les sociétés cotées de taille moins importante.

Puis, le cas échéant, afin d'affiner l'échantillon ou le choix du multiple, il peut être procédé à l'analyse des éléments suivants :

- le cours de bourse des sociétés cotées composant l'échantillon et s'assurer qu'il est effectivement représentatif de la valeur de marché (liquidité suffisante, flottant...). À ce titre, il peut être relevé l'existence d'événements particuliers (anticipation de croissance externe, mouvements spéculatifs...) ayant pu affecter les cours des sociétés comparables, rendant ces derniers moins représentatifs de la valeur et pouvant conduire à exclure ces sociétés de l'échantillon ;
- la profitabilité (marge d'EBIT ou d'EBITDA) des sociétés de l'échantillon et celui de la société à évaluer : une entreprise présentant des marges plus élevées aura tendance à dégager un multiple d'EBIT ou d'EBITDA plus élevé et inversement ;
- l'intensité capitalistique, notamment lorsqu'il est fait référence à un multiple d'EBITDA⁶⁴ ;
- le profil de croissance : le niveau des multiples tient compte du taux (et donc du potentiel) de croissance des sociétés. Ainsi, appliquer le multiple moyen observé sur des sociétés matures (croissance faible) pour évaluer une société connaissant une forte croissance, conduira nécessairement à une sous-évaluation. L'évaluateur pourra alors utilement en tenir compte pour ajuster le multiple qu'il retiendra.

Afin de déterminer les multiples représentatifs de l'échantillon qui seront appliqués aux agrégats de la société à évaluer, l'évaluateur pourra déterminer, selon la disparité observée des multiples, un multiple médian, un multiple moyen, ou un multiple moyen hors extrêmes. La notion de médiane exclut, par

⁶⁴ Le multiple d'EBITDA d'une société fortement capitalistique aura tendance à être plus faible que celui d'une société peu capitalistique.

construction, les données extrêmes, à la différence de la moyenne qui intègre l'ensemble des données de manière équipondérée.

Dès lors que des multiples d'EBITDA ou d'EBIT (voire de chiffre d'affaires) seront retenus, la valeur exprimée sera la Valeur d'Entreprise. La Valeur des Capitaux Propres de la société correspondra à la VE diminuée de l'endettement financier net (ou augmentée de la trésorerie nette).

Enfin, il est précisé que les multiples tirés de comparaisons boursières reflètent la situation d'un actionnaire minoritaire dès lors que le cours de bourse est attaché à la valeur d'une unique action.

Incidence de la norme IFRS 16

Les sociétés cotées publient leurs comptes en application de la norme IFRS 16, qui conduit au retraitement en dette de tous les contrats de location, quels qu'ils soient, ce qui a pour effet :

- de retraiter la dette des sociétés, en ajoutant une dette financière de location ;
- d'améliorer l'EBITDA, puisque les loyers sont annulés et remplacés par un amortissement du droit d'utilisation et une charge financière. De ce fait, l'EBITDA d'une société cotée, dont le multiple était historiquement privilégié par les évaluateurs, peut présenter un défaut de comparabilité par rapport à l'EBITDA d'une société non cotée à évaluer.

Certaines bases de données peuvent cependant permettre de résoudre cette difficulté puisque la plupart d'entre elles présentent des données qui déterminent des niveaux d'EBITDA avec ou sans incidence de la norme IFRS 16, de sorte que l'utilisation du multiple d'EBITDA reste d'actualité.

Cette évolution conduit néanmoins à recourir davantage à la notion de multiple d'EBIT dont l'agrégat reste comparable à celui d'une société non cotée, sans retraitements complémentaires.

d. Le recours à des multiples sectoriels

Cette approche s'applique davantage aux sociétés de taille réduite, pour lesquelles une comparaison avec des sociétés cotées n'aurait que peu de pertinence et en l'absence de transactions externes comparables.

À ce titre, plusieurs organismes publient régulièrement des baromètres ou observatoires de valorisation de petites et moyennes entreprises déclinés en fonction des secteurs d'activité et/ou de la taille des sociétés. Ceux-ci présentent le plus souvent des multiples d'EBIT ou d'EBITDA.

À toutes fins utiles, ces multiples sectoriels peuvent être utilisés à titre de recoupement afin d'apprécier la cohérence de l'évaluation.

Exemple d'application : Méthode des multiples

La société LAMETH est un acteur régional majeur dans le secteur du développement et des services informatiques auprès du secteur médical. Elle exerce son activité principalement en France et développe depuis quelques années une stratégie de croissance à l'étranger, dans les pays limitrophes. L'évaluateur recherche la valeur d'un paquet de titres minoritaire au 31/12/N par la méthode du multiple.

Présentation des informations financières essentielles :

Extrait des Etats financiers (en K€)	31/12/N-2	31/12/N-1	31/12/N
EBIT	16 000	19 000	22 000
<i>coef. De pondération</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
EBIT moyen pondéré			20 000

L'activité de la société, en croissance, se reflète dans son EBIT (+19 % en N-1 et +16 % en N). Afin de tenir compte du développement de l'entreprise, l'évaluateur retient l'EBIT moyen pondéré de 20 000 K€.

L'endettement financier net est de 11 000 K€.

À l'issue de son travail de recherches et de sélection, l'évaluateur a identifié 3 sociétés cotées comparables avec la société LAMETH : TOAD, MULE et TIPLA.

Comparables cotés (données en K€)	TOAD	MULE	TIPLA
Valeur d'entreprise (= Capitalisation boursière + Endettement net)	4 250 000	300 000	1 000 000
EBIT	320 000	25 000	70 000
Multiple d'EBIT	13,28	12	14,29
Moyenne des multiples	13,19		

Détermination de la valeur des capitaux propres LAMETH	en K€
EBIT moyen pondéré	20 000
Multiple retenu	13,19
Valeur d'Entreprise	263 800
Retraitement de l'endettement net	11 000
Valeur par la méthode des multiples	252 800

La valeur des capitaux propres de la société LAMETH par application de la méthode des multiples est de 252 800 k€.

L'évaluation ayant été réalisée à partir de comparables boursiers, l'application d'une décote d'illiquidité apparaît justifiée (voir Partie 4).

En retenant une décote de 20 %, la valeur des titres de la société ressort à 202 240 k€, correspondant à un multiple implicite de 10,66.

Détermination de la valeur des titres LAMETH	en K€
Valeur avant décote	252 800
Décote d'illiquidité	20 %
Valeur des titres selon méthode des multiples	202 240
VE implicite	213 240
Multiple décoté implicite	10,66

Remarque : Bien qu'une décote d'illiquidité puisse parfois être directement appliquée sur le multiple boursier (donc sur la VE), cette décote est généralement effectuée sur la valeur des titres.

Par ailleurs, lors de ses recherches, l'évaluateur a identifié une transaction portant sur la cession d'une quote-part minoritaire de titres d'une société non cotée exerçant également dans le secteur des services informatiques. Les données relatives à cette cession sont les suivantes :

Transaction de comparable	En K€
EBIT moyen pondéré	16 000
VE (= Prix de cession + Endettement net)	176 000
Multiple d'EBIT	11,00

Cette transaction, qui a elle seule ne peut constituer une référence suffisante pour la détermination de la valeur des titres de la société LAMETH, permet néanmoins de réaliser un recoupement avec le multiple implicite.

Enfin, l'évaluateur a contrôlé la cohérence du multiple calculé avec les bases de données sectorielles publiées dans les revues d'évaluation. Il apparaît que le multiple d'EBIT applicable aux sociétés du secteur « Logiciels et Services Informatiques » qui réalisent un EBIT de 20 millions d'euros est de 10,17 ce qui tend renforcer la cohérence du multiple de 10,66.

II.C.3 – Autres multiples

Le multiple de résultat net ou PER (*Price Earning Ratio*)

Ce ratio est déterminé en rapportant le cours moyen de bourse au bénéfice net par action. Il est recommandé de calculer un PER moyen du secteur d'activité considéré en faisant la moyenne des PER calculés pour chaque société de l'échantillon sur l'année considérée.

Le multiple ainsi calculé est appliqué au bénéfice net par action de la société afin d'obtenir directement la valeur de ses capitaux propres. Il s'agit donc d'une méthode d'évaluation directe.

Pour être pertinente, cette méthode suppose que les sociétés composant l'échantillon présentent une structure financière comparable à celle de la société à évaluer.

La marge brute d'autofinancement (MBA)

En pratique, la méthode du multiple de MBA est de moins en moins utilisée.

Cette méthode était essentiellement mise en œuvre dans le cadre de l'évaluation de sociétés industrielles, assez importantes ou ne dégageant pas de bénéfices⁶⁵.

La marge brute d'autofinancement (MBA), agrégat non normé, ne doit pas être confondue avec la Capacité d'Autofinancement (CAF).

II.D – La Valeur de Rendement (VR)

Cette méthode qui se fonde sur le bénéfice distribué ne se conçoit qu'à l'égard d'entreprises sociétaires qui pratiquent une politique régulière de distribution dans le but d'apprécier plus particulièrement la valeur des titres minoritaires.

L'absence de politique de distribution rend la méthode inapplicable.

Cette méthode est également inadaptée pour évaluer des titres emportant le pouvoir de décision, dès lors que la politique de distribution de dividendes est décidée par les actionnaires majoritaires.

La valeur de rendement du titre est calculée en capitalisant le dividende normatif par un taux à déterminer :

$$VR = \frac{D}{r}$$

avec : D : le dividende normatif
r : le taux de rendement

La mise en œuvre de cette méthode demande que soit appréciée sur plusieurs exercices la politique de distribution de la société et que soit calculé pour chaque année le pourcentage du bénéfice affecté à la distribution.

Notion de bénéfices distribués

Le dividende moyen retenu doit pouvoir être considéré comme reproductible. Dès lors, doit être expurgé un dividende correspondant à une distribution exceptionnelle de réserves.

Il est possible de retenir un montant moyen sur trois ans, calculé sur la base d'une moyenne simple ou pondérée selon les cas.

Détermination du taux

Le taux est déterminé à partir du taux moyen de rendement des actions cotées, lequel intègre déjà les risques d'entreprise.

Le taux de rendement d'une action est le rapport, exprimé en pourcentage, entre le dividende par action et son cours moyen. Ce taux doit être mis en relation avec le pourcentage de distribution, c'est-à-dire la fraction du bénéfice distribué (ou *pay-out*).

Il peut être fait référence au taux de rendement des sociétés du CAC 40, hors rachats nets d'actions. Il est aussi possible de recourir à des comparaisons boursières (à politique de distribution équivalente et à

⁶⁵ L'absence de bénéfice doit ici être justifiée par d'importantes dotations aux amortissements ou aux provisions.

secteur économique similaire) pour dégager un taux de rendement ajusté au mieux à l'entreprise considérée.

Remarque sur le taux de distribution

De manière générale, le résultat de la méthode est très sensible au taux de distribution : plus celui-ci est faible, plus la VR sera faible, et inversement.

Ainsi, en cas de distributions faibles (très éloignées des taux de distribution moyen observés sur le marché), l'évaluateur doit s'interroger sur la pertinence de la méthode et la représentativité de la VR comme valeur de marché des titres.

Lorsque les distributions représentent la quasi-totalité du bénéfice, le taux de rendement tend à approcher le coût des capitaux propres.

Exemple d'application : Méthode de la valeur de rendement

Le groupe YACHT est un spécialiste de la location de bateaux de plaisance de luxes situés dans les principaux ports de la Côte d'Azur, notamment à Saint-Tropez.

L'évaluateur recherche la valeur de rendement au 11 juillet N+1.

La direction du groupe a indiqué à l'évaluateur se réunir chaque année autour du 1^{er} juin afin de voter un montant fixe de dividende de 9 000 000 €.

Présentation des bénéfices et des dividendes :

COMPTE DE RÉSULTAT	31/12/N-2	31/12/N-1	31/12/N
Bénéfice	25 000 000	27 000 000	24 000 000
Dividendes N+1	9 000 000	9 000 000	9 000 000
Ratio de distribution	36,00 %	33,33 %	37,50 %

L'évaluateur a constaté que les bénéfices réalisés par la société sur l'année N sont en légère diminution par rapport aux exercices précédents. Néanmoins, une politique de distribution récurrente des bénéfices est appliquée par la société avec un taux de distribution compris entre 33 % et 38 % cohérent avec les années antérieures.

L'évaluateur constate que ce taux de distribution est proche de ceux observés en bourse et relève que le dernier taux de distribution du CAC 40 connu à date d'évaluation était de l'ordre de 40 %.

Détermination de la valeur de rendement

→ Première étape : détermination de D, le dividende récurrent :

L'évaluateur retient un dividende récurrent de 9 000 000 €.

→ Deuxième étape : détermination de r, le taux à appliquer

Il y a lieu de retenir un taux de base correspondant au taux moyen de rendement des actions cotées, lequel intègre déjà les risques d'entreprise.

L'évaluateur se réfère au taux de rendement des sociétés du CAC 40 hors rachats nets d'actions qui est de 2,90 % pour l'année N.

→ Troisième étape : détermination de la valeur de rendement par application de la formule $VR = D / r$.

Valeur de rendement	31/12/N
Dividende récurrent	9 000 000
Taux de rendement	2,90 %
Valeur des capitaux propres par la méthode de la VR	310 344 828

L'évaluation ayant été réalisée à partir de données tirées du marché boursier, l'application d'une décote d'illiquidité est justifiée (voir Partie 4).

En appliquant une décote de 20 %, la valeur des titres ressort à 248 275 862 €.

III – L’approche Patrimoniale

La valeur patrimoniale désigne aussi bien la valeur mathématique (VM) que l’actif net réévalué (ANR).

Il s’agit d’une méthode permettant de déterminer directement la Valeur des Capitaux Propres.

Elle consiste à additionner les valeurs vénale des différents éléments de l’actif diminuées de la somme des éléments du passif réel (dettes à long, moyen et court terme) et des provisions, ce qui implique un retraitement des bilans de façon à corriger les valeurs comptables pour les ramener aux valeurs actuelles.

Par ailleurs, en l’absence de comptes provisoires, il convient de tenir compte des événements survenus entre les derniers comptes disponibles et la date de l’évaluation. Ceux-ci peuvent justifier, le cas échéant, un ajustement des capitaux propres comptables (opérations sur le capital social, distributions...).

En général, les titres sont valorisés par la combinaison de différentes méthodes. Toutefois, une société peut être évaluée en fonction de la seule approche patrimoniale. Cette situation se rencontre notamment pour les sociétés dont l’activité consiste principalement à détenir et gérer un patrimoine et qui ne dégagent pas nécessairement de bénéfices, telles que les sociétés civiles immobilières (SCI) familiales ou les holdings patrimoniales.

Par ailleurs, son emploi peut être sous-pondéré lorsqu’elle ne reflète pas pleinement la valeur économique de l’entreprise, notamment dans le cas des sociétés en forte croissance.

La valeur comptable : rappels

Les éléments d’actif sont enregistrés en comptabilité sociale pour leur prix d’acquisition, de revient ou leur valeur d’apport. Les actifs créés par la société comme le fonds commercial ou l’image de marque n’apparaissent pas au bilan.

Certains biens (construction, matériel...) font l’objet d’amortissements qui sont la constatation comptable de leur perte de valeur, qui a pour origine leur utilisation, le temps ou encore l’obsolescence. La constatation de perte de valeur sur les autres biens non amortissables (fonds de commercial, terrains, créances sur les clients) se réalise par l’enregistrement de provisions pour dépréciations, lorsque leur valeur actuelle s’avère inférieure à leur valeur d’entrée dans le patrimoine (ou valeur d’acquisition).

La valeur d’entrée dans le patrimoine est appelée valeur brute comptable ; la différence entre cette valeur et les amortissements ou provisions, est qualifiée de valeur nette comptable.

Depuis le règlement ANC n°2015-06 du 23 novembre 2015, des tests de dépréciations (« *impairment tests* ») doivent être réalisés à chaque clôture d’exercice comptable. S’il existe un indice montrant qu’un actif a pu perdre de sa valeur, une dépréciation doit être enregistrée.

En tout état de cause, la valeur nette comptable ne donne qu’une image imparfaite de la valeur du patrimoine réel de l’entreprise.

Les capitaux propres comptables, qui apparaissent au bilan de l’entreprise, représentent la différence entre les actifs et les passifs de la société.

Les capitaux propres comptables sont donc égaux à :

Actif immobilisé net + Actif circulant et financier net – Ensemble des dettes et provisions

Le bilan comptable est établi selon des règles et principes qui ne reflètent pas toujours la réalité économique et financière, du fait notamment de :

- l’absence de comptabilisation de certains éléments incorporels (fonds commercial ou fonds d’industrie créé) ;
- l’évolution des marchés (secteur immobilier) ;
- le principe de prudence (non comptabilisation des plus-values latentes sur les actifs) ;

- la dépréciation monétaire (inflation) ;
- l'existence de réserves occultes ou la sous-estimation (ou surestimation) de certains postes (provisions...).

Il est ainsi nécessaire de réaliser un travail de réévaluation des différents postes du bilan. Leur analyse permettra d'apporter un certain nombre de corrections aux montants comptables. Les principaux postes concernés sont examinés ci-après.

III.A – Immobilisations incorporelles

Le capital immatériel occupant une place de plus en plus importante dans la valeur d'une entreprise, ce poste peut avoir une influence considérable et demande une étude approfondie.

Les actifs incorporels comprennent aussi bien des éléments identifiables (les marques, brevets, la R&D, les frais d'établissement, IA, autorisations administratives, licences, etc.) que des éléments ne pouvant être évalués séparément (l'image, la compétence des équipes, la qualité de management, etc.).

La réévaluation des actifs incorporels peut constituer une étape importante dans la détermination de l'ANR. Hors cas particulier (les holdings passives, les SCI...), une mise en œuvre de la méthode patrimoniale qui ignorerait l'analyse des actifs incorporels pourrait perdre en pertinence.

III.A.1 – Le fonds de commerce et le fonds commercial

Le fonds de commerce n'est pas défini par la loi. Seule la jurisprudence permet d'en définir les contours. Il s'agit d'un ensemble, une universalité de moyens incorporels (droit au bail, achalandage, clientèle, etc.) et corporels (aménagements, matériel, etc.) affectés à une exploitation en vue de satisfaire une clientèle, cette dernière constituant l'élément essentiel à l'existence du fonds de commerce⁶⁶.

Le fonds commercial correspond à l'ensemble des éléments incorporels d'un fonds de commerce qui ne peuvent figurer séparément à d'autres postes du bilan⁶⁷. Ainsi, sont comptabilisés dans le poste fonds commercial les éléments incorporels du fonds de commerce acquis qui ne font pas l'objet d'une évaluation et d'une comptabilisation séparées au bilan et qui concourent au maintien et au développement du potentiel d'activité de l'entité⁶⁸.

En comptabilité, le fonds commercial constitue donc un élément résiduel qui n'a pas d'existence propre sans un fonds de commerce auquel il se rattache.

Ainsi, les marques de fabrique ou de distributeur, le nom commercial, les droits d'exploitation peuvent constituer le principal actif incorporel d'une entreprise commerciale ou industrielle.

Par ailleurs, la valeur de l'emplacement peut être déterminante. Dans ce cas, la valorisation du droit au bail doit être privilégiée notamment dans le commerce de détail.

Les méthodes d'évaluation peuvent varier selon la catégorie de l'entreprise évaluée.

Pour le commerce de détail

- soit par comparaison après étude du marché : cette méthode est recommandée lorsqu'il existe un marché suffisamment ouvert qui permet de trouver des termes de comparaison. L'évaluateur doit toujours motiver sa position en présentant des éléments circonstanciés⁶⁹ ;
- soit en fonction des usages de la profession répertoriés dans des barèmes indicatifs⁷⁰ ;
- les deux méthodes peuvent se recouper mais en l'absence de marché, les barèmes indicatifs constituent parfois la seule référence utilisable.

⁶⁶ Cour de cassation, arrêt du 18 mai 1978, n°76-13943 et du 16 janvier 1990, n°87-201562.

⁶⁷ Article R 123-186 du Code de commerce.

⁶⁸ Article 212-1 du PCG.

⁶⁹ Article L 57 du L.P.F., alinéa 4, BOI-CF-IO-10-40, n°130 et s.

⁷⁰ Ces barèmes se présentent en général sous la forme d'une fourchette de coefficients à appliquer au chiffre d'affaires pour obtenir la valeur du fonds de commerce.

L'évaluation des fonds de commerce de détail comprend en général les éléments incorporels et les éléments corporels, comme le matériel, les agencements et installations nécessaires à l'exploitation et installés par le locataire.

En revanche, les marchandises et le stock n'entrent pas dans la valeur du fonds.

Lorsque l'emplacement s'avère primordial, la valeur du fonds obtenue ne peut pas être inférieure à la valeur du droit au bail.

Exemple d'application : Fonds de commerce

La société UTHÉR, dont l'activité consiste à exploiter un fonds de commerce de vente de luminaires, est propriétaire de ce fonds, situé dans le centre-ville de Clermont-Ferrand. La valeur est recherchée à la date du 31 décembre N.

L'évaluateur constate que l'emplacement du fonds de commerce est favorable à l'activité, que le chiffre d'affaires croît et que le résultat d'exploitation et le bénéfice suivent cette progression.

Le montant des capitaux propres figurant au bilan clos le 31 décembre N s'élève à 50 000 €.

Les chiffres d'affaires sur les trois derniers exercices sont :

Compte de résultat	31/12/N-2	31/12/N-1	31/12/N
Chiffres d'affaires HT	300 000 €	310 000 €	325 000 €
<i>Evolution CA en %</i>		3,33 %	4,84 %
Moyenne simple			311 667 €
Moyenne pondérée			315 833 €

Il ressort un chiffre d'affaires moyen de 311 667 € et un chiffre d'affaires moyen pondéré de 315 833 €. La pondération retenue tient compte de la dynamique de croissance de l'entreprise, soit 1 x N-2, 2 x N-1 et 3 x N. Cette pondération permet de privilégier le dernier exercice, considéré comme étant le plus représentatif de la performance de l'entreprise⁷¹.

La valeur nette comptable de l'ensemble des actifs se rattachant au fonds de commerce, à partir des éléments inscrits à l'actif du bilan (y compris le poste fonds commercial), ressort à 80 000 €.

Afin de déterminer la valeur vénale du fonds, l'évaluateur a identifié des termes de comparaison permettant de déterminer un ratio à appliquer à la moyenne du chiffre d'affaires de la société UTHÉR.

Dès lors que l'évaluateur retient une moyenne pondérée des chiffres d'affaires pour le fonds de commerce de la société UTHÉR, il applique, par cohérence, la même démarche pour déterminer le ratio des comparables.

Identification des cessions de fonds de commerce comparables :

Date de cession	Informations Enregistrement	Adresse du bien	Nature de l'activité	Chiffre d'affaires Moyen pondéré	Prix de vente	Ratio
23/06/N	Date Lieu Numéro	Clermont-Ferrand	Vente de luminaires	247 667 €	100 000 €	40,38 %
11/07/N		Clermont-Ferrand		300 333 €	110 000 €	36,63 %
24/08/N		Clermont-Ferrand		327 000 €	125 000 €	38,23 %
18/12/N		Clermont-Ferrand		398 333 €	180 000 €	45,19 %
					Moyenne	40,10 %

À partir des termes de comparaison, l'évaluateur identifie un ratio moyen de 40,10 % arrondi à 40 % qu'il applique au chiffre d'affaires moyen de la société. En consultant un barème indicatif, l'évaluateur constate que le ratio varie généralement entre 25 % et 50 % du chiffre d'affaires. Le ratio obtenu à partir de fonds de commerce comparables se situe dans le haut de la fourchette, ce qui est cohérent avec l'analyse de l'évaluateur.

⁷¹ Il appartient à l'évaluateur d'arbitrer entre moyenne simple et pondérée, ou seulement le dernier flux, à condition que ce choix soit justifié.

Calcul de la valeur du fonds de commerce :

Évaluation du fonds de commerce	31/12/N
Chiffre d'affaires net moyen	315 833 €
Ratio retenu	40,00 %
Valeur Fonds de commerce	126 333 €

La valeur du fonds de commerce est estimée à 126 333 €. L'évaluateur constate une plus-value latente sur le fonds de commerce de 46 333 € (126 333 € – 80 000 €).

Cette plus-value latente vient majorer les capitaux propres pour déterminer la valeur patrimoniale.

Détermination de la valeur patrimoniale :

Valeur patrimoniale	31/12/N
Capitaux propres	50 000 €
<i>Valeur actuelle fonds de commerce</i>	<i>126 333 €</i>
<i>Valeur au bilan</i>	<i>80 000 €</i>
Plus-value latente sur fonds de commerce	46 333 €
Valeur des capitaux propres selon l'approche patrimoniale	96 333 €

L'évaluateur conclut donc à une valeur patrimoniale ou valeur mathématique de la société UTHÉR de 96 333 €.

Pour le commerce de gros et les fonds d'industrie

L'évaluateur peut rechercher cette valeur par comparaison. Toutefois, en l'absence de marché, l'évaluation des éléments incorporels de ces fonds peut se faire selon une méthode forfaitaire ou par la méthode de la survaleur (présentée ci-après).

III.A.2 – La méthode de la survaleur ou rente du *goodwill*

Le terme *goodwill* peut faire référence à deux notions distinctes : d'une part, la survaleur (déterminée par la méthode de la rente de *goodwill*), d'autre part, l'écart d'acquisition, notion comptable que l'on retrouve dans les comptes consolidés. Cette partie traite uniquement de la méthode de la rente du *goodwill*.

L'entreprise engage un ensemble de moyens techniques dans son activité pour dégager sa rentabilité. Ces actifs doivent être rémunérés pour justifier leur valeur économique ou d'utilité. Si la rentabilité est supérieure à la rémunération des capitaux engagés, il apparaît un "superprofit" qui traduit l'existence d'un autre actif, de nature incorporelle.

Cet actif peut représenter de nombreux éléments immatériels (par exemple, la qualité de la gouvernance, la pertinence de la stratégie, les parts de marché, le positionnement concurrentiel, le savoir-faire, la qualité du service, la relation clientèle ou fournisseurs, la clientèle, la qualité des effectifs...) qui ne sont pas comptabilisés, soit qu'ils ne sont pas évaluable de façon fiable ou à un coût raisonnable, soit qu'ils ne répondent pas à la définition comptable d'un actif incorporel.

Cette approche est applicable à des sociétés de toute taille pour lesquelles une évaluation spécifique de ses éléments incorporels ne serait pas possible.

On parlera de *goodwill* lorsque la valeur de ces actifs immatériels est positive et de *badwill* dans le cas contraire.

La rente de *goodwill* traduit la différence entre la rentabilité effective générée par l'exploitation et la rentabilité attendue par les investisseurs.

Elle peut être déterminée selon deux approches :

- à partir de la rémunération des capitaux propres réévalués hors fonds de commerce ;
- à partir de la rémunération des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE).

En pratique, la survaleur s'obtient en affectant d'un multiple⁷² le superprofit, c'est-à-dire la fraction de résultat qui excède la rémunération attendue des capitaux propres ou des CPNE. Ainsi, le *goodwill* n'existe que si la rentabilité réalisée est supérieure à la rentabilité exigée par les apporteurs de capitaux à partir des données du marché.

Le multiple de la rente est déterminé selon la formule de la valeur actuelle d'une suite de 1 € sur une durée n à un taux d'actualisation de i :

$$\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

où n : durée de l'horizon retenue pour la rente de survaleur
 i : taux d'actualisation

« n » correspond à une durée pendant laquelle l'évaluateur estime que la société peut maintenir une rente d'ici à ce que la concurrence du marché ne l'élimine. En général, la durée se situe entre 5 et 8 ans. La durée retenue sera d'autant plus élevée que les perspectives de maintien du superbénéfice sont favorables (attachement de la clientèle, renom, ancienneté, spécialisation, savoir-faire et brevets, en résumé, tous éléments ressortant du diagnostic).

Le multiple varie du reste de manière inversement proportionnelle à la prime de risque affectant le taux d'actualisation (à durée égale, une augmentation du taux d'actualisation entraîne la diminution du multiple).

La table financière permettant de déterminer le multiple du *goodwill* est présentée en annexe.

Dans les cas exceptionnels d'entreprises de grand renom, donc assurées d'une certaine pérennité, il est possible de calculer directement le multiple à partir de la capitalisation du taux i , auquel cas la formule devient $\frac{1}{i}$ (si $i = 8\%$, le coefficient est égal à $1/8\%$ soit 12,5).

Méthode du *goodwill* à partir de la rémunération des capitaux propres

Cette approche se fonde sur :

- **les capitaux propres réévalués (CP)** : il s'agit des capitaux propres corrigés des plus et moins-values sur l'actif, hors éléments incorporels. Il convient cependant de prêter attention à la trésorerie excédentaire qui peut constituer un bien non nécessaire à l'exploitation. En effet, l'analyse peut révéler que toutes les réserves ne sont pas nécessaires à l'exploitation, elles peuvent donc faire l'objet d'un retraitement ;
- **le résultat net normatif (RN) après IS** : similaire à celui déterminé dans la valeur par capitalisation du résultat net normatif ;
- **le taux de rémunération attendu des capitaux (k_{cp})** : il peut être équivalent au coût des capitaux propres retenu pour le calcul de la valeur par capitalisation du résultat net normatif (Partie 2.II.A La méthode par capitalisation d'un résultat) ;
- **le superprofit** = $RN - (k_{cp} \times CP)$;
- **le taux d'actualisation (i)** : il correspond habituellement au même taux que celui déterminé pour la valeur par capitalisation du résultat net normatif.

Méthode du *goodwill* à partir des Capitaux Permanents Nécessaires à l'Exploitation (CPNE)

Les CPNE correspondent à l'actif immobilisé réévalué nécessaire à l'exploitation – à l'exclusion des actifs incorporels non identifiables et évaluable individuellement inscrits dans le poste « fonds commercial »

⁷² Multiple de la rente.

– et à son besoin en fonds de roulement structurel (soit après éventuel retraitement des cycles saisonniers, des accidents conjoncturels et des choix de financement).

Remarques :

- Les actifs incorporels qui ont une valeur identifiable et spécifique, tels que les logiciels, seront généralement intégrés dans l'actif immobilisé nécessaire à l'exploitation. Les actifs incorporels qui sont nécessaires, mais non identifiés séparément au bilan (ex : fonds commercial, marques et brevets) seront généralement exclus de la détermination des CPNE pour les besoins du calcul, l'objectif de la rente de *goodwill* étant justement d'apprécier la rentabilité globale générée par l'ensemble de ces actifs incorporels/immatériels.
- Le cumul des réévaluations peut conduire à faire apparaître une rente négative, en particulier en raison de la réévaluation de l'immobilier ou du foncier dans la mesure où cette réévaluation est liée à des facteurs qui ne sont pas nécessairement en cohérence avec leur condition d'exploitation économique. Aussi, ces biens peuvent être extournés des CPNE et évalués distinctement. Dans cette hypothèse, le revenu d'exploitation devra être retraité (amortissements, loyers, charges...).

Cette approche repose sur :

- **le résultat d'exploitation normatif⁷³ après impôt théorique (RE) ;**
- **les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)⁷⁴ qui comprennent :**
 - l'actif immobilisé nécessaire à l'exploitation, qui est retenu pour une valeur réévaluée et retraitée ;
 - le besoin en fonds de roulement d'exploitation structurel⁷⁵, généralement non réévalué.
- **le taux de rentabilité attendu sur les CPNE (k) :** il doit être corrélé aux caractéristiques de l'activité. Les évaluateurs retiennent habituellement le coût du capital, mais l'évaluateur peut en choisir un autre ;
- **le superprofit = RE – (k x CPNE) ;**
- **le taux d'actualisation (i) :** en pratique, il peut être retenu le coût du capital, mais il peut parfois être pertinent d'utiliser des taux différenciés selon les actifs.

Exemple d'application : la méthode du goodwill par les CPNE

La société TRANCHET est une société spécialisée dans la fabrication et l'achat-revente d'outillages tranchants. Son bilan est le suivant :

Actif en euros	Net	Passif en euros	Net
Immobilisations incorporelles (fonds commercial)	500 000	Capitaux propres	7 000 000
Immobilisations corporelles	4 700 000	Emprunts et dettes financières	3 000 000
Actif circulant	4 400 000	Dettes fournisseurs et autres dettes	2 000 000
Trésorerie et équivalents	2 400 000		
Total Actif	12 000 000	Total Passif	12 000 000

L'évaluateur n'a pas identifié de plus ou moins-values latentes sur les éléments corporels de la société. La société TRANCHET a généré sur les trois derniers exercices un résultat d'exploitation moyen après impôts de 800 000 €.

Par ailleurs, le BFR (Actif circulant – Dettes fournisseurs et Autres) est égal à 2 400 000 €⁷⁶.

Ce BFR étant considéré comme normatif et uniquement lié à l'exploitation, les CPNE correspondent à l'actif économique hors fonds commercial.

⁷³ Obtenu après les éventuels retraitements.

⁷⁴ En pratique, il est aussi possible de retenir la Valeur de l'Actif Économique (immobilisations nettes après réévaluation le cas échéant + BFR) qui équivaut aux capitaux engagés (capitaux propres + Dette Nette).

⁷⁵ Le fonds de roulement structurel est celui auquel l'entreprise doit faire face en moyenne sur l'exercice, ce qui suppose l'élimination des cycles saisonniers, des accidents conjoncturels ou autres, des choix de financement du BFR (cessions de créances...).

⁷⁶ 4 400 000 – 2 000 000

Les CPNE se présentent comme suit :

CPNE hors fonds commercial	Montant
Actif immobilisé net hors incorporel	4 700 000
Plus et moins values des actifs corporels	0
BFR (Actif circulant – Dettes)	2 400 000
CPNE	7 100 000

L'évaluateur a déterminé un coût du capital de 8 %.

Il ressort du diagnostic réalisé préalablement que l'entreprise a connu une époque difficile du fait de la présence sur le marché de matériels importés à faibles prix. En réaction, elle s'est recentrée sur le développement de sa branche haut de gamme et gagne lentement des parts de marché.

La concurrence étant forte dans ce secteur, l'évaluateur estime que la société pourrait avoir des difficultés à maintenir son avantage compétitif. Face à cette situation, l'évaluateur s'écarte des durées moyennes habituellement constatées (5 à 8 ans), pour retenir une durée plus faible de 4 ans.

Par conséquent, la formule d'actualisation est la suivante : $\frac{1-(1+8\%)^{-4}}{8\%}$

Ainsi, le multiple appliqué au superprofit est de 3,31.

Rente de la survaleur et valeur du goodwill	Montant
CPNE	7 100 000
Taux de rémunération attendu (CMPC)	8,00 %
Résultat minimum attendu (4)	568 000
Résultat d'exploitation normatif après impôts (5)	800 000
Superprofit (5) – (4)	232 000
Durée de la rente retenue	4
CMPC	8,00 %
Multiple de la rente	3,31
Valeur du goodwill	768 413
Montant comptable des éléments incorporels	-500 000
Plus-value latente sur les éléments incorporels	268 413

La survaleur de l'ensemble des éléments incorporels est alors de 768 413 €. Pour mémoire, la société a inscrit à l'actif du bilan un fonds commercial pour une valeur nette de 500 000 €. La plus-value constatée est donc de 268 413 €.

Valeur de l'ANR	Montant
Capitaux propres	7 000 000
Plus et moins values latentes sur les actifs (hors incorporels)	0
Plus value latente sur les éléments incorporels	268 413
Valeur des capitaux propres par la méthode de l'ANR de la société TRANCHET	7 268 413

L'Actif Net Réévalué ou valeur mathématique est estimé à 7 268 413 €.

Cas particulier du *badwill*

Le *badwill* est, par symétrie, le produit d'un résultat inférieur à la rémunération attendue.

Il peut, en pratique, avoir deux origines qui peuvent se cumuler :

- un montant excessif de CPNE, lié ou non à des réévaluations (notamment en présence d'actifs immobiliers significatifs) et, parfois, un niveau de BFR excessif, insuffisamment maîtrisé par l'entreprise qu'il faut pourtant financer ;
- une insuffisance de rentabilité globale, voire une rentabilité négative qui peut résulter d'une rentabilité négative globale ou de certaines activités.

Le *badwill* vient, le cas échéant, en diminution des capitaux propres réévalués.

Remarques :

En présence d'un *badwill* et de l'absence de comptabilisation de dépréciations (notamment du fonds commercial), l'évaluateur doit s'assurer de la pertinence de la méthode. En effet, le *badwill* peut résulter d'un simple calcul mathématique sans cohérence avec le diagnostic réalisé.

Une rente négative peut devenir positive après la mise en œuvre d'actions correctives, telles que la cession d'immobilisations en surcapacité, la cession d'un siège social surdimensionné, l'arrêt d'une activité déficitaire, une restructuration... Le *badwill* peut à terme redevenir un *goodwill*. Dans cette hypothèse, il peut être pertinent de calculer une rente à partir de données prévisionnelles dûment justifiées, élaborées sur la période retenue pour le calcul de la rente⁷⁷.

En cas de rémanence d'un *badwill*, la pérennité de l'entreprise peut être remise en question.

III.A.3 – Les actifs incorporels acquis séparément

Les actifs incorporels identifiables ou acquis séparément comme les marques ou brevets peuvent aussi être évalués à partir de méthodes spécifiques, notamment :

– **la méthode des coûts de reconstitution ou des coûts historiques** : l'approche consiste à répertorier toutes les dépenses qui participent à la construction de l'actif évalué (coûts liés à la construction de l'image et au développement de la notoriété pour une marque ou coûts associés à la mise au point d'une technologie). Cette approche doit tenir compte de la valeur du temps nécessaire à la construction de l'actif et de la valeur du succès (l'actif existant correspond à des dépenses couronnées de succès). Étant fondées uniquement sur le passé, ces approches ne prennent pas en compte le potentiel futur de l'actif et conduisent généralement à une valeur plancher.

– **la méthode des redevances** : lorsqu'un actif peut générer des revenus liés à sa mise sous licence (qu'elle soit théorique ou réelle), il est possible de mettre en œuvre une méthode fondée sur l'actualisation des flux futurs de redevances que pourrait générer cet actif ;

– **les méthodes fondées sur l'actualisation de flux d'économies de coûts par rapport à des conditions de marché (contrats avantageux)** : certains actifs procurent un avantage particulier à la société qui les détient par rapport à des conditions de marché (droit au bail, contrat favorable...). Dans ce cas de figure, les flux actualisés correspondent au différentiel entre le flux réellement versé et le flux d'une condition de marché. Cette méthode nécessite de déterminer l'avantage procuré par l'actif par rapport à des conditions de marché.

III.A.4 – Les autres actifs incorporels

Les frais de recherche et de développement

Si leur valeur n'est pas considérée comme déjà intégrée dans celle du fonds, ils peuvent être estimés par la méthode du coût d'acquisition (avec amortissement sur la durée de vie probable des projets).

Lorsque la méthode de la survaleur est utilisée, les éléments incorporels ainsi valorisés intègrent de facto ces frais.

Les frais d'établissement

Ces dépenses sont afférentes aux opérations :

- de création de l'entreprise notamment les frais d'actes et d'enregistrement, ainsi que les coûts liés à la prospection et aux démarches publicitaires ;
- de restructuration, tels que les frais de conseil, d'étude et de publicité.

Les frais d'établissement sont des dépenses déjà réalisées et sans possibilité de valorisation ultérieure. Ce sont donc des non-valeurs à déduire de l'actif net.

⁷⁷ Le *goodwill* peut également être déterminé sur la base de données prévisionnelles lorsqu'elles sont connues et justifiées.

III.B – Immobilisations corporelles

Terrains

D'une manière générale, les terrains sont des éléments inscrits à l'actif et non amortis.

Il y a lieu de corriger la valeur inscrite au bilan en déterminant la valeur vénale de ce poste au jour du fait générateur. Pour cela, il est recommandé de se référer chaque fois que possible aux conditions du marché local.

L'évaluateur recourt en priorité à la méthode par comparaison. À titre indicatif, l'évaluateur dispose, entre autres, de la base des Demandes de Valeurs Foncières (DVF⁷⁸), qui recense les ventes de biens fonciers bâtis et non bâtis réalisées au cours des cinq dernières années.

Remarque : l'évolution de la classification d'un terrain au plan local d'urbanisme peut avoir une incidence significative sur sa valeur, notamment lorsqu'il devient constructible postérieurement à son inscription à l'actif du bilan.

Constructions

La valeur au bilan doit être corrigée selon les mêmes principes, en tenant compte des conditions du marché et en intégrant les caractéristiques propres des bâtiments, et ceci quelle que soit l'affectation donnée aux constructions.

Les principales méthodes d'évaluation qui peuvent être mises en œuvre par l'évaluateur sont :

– La méthode par comparaison

Elle consiste à fixer la valeur du bien en fonction du prix du marché immobilier local.

L'évaluateur mène une étude des cessions récentes de biens comparables au bien à évaluer, dans un secteur géographique proche et soumis à des règles d'urbanisme similaires et choisit les références les plus proches des caractéristiques du bien à évaluer.

Cette méthode doit être mise en œuvre en priorité.

– Les méthodes par le revenu

Elles consistent à fixer la valeur du bien en fonction du revenu qu'il génère ou qu'il peut générer.

Soit l'évaluateur applique au revenu du bien un taux de capitalisation pour obtenir une valeur vénale du bien (méthode par capitalisation), soit il étudie, sur une période déterminée, les flux financiers, positifs et négatifs, qui seront générés par l'immeuble, et détermine la valeur du bien, supposée égale à la somme actualisée des flux nets financiers (méthode DCF).

Le taux de capitalisation/actualisation (ou taux de rendement) appliqué doit correspondre à un taux réel du marché en fonction du secteur géographique.

Ces méthodes peuvent aussi être utilisées à titre de recoupement de la méthode par comparaison.

– Les méthodes d'évaluation dites méthodes par le compte à rebours

Elles sont utilisées dans le cadre de projets d'aménagement ou de promotion immobilière, généralement dans le cadre d'opérations de cession entre opérateurs publics. L'évaluateur déterminera la valeur vénale en fonction du montant maximal qui peut être affecté à l'acquisition du foncier par l'aménageur ou le promoteur dans une opération d'aménagement ou de construction, en fonction de ses prévisions de recettes et de dépenses (bilan aménageur ou bilan promoteur).

En l'absence de terme de comparaison, et de difficultés particulières dans la mise en œuvre d'autres méthodes, la jurisprudence a pu valider l'évaluation des constructions pour leur valeur d'acquisition, soit à leur montant brut hors amortissement⁷⁹.

On observe également que, lorsque les bâtiments sont trop vétustes, seul le terrain conserve une valeur réelle et l'ensemble doit être évalué selon la méthode de la récupération foncière correspondant à la valeur du terrain nu, diminuée du coût de démolition des bâtiments.

Agencements et installations

Ils n'ont pas à faire l'objet d'une évaluation séparée s'ils sont intégrés dans la valeur des constructions ou dans celle du fonds de commerce.

⁷⁸ Les informations ne sont pas disponibles pour les départements du Haut-Rhin, du Bas-Rhin, de la Moselle et Mayotte.

⁷⁹ Conseil d'État, 23/12/2016, n°391968.

Dans le cas contraire, ces éléments devront être appréciés, soit en fonction de leur coût, soit en fonction de leur utilité.

Matériel, outillage, matériel de bureau et de transport

La durée de vie économique de ces actifs est souvent supérieure à la durée de leur amortissement fiscal. Selon leur importance dans l'actif du bilan, et en fonction de l'analyse préalable réalisée, ils pourront être revalorisés.

En pratique, ne sont réévalués, conformément au principe de réalité, que les biens effectivement cessibles qui sont amortis partiellement et qui ont une valeur supérieure à leur montant comptable.

Exception faite des matériels d'usage courant pour lesquels il existe un cours sur le marché de l'occasion, l'appréciation des valeurs pourra être faite :

- soit à partir de la valeur à neuf, diminuée d'un coefficient de vétusté, lequel devra tenir compte, d'une part, de l'amortissement normal du matériel et, d'autre part, de son degré plus ou moins grand de désuétude ou d'obsolescence ;
- soit à partir du montant comptable brut actualisé d'un amortissement normal eu égard à la nature et à l'utilisation du bien.

Biens acquis par contrat de crédit-bail (crédit-bail mobilier et immobilier)

Les biens financés par crédit-bail (immeubles, biens d'équipement, matériels...) ne sont pas la propriété de l'entreprise et par conséquent ne sont pas inscrits à l'actif dans les comptes sociaux des entreprises françaises. Pourtant, l'entreprise détient, au travers de ces contrats, des droits de nature incorporelle qui représentent une valeur certaine.

La plus-value latente sur un bien détenu en crédit-bail ressort comme suit :

[valeur du bien à une date déterminée] – [valeur actuelle des loyers et montant de l'option restant à payer]

où :

– Valeur du bien à une date déterminée = valeur vénale, ou à défaut valeur nette comptable⁸⁰ ;

– Valeur actuelle des loyers et montant de l'option restant à payer = $Lx \frac{1-(1+i)^{-x}}{i} + \frac{OP}{(1+i)^x}$

avec **L** : montant du loyer annuel,
 i : taux d'intérêt courant du marché,
 x : nombre d'années restant à courir,
 OP : montant de l'option de rachat au terme du bail.

Exemple d'application : Bien en crédit-bail

Soit un contrat de crédit-bail d'une machine industrielle d'une valeur initiale de 150 000 €, prévoyant le paiement d'un loyer annuel de 31 766 € sur 6 ans, et une option d'achat⁸¹ pour 5 000 € en fin de contrat. La durée normale d'amortissement est de 10 ans pour ce bien.

Le taux d'intérêt est de 8 %.

Au bout de 4 années d'utilisation, le bien en crédit-bail sera évalué de la manière suivante :

Dans le cas où la société disposerait du bien en propre, la valeur nette comptable serait :

Dotations aux amortissements cumulés sur 4 années = $(150\,000 - 5\,000) \times \frac{4}{10} = 58\,000 \text{ €}$

Valeur nette comptable = $150\,000 - 58\,000 = 92\,000 \text{ €}$

La valeur de la dette financière qu'il reste à verser au crédit-bailleur correspond à la valeur actuelle des sommes restant à payer à :

$$31\,766 \times \frac{1-(1+0,08)^{-4}}{0,08} + \frac{5\,000}{(1+0,08)^4} = 60\,934 \text{ €}$$

La plus-value latente sur le bien sous crédit-bail correspond à la différence entre la valeur théorique du bien à l'actif et la valeur actuelle des sommes à payer : $92\,000 \text{ €} - 60\,934 \text{ €} = 31\,066 \text{ €}$.

⁸⁰ Calculé selon la durée d'amortissement économique.

⁸¹ La valeur d'option d'achat constitue ici une valeur résiduelle.

III.C – Immobilisations financières

Ce poste doit faire l'objet d'une étude approfondie, particulièrement pour les sociétés holdings.

De manière générale :

- si les titres sont cotés, leur évaluation peut être faite soit au cours moyen de bourse au jour du fait générateur, soit à une moyenne du cours sur une période suffisamment longue afin de lisser les effets d'un accident conjoncturel à la baisse ou à la hausse des cours, soit à partir des méthodes exposées dans le présent guide⁸². Le cours retenu peut être ajusté d'une prime de contrôle (cf. Partie 4 sur Primes et décotes). En effet, les cours de bourse correspondent à la valeur d'une participation ultra-minoritaire, la participation détenue par la société pouvant être majoritaire ;
- si les titres sont non cotés, la société correspondante doit faire l'objet d'une évaluation selon les méthodes exposées dans le présent guide.

Dépôts et cautionnements

Ils sont repris pour leur valeur au bilan.

III.D – Actifs circulants

Stocks

En pratique, les stocks sont inscrits à leur valeur au bilan c'est-à-dire leur à coût de revient.

Toutefois, les stocks dont l'importance est liée à la nature de l'activité (sociétés de marchands de biens, entreprises viticoles, sociétés de négoce d'objets de valeur...) doivent faire l'objet d'une attention particulière.

Pour les stocks qui font l'objet d'une cotation, ils doivent être réévalués sur la base du cours du jour. Ce cours sera aisément déterminé pour les matières premières qui font l'objet d'un large marché et dont, par conséquent, les prix sont connus.

L'évaluation de certains stocks est quelquefois plus complexe. En ce qui concerne les produits finis, il est possible de se référer aux prix de vente diminués des frais de commercialisation à prévoir. L'évaluation des produits semi-ouvrés et des produits et travaux en cours sera réalisée à partir des coûts de production.

Clients et créances diverses

Les postes Clients et Créances diverses comportent deux types de créances :

- les créances clients et créances associées à l'activité de la société avec d'autres tiers externes ;
- les créances intra-groupe.

S'agissant des créances clients, le montant des provisions pour dépréciations peut être examiné le cas échéant.

III.E – Actifs de trésorerie

La valeur inscrite au bilan est retenue, sauf pour les titres de placement (valeurs mobilières de placement ou VMP) qui sont évalués au cours de bourse (actions) ou à leur valeur liquidative (fonds d'investissement, OPCVM⁸³...) ou, s'ils ne sont pas cotés, à leur valeur actuelle. En effet, s'agissant des VMP, les moins-values latentes sont comptabilisées en tant que provision, tandis que les plus-values latentes ne font l'objet d'aucune comptabilisation.

III.F – La fiscalité latente

La question se pose souvent de savoir s'il y a lieu de tenir compte de la fiscalité latente sur les plus-values observées sur les différents postes de l'actif.

D'une manière générale, il est admis :

⁸² En général, ces méthodes seront mises en œuvre lorsque le capital flottant et la liquidité des actions ne sont pas suffisamment significatifs ou qu'un événement particulier a pu en affecter le cours.

⁸³ Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.

- qu'un bien à l'actif du bilan et nécessaire à l'activité de la société n'a pas vocation à être vendu ; la valeur recherchée étant la valeur d'utilité du bien pour l'entreprise, il n'y a pas lieu de tenir compte d'un impôt latent ;
- en revanche, si le bien revalorisé n'est pas nécessaire à l'exploitation (la société peut envisager de le céder sans nuire au bon déroulement de son activité), il est possible de déduire un impôt latent.

III.G – Corrections des éléments de passif

Il existe deux types de provisions : les provisions réglementées et les provisions pour risques et charges :

Les provisions réglementées

Elles constituent en fait des réserves et représentent une fraction de bénéfices placée en franchise d'impôt, dont le régime d'exonération est provisoire ou définitif.

Les provisions réglementées sont à inclure dans l'actif net réévalué nettes de leur éventuel impact fiscal.

Il s'agit des provisions pour hausse des prix, les provisions pour fluctuation des cours et les amortissements dérogatoires.

En ce qui concerne la provision pour hausse de prix, la quote-part d'économie d'impôt est retraitée des capitaux propres pour figurer en dettes fiscales.

D'une manière générale, lorsque l'avantage fiscal est temporaire, un passif d'impôt doit être constaté en diminution des capitaux propres.

Dans les comptes consolidés, les provisions réglementées sont déjà retraitées (normes françaises et IFRS), à l'exception de la provision *pour engagement de soutien des coopérateurs face aux aléas agricoles*⁸⁴.

Les provisions pour risques et charges

Lorsque l'entreprise a une obligation à l'égard d'un tiers et qu'il est probable ou certain que cette obligation provoquera une sortie de ressources au bénéfice de ce tiers sans contrepartie au moins équivalente attendue de celui-ci, un passif doit être comptabilisé.

En l'absence de l'une des trois conditions, ce passif éventuel n'est pas comptabilisé mais doit figurer en information à l'annexe des comptes.

Une provision pour risques et charges est un passif dont l'échéance ou le montant n'est pas fixé de façon précise (PGC art.321-5).

Les provisions qui auraient été intégrées dans la valeur patrimoniale ou valeur mathématique sans apparaître au bilan doivent être analysées afin que soit confirmé leur caractère probable et non seulement éventuel.

Bien entendu, il convient de tenir compte de l'impôt latent exigible (l'impôt différé) lors de la réintégration de ces provisions.

La comptabilisation de provisions pour engagement de retraite est optionnelle en normes françaises, et fait généralement l'objet d'une simple mention à l'annexe des comptes. Néanmoins, la prise en compte de cette provision, IS déduit, dans l'actif net corrigé doit être admise lorsque son quantum a pu être justifié.

84 Art. 331-2 du règlement ANC n°2020-01 relatif aux comptes consolidés.

PARTIE 3 : COMBINAISON DE MÉTHODES ET DÉTERMINATION DE LA VALEUR VÉNALE

La démarche de l'administration en matière d'évaluation s'inscrit dans le cadre établi par la jurisprudence.

À ce titre, le guide propose, en l'absence de comparable intrinsèquement similaire, de recourir à une combinaison de méthodes quand certains experts préconisent l'approche multicritère, consistant à hiérarchiser les méthodes et aboutissant usuellement à une fourchette de valeurs⁸⁵.

Or, dans un contexte fiscal, le calcul des droits ne peut en aucun cas être assis sur une fourchette de valeurs, mais bel et bien sur une valeur unique. À cet égard, tant l'administration que le juge apprécieront l'existence d'un écart significatif entre la valeur déclarée et la valeur vénale des titres en cause.

La combinaison des méthodes est ainsi préconisée dès lors qu'elle est consacrée par le juge⁸⁶.

Cependant, bien que l'approche de l'administration soit plurielle, toutes les méthodes n'ont pas le même poids selon la nature de l'activité, les caractéristiques de l'entreprise et le paquet de titres transmis (selon qu'il emporte ou non pouvoir de décision).

Ainsi, la combinaison de méthodes ne constitue pas un principe intangible. Lorsque dans un secteur donné il est avéré qu'une méthode est la plus couramment utilisée, il est préconisé de la privilégier et éventuellement de s'en tenir à cette seule approche.

Par ailleurs, le recours à la combinaison de méthodes ne doit pas inciter l'évaluateur à multiplier les méthodes. En effet, la mise en œuvre d'un nombre varié de méthodes n'est pas une garantie d'objectivité, dès lors que l'on ne s'est pas interrogé sur le caractère approprié de ces méthodes ou leur caractère possiblement redondant. Ainsi, chaque méthode mise en œuvre doit être justifiée par l'évaluateur en fonction des caractéristiques de la société et des informations disponibles.

De manière générale, la combinaison de méthodes vise à pondérer l'approche patrimoniale et les approches par la rentabilité. **Les pondérations ne sauraient être appliquées de manière systématique ou rigide, l'évaluateur étant tenu, en toute hypothèse, de justifier à partir du diagnostic stratégique et financier, la combinaison retenue.**

Aussi, avant de déterminer la pondération susceptible d'établir au mieux la valeur de l'entreprise, l'évaluateur est invité à rechercher les raisons des écarts éventuels entre les valeurs, bien que la seule circonstance que chacune des méthodes de valorisation utilisées donne une valeur différente soit sans incidence sur la pertinence de leur utilisation combinée⁸⁷.

Remarque :

Lorsque l'analyse de la société et des données disponibles justifient l'emploi d'une méthode unique, il est admis d'écarter la pondération de méthodes.

En effet, la valeur des sociétés ayant une activité civile (holding, SCI...) provient essentiellement de leur actif (détention de participations, détention d'immeubles), ce qui justifie la prépondérance de la valeur patrimoniale. En l'absence de flux caractéristiques d'une activité propre, il est possible d'évaluer ce type de sociétés par la seule approche patrimoniale agrémentée d'une décote (cf. fiches n°3 et 4 relatives aux SCI et aux holdings)⁸⁸.

⁸⁵ Cette démarche trouve toute sa pertinence dans le cadre de négociations pour fixer un prix entre des parties éclairées.

⁸⁶ Cour de cassation, 1^{er} février 1982, n° 79-17155, Monrichard ; 28 janvier 1992, n° 90-11459, Obadia ; 16 décembre 1997 n° 95-20712, Gilles ; 23 avril 2003, n° 99-19901, Charlot ; 31 janvier 2006, n° 03-14787.

Conseil d'État, 21 octobre 2016, n° 390421 ; 23 décembre 2016, n° 391968.

RM, Vasseur JO AN 5 novembre 1990 p. 5135 n° 12409, Balligand JO AN 28 janvier 1991 p. 299 n° 26720.

⁸⁷ Conseil d'État, 16 octobre 2013, n° 329420.

En revanche, la valeur d'une société de services de petite taille ne réside pas nécessairement dans la valeur de ses actifs, les capitaux engagés étant faibles dans ce type de société, mais davantage dans sa capacité à générer une rentabilité indépendamment d'un transfert ou non du pouvoir de décision. Dans ces conditions, il n'existe pas de justification à la sur-pondération de la valeur mathématique.

Exemples de pondérations

La valeur vénale de l'entreprise, qu'il s'agisse d'une entreprise individuelle ou d'une entreprise sociétaire, peut être obtenue par la combinaison des méthodes suivantes présentées (Cf. Partie II) :

- méthode par capitalisation d'un résultat normatif ;
- méthode DCF ;
- méthode des multiples ;
- méthode de la valeur de rendement (VR) ;
- méthode de la valeur mathématique (VM).

Le tableau ci-dessous reprend, à titre purement indicatif et sans caractère contraignant, les différentes pondérations présentées dans le précédent guide.

	P.M.E. P.M.I. ⁸⁹		Entreprises ou sociétés importantes		Sociétés à activité non commerciale et non industrielle
Paquet de titres	Petite	Moyenne	Objet commercial	Objet industriel	Holdings ou SCI
Paquet majoritaire	$\frac{3 \text{ VM} + \text{VRent}}{4}$	$\frac{2 \text{ VM} + \text{VRent}}{3}$	$\frac{\text{VM} + \text{VRent}}{2}$	$\frac{\text{VM} + 2 \text{ VRent}}{3}$	$\frac{4 \text{ VM} + \text{VRent}}{5}$
Paquet minoritaire	$\frac{\text{VM} + \text{VRent}}{2}$	$\frac{\text{VM} + 2 \text{ VRent}}{3}$	$\frac{\text{VM} + 3 \text{ VRent}}{4}$		$\frac{2 \text{ VM} + \text{VRent}}{3}$

La Valeur de Rentabilité s'entend soit d'une valeur unique obtenue à partir d'une méthode par capitalisation d'un résultat normatif, Multiple, DCF ou VR, soit d'une moyenne (simple ou pondérée) de plusieurs de ces valeurs.

Sauf circonstances particulières, la valeur d'un paquet de titres majoritaire doit être supérieure à celle d'un paquet de titres minoritaire, le pouvoir de décision conférant des avantages objectifs à ceux qui l'exercent.

De la combinaison de méthodes à la valeur vénale des titres

En principe :

- le recours à des pondérations différentes selon que le titre emporte ou non pouvoir de décision permet d'écarter l'usage d'une prime de contrôle ou d'une décote de minorité ;
- dès lors que les méthodes employées tiennent compte des différents facteurs de risques pouvant influencer sur la valeur (illiquidité, contexte économique ou géographique, minorité...) et

⁸⁸ Si la détermination de la valeur de titres ne peut en règle générale être faite en fonction du seul actif net réévalué de la société, il est admis que cette méthode soit la seule utilisable lorsqu'il s'agit d'évaluer les titres d'une personne morale dont l'objet essentiel est la détention et la gestion d'un patrimoine privé (par exemple, Cour de cassation, 1^{er} février 1982, n° 79-17155, Montrichard ; JCP HOLDING ; RM Lamant JO AN 1^{er} juin 1987 p. 3170 n° 19525). Cependant cette jurisprudence reste spécifique à ce type de société (Cour de cassation, 3 avril 2003 n° 99-19901, Charlot).

⁸⁹ A titre d'illustration, selon l'annexe I au Règlement (UE) n° 651/2014 de la Commission du 17 juin 2014 :

– les PME sont constituées des entreprises qui occupent moins de 250 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 50 millions EUR ou dont le total du bilan annuel n'excède pas 43 millions EUR ;

– les petites entreprises sont constituées des entreprises qui occupent moins de 50 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel ou le total du bilan annuel n'excède pas 10 millions EUR.

que leur combinaison permet de dégager la valeur vénale du paquet de titres à évaluer, il n'y a pas lieu d'appliquer de décote sur la valeur obtenue.

Néanmoins, certaines caractéristiques ou risques spécifiques ne peuvent pas toujours être pris en compte ou le sont de manière insuffisante dans l'évaluation, ce qui peut conduire à un ajustement de la valeur des titres obtenue par combinaison des méthodes au moyen d'une décote globale.

Les primes et décotes sont abordées dans la Partie 4.

Enfin, la valeur unitaire d'un titre résulte du rapport entre la valeur vénale déterminée et le nombre de titres en circulation à la date du fait générateur, ce qui implique la prise en compte des éventuels événements intervenus sur le capital depuis la date de clôture de l'exercice de référence (une augmentation de capital, un rachat d'actions...).

Remarque sur la nature des titres

Lorsque le capital social est composé de plusieurs catégories de titres conférant des droits économiques différenciés (actions de préférence, titres convertibles, instruments donnant accès au capital...), l'évaluation doit porter sur la valeur vénale de chaque catégorie de titres. La valeur globale des capitaux propres doit, le cas échéant, faire l'objet d'une allocation entre catégories de titres en fonction de leurs droits économiques respectifs, selon une approche financière cohérente avec les caractéristiques juridiques des instruments émis.

Remarque sur les titres démembrés

Il ressort de la jurisprudence qu'en cas de démembrement de droits sociaux, l'usufruitier, conformément à l'article 582 du Code civil qui lui accorde la jouissance de toute espèce de fruits, n'a droit qu'aux dividendes distribués. Les titres grevés d'usufruit sont, dans un premier temps, évalués en pleine propriété, selon les méthodes préconisées par ce guide. Le barème prévu à l'article 669 du Code Général des Impôts est ensuite appliqué pour déterminer la valeur de la nue-propriété⁹⁰. Lorsque la valeur de l'usufruit est recherchée, la même démarche s'impose.

S'agissant de l'évaluation de l'usufruit temporaire de titres non cotés, le juge⁹¹ a validé le recours à la méthode des flux de trésorerie actualisés. Toutefois, cette dernière doit se fonder, non sur les résultats imposables prévisionnels de la société, mais sur ses distributions prévisionnelles. En effet, il s'agit d'identifier le montant qui sera effectivement perçu par l'usufruitier.

En tout état de cause, il convient de garder à l'esprit que Valeur en pleine propriété = valeur de l'usufruit + valeur de la nue-propriété.

À partir de la valeur vénale ainsi déterminée, l'évaluateur pourra utilement dégager les différents multiples induits (VE / EBITDA, VE / EBIT, Valeur des Capitaux Propres / Résultat net...) pour corroborer cette valeur avec des multiples sectoriels ou des sociétés comparables et s'assurer que les ordres de grandeurs sont cohérents.

Les éventuels écarts observés pourront être justifiés au regard des éléments du diagnostic stratégique et financier (croissance ou marge plus ou moins importante que la moyenne du secteur, avantage comparatif, contrainte particulière de liquidité, minorité, etc.).

L'évaluateur pourra de la même manière déduire des évaluations qui lui sont présentées les multiples induits, ce qui lui permettra d'obtenir un premier élément d'analyse.

⁹⁰ La valeur fiscale des droits démembrés est fixée par un barème dont l'application n'est obligatoire que pour la liquidation des droits d'enregistrement et de la taxe de publicité foncière (CGI art. 669).

⁹¹ Conseil d'État 9^e – 10^e chambres réunies, 30 septembre 2019, n° 419855.

PARTIE 4 : LES PRIMES ET DÉCOTES

L'application de primes et décotes ne peut en aucun cas être mécanique mais dépend des circonstances et du contexte propres à chaque évaluation ainsi qu'aux caractéristiques des titres à évaluer.

En effet, leur seul objet consiste à intégrer dans la valeur l'impact de caractéristiques qui ne l'ont pas été ou n'ont pas pu l'être dans les différentes méthodes ou paramètres utilisés.

Aussi, tout évaluateur est invité à expliquer et justifier leur pertinence.

L'évaluateur veillera également à ce qu'un risque (ou particularité) ne soit pas pris en compte deux fois, notamment lorsqu'il peut exister un chevauchement des notions (par exemple, décote de taille et décote d'illiquidité) ou s'il est déjà intégré dans un des paramètres utilisés.

Les principales primes et décotes sont présentées ci-après.

Lorsque la valeur des titres doit être ajustée pour plusieurs motifs, le niveau de décote s'apprécie de manière globale.

I – La prime de contrôle et la décote de minorité

Elles découlent du principe que la valeur des titres obtenue à partir de la valeur globale de la société peut varier en fonction du degré de contrôle que confère un paquet de titres. En supposant que le pouvoir de décision confère des avantages objectifs à ceux qui l'acquièrent, la valeur d'un paquet de titres majoritaire doit être supérieure à celle d'un paquet de titres minoritaire.

En principe, pour évaluer les titres non cotés, l'administration n'utilise pas de prime de contrôle ni de décote de minorité mais des pondérations différentes selon que le paquet de titres emporte ou non pouvoir de décision.

La prime de contrôle

La prime de contrôle correspond à un supplément de prix qu'un acquéreur est prêt à payer pour acquérir le contrôle d'une société.

Le principe d'une prime est régulièrement observé sur le marché boursier. La prime peut représenter, selon les circonstances, tout ou partie de l'écart entre le prix offert lors d'une transaction et le cours de bourse.

Le niveau de cette prime dépend notamment des avantages objectifs liés au contrôle (pouvoir de conduire la stratégie du groupe, désignation des dirigeants, politique de distribution...) mais aussi des avantages subjectifs liés à l'attractivité de la société, les synergies et économies de coûts attendues de l'opération⁹².

Son montant doit donc prendre en compte les avantages spécifiques liés au contrôle, propres à chaque situation. Il peut être déterminé forfaitairement à partir des observations du marché boursier.

Une prime de contrôle pour l'évaluation d'un paquet de titres cotés figurant à l'actif d'une société holding non cotée peut être appliquée au cours de bourse lorsque ce paquet emporte pouvoir de décision⁹³.

De même, un paquet de titres constituant une minorité de blocage peut être affecté d'une telle prime.

La décote de minorité

Un actionnaire minoritaire dispose, en principe, de moins d'informations et de pouvoir qu'un actionnaire majoritaire, particulièrement dans une société non cotée.

⁹² Les synergies attendues participent pour une grande part au niveau de primes observées sur le marché boursier.

⁹³ La Cour de cassation du 3 février 2015, n°13-25.306, a validé l'application d'une prime de contrôle de 20 % sur le cours de bourse d'une société cotée détenue et contrôlée par une holding non cotée, dans le cadre d'une donation.

Cette situation peut se traduire par une capacité limitée à influencer la politique de distribution des dividendes, ainsi qu'une absence de pouvoir réel sur les orientations stratégiques et la gouvernance de l'entreprise⁹⁴.

De façon générale, le recours à la méthode de la valeur de rendement fondée sur les bénéfices distribués, lorsqu'elle est applicable, permet d'apprécier plus particulièrement la valeur d'un paquet de titres minoritaire.

En revanche, en l'absence de distribution de dividendes, la valeur déterminée, par exemple, à partir d'une combinaison de méthodes qui ne prendrait pas suffisamment en compte le caractère minoritaire du paquet de titres à évaluer pourrait, selon les circonstances, être affectée d'une décote.

En présence de méthodes d'évaluation intégrant déjà le facteur minoritaire (notamment la valeur de rendement, la méthode des comparables boursiers, la méthode des DCF), l'application d'une décote de minorité peut conduire à une double prise en compte de l'absence de contrôle et donc à une sous-évaluation de l'entreprise.

En outre, minorité et illiquidité sont étroitement liées, la difficulté à céder un paquet de titres minoritaire d'une société non cotée tenant davantage à son illiquidité qu'à son caractère minoritaire.

Il conviendra donc d'éviter la situation dans laquelle la décote de minorité ferait double emploi.

Remarque sur la méthode des multiples :

Il est rappelé que les multiples boursiers représentent la position d'un actionnaire minoritaire, dans la mesure où le cours de bourse est attaché à la valeur d'une unique action.

En cas d'évaluation d'un paquet de titres minoritaires (ou participation minoritaire) à partir de multiples boursiers ou issus de transactions portant sur des paquets de titres minoritaires, il n'y a pas lieu d'appliquer de décote de minorité. Cependant, une décote pourra s'appliquer en cas de multiples issus de transactions portant sur des paquets majoritaires ou emportant le pouvoir de contrôle.

En cas d'évaluation d'un paquet de titres emportant le pouvoir de décision (ou participation majoritaire) à partir de multiples boursiers ou issus de transactions portant sur des paquets de titres minoritaires, une prime de contrôle pourra être appliquée.

Si l'échantillon est constitué de transactions portant à la fois sur des paquets majoritaires et minoritaires, une analyse plus approfondie sera nécessaire.

Cas particulier : le rachat de titres détenus par des actionnaires minoritaires de sociétés cotées peut donner lieu à une majoration du cours de bourse via une prime de contrôle notamment lorsqu'il permet à l'acquéreur le franchissement de seuils de contrôle.

II – La décote d'illiquidité (ou de moindre liquidité)

La décote d'illiquidité repose sur le principe qu'un investissement liquide a plus de valeur qu'un investissement illiquide, car il peut être cédé plus rapidement et à moindre coût. Ainsi, celle-ci s'applique généralement à la valeur de la chose cédée, c'est-à-dire la valeur des titres plutôt qu'à la valeur de l'actif économique (VE).

En effet, à l'inverse des titres cotés qui, se négociant sur un marché parfait, sont considérés comme totalement liquides⁹⁵, les titres non cotés se traitent sur un marché non organisé et étroit et ne peuvent être convertis immédiatement en liquidités sans perte de valeur.

Cet abattement s'impose dans deux cas :

⁹⁴ Même si l'actionnaire minoritaire dispose à hauteur de sa quote-part dans le capital, des mêmes droits sur les flux de trésorerie que l'actionnaire majoritaire.

⁹⁵ Sauf dans les cas où le marché ne remplit pas son rôle, (volume de transaction insuffisant sur le titre, acquisition d'un bloc de contrôle, etc.).

- lorsque la société est évaluée en fonction de la seule approche de l'actif net réévalué. En effet, la valeur patrimoniale obtenue correspond à la somme des valeurs des biens composant l'actif considérés comme liquides. Or, certains actifs ne sont pas liquides, ce qui conduit à l'application d'un abattement pour non liquidité.
- lorsque l'évaluation des titres non cotés est établie sur la base de données tirées du marché boursier (taux ou multiples⁹⁶).

Pour rappel : l'application d'un abattement ne se justifie pas lorsque la combinaison des méthodes d'évaluation permet d'aboutir à la valeur réelle de la société (Cf. Partie 3).

Remarque : En raison de la nature de certains actifs de la société, en particulier en présence d'actifs liquides importants, le niveau de la décote d'illiquidité sera nécessairement moindre.

Enfin, la notion de moindre liquidité se retrouve aussi dans les décotes de taille et d'incessibilité présentées ci-après.

III – La décote de taille

La décote de taille traduit l'idée que les sociétés de petite taille peuvent présenter un niveau de risque plus élevé entraînant une exigence de rendement supérieur de la part des investisseurs. En pratique, l'effet taille se matérialisera davantage, quand elle peut se justifier, par l'ajout d'une prime dans la détermination du coût du capital / coût des capitaux propres.

Cette décote/prime recouvre à la fois les effets liés à l'illiquidité (ou moindre liquidité) des titres des sociétés de petite taille et les effets liés aux risques fondamentaux intrinsèques associés à ces sociétés (absorption de coûts, moindre diversification, moindre accès aux ressources, risque de défaut plus important en raison de l'accès plus difficile au crédit, dépendance au dirigeant, etc.).

Certains de ces facteurs sont susceptibles d'être déjà pris en compte au niveau des résultats (flux) normatifs, paramètres ou décotes. L'évaluateur devra donc veiller à l'absence de double emploi susceptible d'entraîner *in fine* une diminution excessive et injustifiée de la valeur, notamment au regard du lien étroit existant entre taille et illiquidité.

En tout état de cause, le recours à une prime de taille ne saurait être mécanique ni résulter du seul usage de place. Celle-ci doit être appréciée au regard des éléments du diagnostic, être cohérente avec les spécificités du cas d'espèce et justifiée économiquement.

Certaines caractéristiques peuvent également amener à relativiser son utilisation (absence des risques économiques liés, une société qui appartient en réalité à un groupe et bénéficie de son appui...).

IV – La décote liée aux contraintes juridiques ou contractuelles (incessibilité)

Il s'agit d'une décote de moindre liquidité liée à l'existence de restrictions à la libre cessibilité des titres. C'est notamment le cas de certaines clauses statutaires ou contractuelles (pacte d'actionnaires...).

Par conséquent, seule une lecture attentive des statuts et du pacte d'actionnaires permet d'analyser l'étendue de ces restrictions qui doit alors être appréciée au cas par cas.

Cependant, cette décote n'affecte, en règle générale, que les paquets de titres minoritaires dès lors que les associés majoritaires, sauf si l'unanimité est requise, ne souffrent évidemment pas de ces contraintes juridiques.

⁹⁶ Dans le cadre de l'évaluation à partir de multiples boursiers, lorsque le paquet d'actions non cotées à valoriser emporte pouvoir de contrôle, la décote pour non liquidité peut se compenser par l'application d'une prime de contrôle.

L'existence de pactes d'actionnaires – qui est une convention entre les parties signataires, et peut affecter temporairement la liquidité du fait de la volonté de celui qui le signe – ne justifie pas d'abattement supplémentaire, dès lors qu'ils comportent également des avantages.

La Cour de cassation⁹⁷ a ainsi jugé qu'il était nécessaire de tenir compte, pour apprécier l'incidence d'une clause d'agrément, tant des avantages que des inconvénients qu'elle emportait. La même appréciation s'applique aux pactes d'actionnaires.

Par ailleurs, conformément au Code de commerce, les statuts prévoient généralement, en cas de refus d'agrément, l'obligation pour la société d'acquérir ou faire acquérir les titres, la clause d'agrément ne faisant que différer la cession, ce qui limiterait le niveau de décote applicable.

Enfin, il est précisé que l'existence d'une clause d'inaliénabilité dans un acte de donation (restreignant la libre cessibilité des titres obtenus par les donataires) est sans effet sur la valeur vénale des titres de même que l'existence d'engagements de conservation attachés au pacte Dutreil.

V – La décote dite « homme-clé »

La décote dite « homme-clé » prend en compte les risques éventuels liés à une forte dépendance de l'entreprise à l'égard de son dirigeant ou des personnes identifiées dont les qualités participent au développement de l'entreprise, en cas de cessation de ses fonctions (perte de chiffre d'affaires, diminution de la rentabilité).

Elle est reconnue par la jurisprudence⁹⁸.

Elle s'apprécie au regard des conditions de l'opération et des éventuelles mesures mises en place pour atténuer le risque, par exemple dans le cadre d'une succession préparée en amont ou de la souscription par l'entreprise d'une assurance visant à couvrir les conséquences financières liées à la disparition de l'homme-clé.

Ce risque « homme-clé » est surtout présent dans les petites entreprises. Ainsi, le recours à une prime spécifique de taille dans la détermination du coût du capital/coût des capitaux propres peut déjà intégrer ce risque.

Il convient donc de ne pas prendre en compte ce risque une seconde fois.

VI – La décote de holding

La décote de holding est une décote globale destinée à couvrir plusieurs facteurs susceptibles d'affecter la valeur de la société dont :

- l'illiquidité de ses actifs qui peut inclure l'illiquidité liée à la détention d'une participation minoritaire⁹⁹ (en prenant garde aux titres dilutifs) ;
- le coût de fonctionnement de la holding (dont la rémunération du management) ;
- la complexité de la structure du groupe si elle se justifie ;
- la fiscalité latente ;
- l'endettement ;
- le caractère minoritaire du paquet de titres transmis.

L'application d'une décote globale exclut l'application de toute autre décote qui serait surabondante notamment au regard du caractère minoritaire du paquet de titres transmis.

Historiquement, cette décote intégrait également l'impact de la fiscalité sur les plus-values latentes réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation. Or, depuis la loi de finances rectificative pour 2004¹⁰⁰, les plus-values nettes à long terme réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation ou de titres assimilés détenus depuis au moins deux ans sont exonérées pour les exercices

⁹⁷ Cour de cassation, 1^{er} avril 1997, n° 872 D Marion : la Cour a retenu une décote de 10 %.

⁹⁸ CAA Bordeaux, 22 novembre 2016, n°14BX03320, qui au cas d'espèce a fixé le quantum de cette décote à 10 %.

⁹⁹ Sauf si ce facteur a déjà été pris en compte dans l'évaluation des participations.

¹⁰⁰ N°2004-1485, 30 décembre 2004, art. 39.

ouverts à compter de 2007 sous réserve de la réintégration d'une quote-part de frais et charges fixée à 12 %¹⁰¹, soit une imposition effective de 12 % x taux d'IS.

En outre, l'absence de contrôle sur ses participations n'apparaît pas comme un critère d'appréciation en tant que tel. En cas de détention minoritaire, c'est la moindre liquidité liée à cette détention qui peut influencer sur l'appréciation de l'illiquidité générale du sous-jacent. Néanmoins, si l'évaluation de ces participations tient déjà compte de leur illiquidité (et/ou minorité), il convient de ne pas en tenir compte une deuxième fois via la décote de holding.

Par ailleurs, la référence aux décotes de holdings observées sur les marchés boursiers¹⁰² ne saurait être pertinente que si la société holding à évaluer est comparable.

En effet, la décote de holding s'observe, pour les holdings cotées, par la différence entre leur capitalisation boursière et la valeur de leur ANR (sans recours à une éventuelle combinaison de méthodes).

De surcroît, ces holdings cotées peuvent détenir un certain nombre de lignes de participations dans des sociétés très variées, dans le cadre d'opérations de capital-investissement et de capital-risque, et disposent de moyens importants pour gérer leurs investissements.

L'observation du marché boursier montre que les sociétés holdings cotées détenant une unique participation elle-même cotée peuvent également subir une décote de holding pouvant notamment résulter d'un capital flottant (actions disponibles pour être échangées sur le marché boursier) ou d'un volume d'échanges plus faible que celui de leur filiale, se traduisant par une moindre liquidité de l'action.

En principe, lorsque l'actif de la société holding à évaluer est principalement constitué de sa participation dans son unique filiale, la décote de holding est limitée¹⁰³.

De même, en présence d'une trésorerie significative, la pertinence de la décote de holding doit être analysée afin d'éviter d'appliquer une décote sur des disponibilités ou équivalents.

Enfin, en règle générale, la décote de holding doit être appliquée sur la valeur patrimoniale de la société lorsque seule cette approche est retenue pour l'évaluation des titres. Cette décote est évidemment moindre ou nulle lorsque la valeur est recherchée, non à partir de la seule valeur patrimoniale, mais à partir d'une combinaison de méthodes intégrant une valeur de rentabilité, qui ferait ressortir une décote implicite significative¹⁰⁴.

Cas des cascades de holdings

Les cascades de holdings représentent le cas où une même société est détenue par une société holding, elle-même détenue par une société holding, etc. L'évaluateur veillera à ne pas appliquer mécaniquement à chaque niveau d'interposition une décote de holding qui aboutirait in fine à une décote totale excessive de sa valeur patrimoniale.

En effet, les sociétés intermédiaires ne font pas l'objet de décote particulière lorsqu'elles sont des pures holdings passives.

Il convient donc d'analyser ces cascades de holdings au cas par cas.

VII – La décote pour fiscalité latente

Cette décote trouve éventuellement à s'appliquer dans le cadre de la valeur patrimoniale lors de la revalorisation des actifs immobilisés (Cf. partie III-F).

¹⁰¹ Initialement fixé à 5 % du montant net des plus-values de cessions de titres de participation, ce taux a été porté à 10 % pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2011, puis à 12 % du montant brut des plus-values pour les exercices clos à compter du 31/12/2012.

¹⁰² S'agissant d'observations boursières, les décotes observées sur le marché reflètent la position d'un actionnaire minoritaire.

¹⁰³ CE 3^e et 8^e ss-sect., 20 juin 2012 n°343033, m. c/ Mallart, concl. E. Cortot-Boucher.

¹⁰⁴ Cour de cassation, chambre commerciale, 3 février 2015, n° 13-25306.

En principe, les biens immobilisés nécessaires à l'exploitation n'ont pas vocation à être cédés par un repreneur. Au contraire, ils sont indispensables à la poursuite de l'activité de la société. En cas de revalorisation, il n'y a donc pas lieu de tenir compte d'une fiscalité latente.

En revanche, si le bien revalorisé n'est pas nécessaire à l'exploitation (la société peut envisager de le céder sans nuire au bon déroulement de son activité), il est possible de déduire des frais et un impôt latent.

Le cas particulier des SCI est abordé dans la fiche n°4.

EXEMPLE D'APPLICATION

L'exemple est présenté à des fins pédagogiques. Il n'a d'autre objet que d'illustrer les différentes étapes d'une évaluation.

Par simplification, le taux de l'IS est de 25 %.

Contexte

Le 20/07/N+1, il est demandé d'évaluer l'intégralité des titres de la SAS holding PARFUMS.

Dans ce cadre, l'évaluateur a échangé avec le dirigeant de l'entreprise qui ne lui a pas communiqué de plan d'affaires.

Présentation de la Société PARFUMS

La Société PARFUMS a pour activité :

- l'acquisition et la gestion de toutes participations ou valeurs mobilières ;
- la prise de participation ou d'intérêts dans toutes sociétés et entreprises commerciales, industrielles, agricoles, financières, mobilières ou immobilières ;
- l'acquisition, la mise en valeur, l'administration, l'exploitation, la location, la vente en totalité ou en partie et l'échange de tous fonds de commerce, terrains et immeubles ;
- toutes études, transactions, opérations d'intermédiaire, conseils, services, prestations aux sociétés et entreprises.

Il s'agit une société holding détenant une unique participation (95 %) dans la Société COFFRETS ayant pour activité la sous-traitance de fabrication et conditionnement de parfums et produits cosmétiques. La société PARFUMS a opté pour le régime mère-fille.

Le capital social de la holding PARFUMS de 1 000 000 € est divisé en 1 000 actions ordinaires d'une valeur nominale de 1 000 €.

Principales données comptables de la holding PARFUMS:

Bilan PARFUMS	31/12/N-2	31/12/N-1	31/12/N
Participation	1 000 000	1 000 000	1 000 000
Disponibilités et VMP	4 800 000	4 264 000	3 925 000
TOTAL ACTIF	5 800 000	5 264 000	4 925 000
Capitaux propres	4 800 000	4 855 000	4 925 000
Capital social	1 000 000	1 000 000	1 000 000
Réserves	3 750 000	3 800 000	3 855 000
Résultat de l'exercice	50 000	55 000	70 000
Emprunts et dettes financières	1 000 000	409 000	0
TOTAL PASSIF	5 800 000	5 264 000	4 925 000

Compte de résultat PARFUMS	31/12/N-2	31/12/N-1	31/12/N
Chiffre d'affaires	0	0	0
Charges externes	-10 000	-10 000	-10 000
Charges de personnel	0	0	0
Produits financiers	100 000	90 000	90 000
Charges financières	-40 000	-25 000	-10 000
Résultat courant avant impôts	50 000	55 000	70 000
Impôt sur les sociétés (régime mère-fille)*	0	0	0
Résultat net	50 000	55 000	70 000

* La holding ayant opté pour le régime fiscal des sociétés mères et filiales, seule une quote-part équivalente à 5 % des dividendes perçus, est réintégrée au résultat imposable de la holding et soumise à l'impôt sur les sociétés. Sur la période observée, le montant des charges étant supérieur à la quote-part imposable, la holding PARFUMS n'est pas redevable de l'impôt sur les sociétés.

L'évaluateur constate l'absence de flux caractéristiques d'une activité industrielle ou commerciale propre. Les produits financiers sont issus de remontées de dividendes de la société COFFRETS et du placement de trésorerie.

L'actif de la holding est composé uniquement du montant de sa participation ainsi que de disponibilités et valeurs mobilières de placement. L'évaluateur s'interroge sur le montant élevé des disponibilités et

valeurs mobilières de placement. Après des recherches et des échanges avec le dirigeant, il constate que la holding avait cédé l'intégralité de sa participation dans une autre société de conditionnement pour 5 000 000 € en N-6.

S'agissant du passif, la société a fini de rembourser son emprunt bancaire au cours de l'exercice N et n'envisage pas de contracter un nouvel emprunt. La société n'est donc plus endettée à la date de l'évaluation.

Enfin, selon le dernier procès-verbal de la Société, une distribution de dividendes de 750 000 € a été réalisée en juin N+1.

L'évaluation de la société PARFUMS repose donc essentiellement sur la revalorisation de sa participation dans la société COFFRETS.

La société COFFRETS

Prise de connaissance générale

La Holding PARFUMS avait fait l'acquisition en N-5 de 95 % de la société COFFRETS, basée dans la région Normandie, pour 1 000 000 €.

Capital social	Nb titres	%
Holding PARFUMS	47 500	95%
Autres actionnaires	2 500	5%
TOTAL	50 000	100%
Valeur nominale	10 €	

La société, spécialisée dans la sous-traitance et le conditionnement de parfums et de produits cosmétiques, offre des solutions sur mesure pour les marques de beauté. Elle met à disposition son expertise dans l'embouteillage, l'étiquetage, et le packaging de produits haut de gamme, en garantissant un respect strict des normes de qualité et de sécurité.

D'après son site internet et des articles de presse, la société, grâce à son savoir-faire, est en mesure de prendre en charge des projets de petites comme de grandes séries. Faisant preuve de flexibilité et de réactivité dans ses relations commerciales, elle s'adapte aux besoins spécifiques de ses clients, partenaires locaux et internationaux. Elle compte parmi ses clients de grandes marques.

La société bénéficie d'infrastructures modernes et d'une équipe qualifiée permettant d'offrir un service clé en main, de la conception à la distribution.

Analyse de l'environnement externe

L'évaluateur se documente sur le marché. Selon une étude sectorielle, les marchés mondiaux de la cosmétique et de la parfumerie sont très dynamiques avec une croissance moyenne annuelle de 5 % depuis N-8. L'Union Européenne représente le 1^{er} marché mondial, la France, en particulier, en est le premier producteur. Le « made in France » bénéficie donc d'une renommée internationale.

De surcroît, la Normandie est une des régions les plus dynamiques de la cosmétique et de la parfumerie en termes d'emplois en France. La région accueille les sites de plusieurs leaders mondiaux de la cosmétique. Le rapport précise que l'ensemble de la filière est bien organisé à l'échelle régionale.

Ainsi, la société COFFRETS, à travers son implantation, s'inscrit pleinement dans cette filière et ce tissu industriel riches mais concurrentiels.

Cette étude précise également que la demande pour des produits respectueux de l'environnement est en forte croissance, ouvrant la voie à des services spécialisés dans le conditionnement de produits écoresponsables.

C'est aussi l'occasion de saisir des opportunités sur les marchés émergents, où la demande pour les cosmétiques et les parfums est en pleine expansion avec un savoir-faire français très apprécié.

Néanmoins, la sous-traitance dans ce secteur attire de nombreux acteurs, parfois mieux positionnés en termes de coûts ou d'innovation. De surcroît, les hausses de prix des ingrédients et des matériaux de conditionnement (verre, plastique, étiquettes) peuvent affecter les marges bénéficiaires.

Enfin, à la suite de nouvelles directives, les exigences légales et environnementales se renforcent augmentant les coûts de conformité et les contraintes administratives.

Par ailleurs, lors de ses recherches, l'évaluateur a relevé quatre transactions sur des sociétés comparables.

Diagnostic interne

L'évaluateur constate les éléments suivants :

La SAS COFFRETS dispose d'un savoir-faire reconnu dans le conditionnement de produits de beauté, avec des technologies modernes d'embouteillage et de packaging. Son outil de production lui permet de gérer des commandes de petites et grandes séries, ce qui permet de répondre aux besoins d'une clientèle diversifiée.

La société a su constituer, au fil des ans, une équipe de production qualifiée qui, associée à des outils de production modernes et efficaces, lui permettent de s'adapter rapidement à la demande.

Elle est reconnue pour son respect strict des normes internationales, garantissant des produits de haute qualité conformes aux exigences du marché, ce qui lui permet de collaborer avec des fournisseurs et des marques de renom, renforçant la crédibilité de l'entreprise dans l'industrie. Toutefois, une augmentation de certains coûts est à prévoir à la suite de l'évolution du cadre réglementaire (conformité...).

Une part significative de son chiffre d'affaires repose sur quelques clients majeurs, créant une dépendance susceptible d'affecter l'activité en cas d'évolution de leurs volumes de commandes.

La société, par ailleurs, ne bénéficie d'aucun contrat long terme (supérieur à 6 ans) avec ses principaux clients. Ces derniers lui fournissent la majorité des composants qu'elle utilise, ce qui accentue sa dépendance à leur égard.

Les investissements réalisés depuis N-2 pour moderniser et automatiser sa chaîne de production ont permis une amélioration de la productivité et des marges d'exploitation.

Diagnostic financier

Principales données comptables de la société COFFRETS :

Bilan COFFRETS	31/12/N-2	31/12/N-1	31/12/N
Immobilisations corporelles	1 900 000	2 300 000	2 500 000
Stocks	550 000	560 000	515 000
Clients	1 950 000	2 030 000	2 150 000
Disponibilités et VMP	1 600 000	2 089 750	3 078 750
TOTAL ACTIF	6 000 000	6 979 750	8 243 750
Capitaux propres	3 745 000	4 418 750	5 292 750
<i>Capital social</i>	500 000	500 000	500 000
<i>Réserves</i>	2 526 500	3 195 000	3 868 750
<i>Résultat de l'exercice</i>	718 500	723 750	924 000
Emprunts et dettes financières	220 000	500 000	800 000
Dettes fournisseurs	970 000	957 000	1 120 000
Dettes fiscales et sociales	1 065 000	1 104 000	1 031 000
TOTAL PASSIF	6 000 000	6 979 750	8 243 750

Compte de résultat COFFRETS	31/12/N-2	31/12/N-1	31/12/N
Chiffres d'affaires nets	12 000 000	12 400 000	12 850 000
Coût d'achat marchandises et matières premières	-1 050 000	-1 230 000	-1 450 000
Marge brute	10 950 000	11 170 000	11 400 000
<i>Taux de marge brute</i>	<i>91,3 %</i>	<i>90,1 %</i>	<i>88,7 %</i>
Autres achats et charges externes	-2 810 000	-2 940 000	-2 860 000
Impôt et taxes	-350 000	-360 000	-380 000
Charges de personnel	-6 500 000	-6 420 000	-6 300 000
Excédent brut d'exploitation (EBE)	1 290 000	1 450 000	1 860 000
Dotations aux amortissements nettes	-200 000	-280 000	-320 000
Résultat d'exploitation (REX)	1 090 000	1 170 000	1 540 000
<i>Taux REX / CA</i>	<i>9,1 %</i>	<i>9,4 %</i>	<i>12,0 %</i>
Résultat financier	-2 000	-5 000	-8 000
RCAI	1 088 000	1 165 000	1 532 000
Résultat exceptionnel	70 000	0	0
Participation des salariés	-200 000	-200 000	-275 000
IS (25%)	-239 500	-241 250	-333 000
Résultat net	718 500	723 750	924 000
<i>Résultat net sur CA</i>	<i>5,99 %</i>	<i>5,84 %</i>	<i>7,19 %</i>

La société est bénéficiaire. L'évaluateur constate que l'activité est en légère croissance sur la période observée, toutefois, le résultat net de l'exercice N est en forte hausse (+28 %). Cette évolution s'explique par des gains de productivité obtenus grâce aux investissements réalisés, qui se traduit par une amélioration des marges d'exploitation (12 % en N soit dans la moyenne du secteur, contre 9 % en N-2 et N-1).

La marge brute élevée est due au positionnement de la société en tant que sous-traitant, la majorité des composants étant livrés par les clients.

Le principal poste de charges est constitué des charges de personnel, hors participation des salariés, qui se sont légèrement réduites (54 % du chiffre d'affaires en N-2 à 49 % en N).

Concernant la rémunération du gérant, l'évaluateur constate à partir de données statistiques (INSEE et revues spécialisées), que la rémunération normative, tenant compte de la taille de l'entreprise et de son secteur, est d'environ 50 000 € inférieure à celle observée dans la Société COFFRETS.

En N-2, il est observé un résultat exceptionnel de 70 000 € lié à la cession d'immobilisations.

L'évaluateur détermine alors les différents agrégats retraités de la société. Il tient compte de la participation des salariés, du retraitement de la rémunération du gérant et il écarte le résultat exceptionnel non reproductible.

EBIT	31/12/N-2	31/12/N-1	31/12/N
Résultat d'exploitation	1 090 000	1 170 000	1 540 000
- Participation des salariés	-200 000	-200 000	-275 000
+ Retraitement rémunération	50 000	50 000	50 000
EBIT	940 000	1 020 000	1 315 000

Résultat net récurrent	31/12/N-2	31/12/N-1	31/12/N
RCAI	1 088 000	1 165 000	1 532 000
- Participation des salariés	-200 000	-200 000	-275 000
+ Retraitement rémunération	50 000	50 000	50 000
= RCAI retraité	938 000	1 015 000	1 307 000
- IS (25%)	-234 500	-253 750	-326 750
Résultat net retraité	703 500	761 250	980 250

Remarque sur la rémunération du dirigeant : ce retraitement est proposé à titre pédagogique. En pratique, cet écart de rémunération peut se justifier par la très bonne performance de l'entreprise par rapport à la moyenne sectorielle.

Les investissements ont été en partie financés par emprunts bancaires entraînant une augmentation des charges financières. Celles-ci sont en partie compensées par des produits financiers liés au placement de la trésorerie et valeurs mobilières de placement.

Le premier poste de l'actif de la société est constitué des disponibilités et valeurs mobilières de placement. Cela se traduit au passif par d'importantes réserves au niveau des capitaux propres.

Endettement net COFFRETS	31/12/N-2	31/12/N-1	31/12/N
+ Dettes bancaires et financières	220 000	500 000	800 000
- Disponibilités et VMP	-1 600 000	-2 089 750	-3 078 750
= Endettement net	-1 380 000	-1 589 750	-2 278 750

La société est en situation de trésorerie nette, ses disponibilités et valeurs mobilières de placement couvrent largement ses emprunts et dettes financières, ce qui témoigne d'une bonne santé financière. L'évaluateur a observé l'endettement net de la société sur les exercices antérieurs et constate que la situation de trésorerie nette est structurelle et récurrente.

L'analyse du Besoin en Fonds de Roulement (BFR) de la Société COFFRETS fait ressortir un niveau de BFR en jours de chiffre d'affaires stable et entièrement financé par ses ressources à long terme. L'évaluateur n'a pas identifié de saisonnalité du BFR susceptible d'affecter le niveau de trésorerie nette normatif à la clôture.

BFR	31/12/N-2	31/12/N-1	31/12/N
Stocks	550 000	560 000	515 000
Clients	1 950 000	2 030 000	2 150 000
- Dettes fournisseurs	-970 000	-957 000	-1 120 000
- Dettes fiscales et sociales	-1 065 000	-1 104 000	-1 031 000
Besoin en Fonds de Roulement (BFR)	465 000	529 000	514 000
<i>BFR en jours de chiffre d'affaires</i>	<i>14</i>	<i>15</i>	<i>14</i>

Le bilan économique est alors le suivant :

Bilan économique	31/12/N-2	31/12/N-1	31/12/N
Immobilisations nettes	1 900 000	2 300 000	2 500 000
BFR	465 000	529 000	514 000
Actif économique	2 365 000	2 829 000	3 014 000
Capitaux propres	3 745 000	4 418 750	5 292 750
Endettement net	-1 380 000	-1 589 750	-2 278 750
Capitaux investis	2 365 000	2 829 000	3 014 000

La société COFFRETS verse chaque année un dividende de 50 000 €.

Choix des méthodes

Aucune transaction portant sur les titres de la société COFFRETS n'a été réalisée au cours des deux exercices précédant le fait générateur. Dès lors, l'évaluateur aura recours à une combinaison de méthodes.

Eu égard aux informations disponibles, et en l'absence de plan d'affaires, l'évaluation des titres sera effectuée à partir de :

- l'approche fondée sur la rentabilité dégagée par la société, qui fait appel à des flux financiers ou économiques : valeur par capitalisation d'un résultat d'exploitation normatif et valeur par un multiple d'EBIT ;
- l'approche patrimoniale : l'actualisation de l'actif net comptable permettra de déterminer la valeur mathématique ou patrimoniale (VM). Afin d'apprécier la valeur du capital immatériel de la société COFFRETS, l'évaluateur s'appuiera sur la méthode de la rente de survaleur (ou *goodwill*).

Dès lors que la politique de distribution des dividendes est déterminée par la holding PARFUMS, et que leur montant est faible (entre 5 % et 7 % sur la période observée), l'évaluateur écarte logiquement la méthode dite de la valeur de rendement.

Mise en œuvre des méthodes

1 – L'approche par les flux ou valeurs de rentabilité

La capitalisation d'un résultat d'exploitation normatif

→ Première étape : Détermination de R, soit le résultat d'exploitation normatif. L'évaluateur reprend le résultat d'exploitation retraité, correspondant au cas présent à l'EBIT qu'il a déterminé lors du diagnostic financier diminué de l'IS théorique (25 %).

La pondération retenue est la suivante : 1 x N-2, 2 x N-1 et 3 x N. Cette pondération vise à privilégier l'exercice N, dernier exercice connu avant la date du fait générateur et plus représentatif des perspectives de la société.

Le résultat d'exploitation net d'IS normatif est égal à 865 625 €.

Détermination du résultat d'exploitation normatif	31/12/N-2	31/12/N-1	31/12/N
REX retraité (EBIT)	940 000	1 020 000	1 315 000
IS théorique (25%)	-235 000	-255 000	-328 750
REX retraité après IS (EBIT après IS)	705 000	765 000	986 250
<i>Pondération</i>	1	2	3
Résultat d'exploitation normatif			865 625

→ Deuxième étape : détermination de k, le coût du capital par l'approche directe.

Le taux de rendement des emprunts d'État à long terme, à échéance 10 ans à la date du fait générateur est de 3,30 %.

Selon les dernières publications, la prime prospective de risque du marché français est de 5,32 %.

S'agissant du bêta, l'évaluateur se réfère à un site de référence en libre accès. Il observe que le bêta désendetté du secteur « Emballage et Conditionnement » auquel l'activité de la société COFFRETS pourrait être rattachée est de 0,59. Cependant, l'ensemble des clients est constitué de sociétés du secteur de la parfumerie et des cosmétiques, qui sont regroupées au sein de la catégorie « Produits domestiques » dont le bêta désendetté observé est de 0,85.

En conséquence l'évaluateur retient un bêta de 0,85.

Remarque sur le Bêta : la société étant en situation de trésorerie nette récurrente, le bêta de ses capitaux propres est plus faible que le bêta de son activité.

Par ailleurs, l'évaluateur a relevé que la société est non cotée, de petite taille sur un marché concurrentiel, confrontée à un risque de dépendance clients (et fournisseurs) et à un risque lié à l'évolution du cadre réglementaire.

Néanmoins, la société présente une situation financière saine (trésorerie nette excédentaire) et ses capitaux propres se sont significativement renforcés sur la période observée.

Selon une étude récente, la prime spécifique qui recouvre ce type de risques pour une entreprise de cette taille se situe généralement entre 4 et 6 % et inclut la moindre liquidité.

Au regard de son diagnostic, l'évaluateur retient la prime moyenne de 5 %.

Il en ressort un coût du capital de 12,82 %.

→ Troisième étape : détermination de la Valeur de l'Actif Économique par application de la formule
 $VE = R \times (1+g) / (k-g)$.

À la date du fait générateur, le taux de croissance à long terme de l'économie ressort à 2,30 %.

Capitalisation du résultat d'exploitation normatif		31/12/N
Résultat d'exploitation normatif	R	865 625
Coût du capital	k	12,82 %
Taux de croissance à long terme	g	2,30 %
Valeur de l'Actif Économique (VE)	$VE = R \times (1+g) / (k-g)$	8 417 627

La Valeur de l'Actif Économique ressort à 8 417 627 € .

→ Quatrième étape : Détermination de la Valeur des Capitaux Propres

La société présente un endettement net négatif de – 2 278 750 € traduisant une situation de trésorerie nette qui s'ajoute à la valeur de l'Actif Économique pour aboutir à la Valeur des Capitaux Propres.

Détermination de la Valeur des capitaux Propres	31/12/N
Valeur de l'Actif Économique (VE)	8 417 627
Endettement net	-2 278 750
Valeur des Capitaux Propres	10 696 377

La Valeur des Capitaux Propres de la société COFFRETS déterminée par la capitalisation du résultat normatif s'établit à 10 696 377 €.

La méthode du multiple d'EBIT

L'EBIT moyen est déterminé comme la moyenne pondérée des EBIT des trois derniers exercices précédant le fait générateur (après retraitements vus dans le diagnostic financier).

EBIT	31/12/N-2	31/12/N-1	31/12/N
EBIT	940 000	1 020 000	1 315 000
<i>Pondération</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
EBIT moyen pondéré	1 154 167		

L'évaluateur a recensé quatre transactions portant sur des sociétés non cotées comparables ayant le même profil de croissance, de marges et de taille similaire.

L'évaluateur reconstitue la Valeur d'Entreprise (VE) pour chacun des comparables afin de déterminer les multiples d'EBIT.

Le multiple moyen ressort à 6.

Il convient alors d'appliquer ce multiple à l'EBIT moyen de la Société COFFRETS afin de déterminer la VE à laquelle l'endettement net doit être retranché. La Société étant en situation de trésorerie nette, le calcul consiste à ajouter le montant de cette trésorerie.

Méthode du multiple d'EBIT	31/12/N
EBIT moyen	1 154 167
Multiple des comparables	6
Valeur d'Entreprise (VE)	6 925 000
Endettement net au 31/12/N	-2 278 750
Valeur des capitaux propres selon la méthode du multiple	9 203 750

La valeur issue du multiple de l'EBIT est de 9 203 750 €.

La valeur de rentabilité

Compte tenu de la proximité des valeurs obtenues par les deux méthodes mises en oeuvre, l'évaluateur retient comme valeur de rentabilité (VRent) une moyenne simple.

Détermination de la valeur de rentabilité (Vrent)	31/12/N
Capitalisation du résultat d'exploitation normatif	10 696 377
Multiple de l'EBIT	9 203 750
Valeur des capitaux propres par la méthode de rentabilité (Vrent)	9 950 064

La valeur de rentabilité est de 9 950 064 €.

2 – L'approche patrimoniale

Les immobilisations corporelles sont essentiellement composées des constructions et agencements. La société ayant récemment modernisé ses infrastructures, l'évaluateur estime qu'il n'y a pas lieu de réévaluer ces actifs.

Évaluation du capital immatériel par la méthode du *goodwill*

Eu égard à la situation de trésorerie nette, l'évaluateur privilégie le calcul du *goodwill* à partir de la rente des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE).

L'évaluateur retient :

- en guise de CPNE, le montant comptable de l'actif économique : 3 014 000 € ;
- comme résultat normatif, le résultat déterminé dans la méthode de capitalisation du résultat d'exploitation normatif : 865 625 € ;
- le coût du capital déterminé précédemment 12,82 %.

Sur la base de son diagnostic, l'évaluateur retient une durée de la rente limitée à 6 ans.

Rente de la survaleur et valeur du goodwill		Montant
CPNE	CPNE	3 014 000
Taux de rémunération attendu (Coût du capital)	k	12,82 %
Résultat minimum attendu	k x CPNE	386 395
REX normatif après IS	RE	865 625
Superprofit	RE – (k x CPNE)	479 230
Taux d'actualisation de la rente (Coût du capital)	i	12,82 %
Durée de la rente retenue	n	6
Multiple de la rente correspondant	Formule de la rente	4,02
Valeur du goodwill	Superprofit x multiple	1 925 388
Valeur comptable des éléments incorporels		0
Plus-value latente sur les éléments incorporels		1 925 388
Capitaux propres		5 292 750
Valeur des capitaux propres par la méthode de l'ANR		7 218 138

La valeur du *goodwill* ainsi déterminée est de 1 925 388 €, et l'ANR s'élève à 7 218 138 €.

3 – La combinaison

La valeur de la société COFFRETS provient principalement de sa capacité à générer une rentabilité. Dès lors, l'évaluateur retient une moyenne pondérée privilégiant la valeur de rentabilité (Vrent).

Évaluation COFFRETS		
ANR ou Valeur Mathématique	VM	7 218 138
Valeur de Rentabilité	Vrent	9 950 064
Valeur des Capitaux propres	$\frac{VM + 2 Vrent}{3}$	9 039 422

S'agissant des primes et décotes, l'évaluateur a tenu compte de la moindre liquidité et de la taille de la société en appliquant une prime spécifique majorant le taux d'actualisation. En outre, la méthode du multiple repose sur des comparables non cotés.

Par ailleurs, le paquet de titres détenu (95 %) pourrait justifier l'application d'une prime de contrôle. Ainsi, l'évaluateur considère qu'il n'y a pas lieu d'appliquer de décote ou prime à la valeur obtenue par combinaison de valeurs.

La Valeur des Capitaux Propres de la société COFFRETS (100 %) ressort à 9 039 422 €.

4 – La détermination de la valeur des titres PARFUMS

La holding PARFUMS détient 95 % de la société COFFRETS, d'une valeur de 8 587 451 €.

Détermination Valeur de la participation	31/12/N
Valeur des capitaux propres COFFRETS	9 039 422
Pourcentage de détention par la société PARFUMS	95 %
Valeur de la participation	8 587 451

L'évaluateur détermine ensuite l'ANR de la holding en tenant compte de :

- la plus-value latente sur la valeur de la participation ;
- la distribution de dividendes de juin N+1, dès lors que celle-ci a été réalisée avant la date de l'évaluation.

Détermination ANR	
Capitaux propres comptables au 31/12/N	4 925 000
- Distribution de dividendes en juin N+1	-750 000
+ Valeur de la participation	8 587 451
- Valeur comptable de la participation	-1 000 000
ANR (ou VM)	11 762 451

L'ANR de PARFUMS s'élève à 11 762 451 €.

L'évaluation d'une société holding à partir de son actif net réévalué s'accompagne habituellement de l'application d'une décote dite « de holding ».

Au cas d'espèce, l'actif de la holding comprend principalement sa participation majoritaire dans la société COFFRETS et un montant significatif de disponibilités et valeurs mobilières de placement. La holding n'est pas endettée et ses coûts de structure sont négligeables.

L'évaluateur en conclut que la décote de holding est nécessairement faible et il limite cette décote à 10 %.

Détermination de la valeur des titres	
ANR	11 762 451
Décote de holding	10,00 %
Valeur des capitaux propres après décote	10 586 206
Arrondie à	10 586 000
<i>Nombre total de titres</i>	<i>1 000</i>
Valeur unitaire	10 586

La valeur des titres de la société PARFUMS après décote est de 10 586 000 €.

Fiche 1 : Exemples de retraitements

Agrégat de départ	Compte de résultat
Principaux retraitements et reclassements	Les charges de crédit-bail : diminution des « autres charges et charges externes » et reclassement en amortissements et charges financières
	Les rémunérations non normatives : $\pm$ du résultat normatif
	Les loyers immobiliers non normatifs : $\pm$ du résultat normatif
	La participation des salariés : reclassement en une charge de personnel
	Les transferts de charges : diminution des charges concernées
	Les crédits d'impôts : diminution des charges qu'ils financent
	Le résultat exceptionnel : extourner du résultat net si à caractère non récurrent
	Les incidences des retraitements sur l'IS : $\pm$ du résultat normatif
Agrégat d'arrivée	Compte de résultat retraité

Agrégat de départ	EBE comptable
Éventuels retraitements	+ (-) les autres produits (charges) d'exploitation
	- la participation des salariés
	- (+) les dotations (reprises) pour provisions sur actifs circulants et pour risques et charges
	+ les transferts de charges d'exploitation
	+ les charges liées aux crédits-bail
	+ les crédits d'impôts (financement des charges d'exploitation)
	+ (-) les produits (charges) financiers qui ne sont pas liés à l'activité de financement
	+ (-) les produits (charges) exceptionnels sur opération de gestion ayant un caractère courant
Agrégat d'arrivée	EBITDA

Agrégat de départ	Actif Net Comptable ou Capitaux Propres Comptables
<i>Principaux retraitements ayant une incidence sur l'actif net</i>	– les frais d'établissement
	– les actions auto détenues (en contrepartie d'une diminution du nombre d'actions en circulation)
	– les provisions comme les engagements de retraite, IS déduit, si elles ne sont pas comptabilisées dans les dettes
	+ les amortissements dérogatoires
	+ les provisions réglementées (comme la provision pour hausse de prix) nettes de leur fiscalité latente
	– les distributions de dividendes votées à la date du fait générateur
Agrégat intermédiaire	Actif Net Retraité (Bilan après retraitements)
<i>Éventuelles réévaluations</i>	+ les plus-values sur immobilisations incorporelles (fonds de commerce, fonds d'industrie, goodwill...)
	+ les plus-values sur immobilisations corporelles
	+ les plus-values sur immobilisations financières (notamment titres de participations)
	+ les plus-values sur stocks
	+ les plus-values sur VMP
Agrégat d'arrivée	Actif Net Réévalué ou Valeur Mathématique

NB : ne mentionne pas les cessions de créances qui augmentent le compte client et le compte dette (ou baisse du compte trésorerie), le retraitement est donc neutre sur les capitaux propres.

Agrégat de départ	Valeur d'Entreprise (VE)
<i>Principaux éléments de passage</i>	– les dettes financières (y compris les comptes courants d'associés créditeurs)
	+ les disponibilités, VMP et créances « Groupe et associés »
	– les dettes liées aux opérations de crédit-bail
	– les engagements de retraite, IS déduit (si charge non incluse dans les agrégats lors de la détermination de la VE)
	+ (-) les créances (dettes) sur immobilisations
	± la correction du BFR le cas échéant
	+ les actifs non nécessaires à l'exploitation évalués séparément et les passifs qui leur sont associés
Agrégat d'arrivée	Valeur des Capitaux Propres

Fiche 2 : Les sociétés holdings de groupe et les comptes consolidés

Pour les sociétés holdings de groupe qui doivent établir des comptes consolidés, la valeur des titres peut être recherchée à partir des comptes consolidés.

Depuis le 1^{er} janvier 2005¹⁰⁵, les normes comptables IFRS (*International Financial Reporting Standards*), normes internationales d'informations financières, sont obligatoires pour les sociétés cotées¹⁰⁶.

S'agissant des sociétés non cotées françaises, les comptes consolidés sont soumis aux normes édictées par le Code de commerce et les règlements de l'Autorité des normes comptables (ANC), ou sur option, au référentiel IFRS.

Par conséquent, les deux référentiels comptables coexistent.

	Comptes sociaux	Comptes consolidés
Sociétés cotées	Normes françaises	Normes IFRS
Sociétés non-cotées	Normes françaises	Normes françaises ou IFRS (sur option)

Obligation d'établir des comptes consolidés

L'article L.233-16 du Code de commerce prévoit que les sociétés commerciales doivent établir des comptes consolidés dès lors qu'elles contrôlent de manière exclusive ou conjointe une ou plusieurs autres entreprises ou qu'elles exercent une influence dominante sur celles-ci.

Le contrôle exclusif

Il résulte :

- soit de la détention directe ou indirecte de la majorité des droits de vote dans une autre entreprise ;
- soit de la désignation, pendant deux exercices successifs, de la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance d'une autre entreprise. La société consolidante est présumée avoir effectué cette désignation lorsqu'elle a disposé au cours de cette période, directement ou indirectement, d'une fraction supérieure à 40 % des droits de vote, et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détenait directement ou indirectement, une fraction supérieure à la sienne ;
- soit du droit d'exercer une influence dominante sur une entreprise en vertu d'un contrat ou de clauses statutaires, lorsque le droit applicable le permet.

Le contrôle conjoint est le partage du contrôle d'une entreprise exploitée en commun par un nombre limité d'associés ou d'actionnaires, de sorte que les décisions résultent de leur accord.

L'influence dominante sur la gestion et la politique financière d'une entreprise est présumée lorsqu'une société dispose directement ou indirectement, d'une fraction au moins égale au cinquième des droits de vote de cette entreprise.

L'article L.233-17 du Code de commerce¹⁰⁷ prévoit que sont exemptées d'établir des comptes consolidés les sociétés non cotées :

- qui bien qu'exerçant un contrôle sur d'autres sociétés sont elles-mêmes sous le contrôle d'une société qui les inclut dans ses comptes consolidés et publiés, à condition qu'il n'y ait pas d'opposition de la part d'un ou plusieurs associés représentant au moins le 1/10^e du capital de la société contrôlée ;
- qui contrôlent un groupe et qui pendant deux exercices consécutifs ne dépasse pas deux des trois seuils suivants¹⁰⁸ :

¹⁰⁵ Article 4 du Règlement (CE) n°1606/2002, dit « règlement IAS ».

¹⁰⁶ Dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé, à la date de clôture de leur bilan.

¹⁰⁷ Dans sa rédaction en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2025.

¹⁰⁸ Article D230-2 du code du commerce en vigueur depuis le 1^{er} mars 2024.

- total du bilan : 30 millions d'euros ;
- chiffre d'affaires hors taxes : 60 millions d'euros ;
- nombre moyen de salariés : 250.

À l'exception des sociétés visées ci-dessus, les sociétés non cotées qui exercent un contrôle sur d'autres entreprises doivent donc établir deux sortes de comptes et les déposer aux greffes des tribunaux de commerce :

- les comptes "sociaux" qui reflètent leur propre patrimoine et les résultats de leur seule activité ;
- les comptes "consolidés" qui présentent la situation patrimoniale et le résultat d'activité du groupe comme si les sociétés consolidées ne formaient qu'une seule entité comptable.

Ils comprennent un bilan consolidé, un compte de résultat consolidé et une annexe.

Les règles à respecter pour l'établissement des comptes consolidés font l'objet du règlement n° 2020-01 de l'Autorité des normes comptables.

Évaluation

Recherche du périmètre de consolidation du groupe

Cette donnée est essentielle, car le périmètre peut varier à chaque exercice selon les évolutions des participations et en fonction de critères propres à chaque groupe dès lors que l'article L.233-19 du Code de commerce permet d'écarter de la consolidation certaines filiales ou participations (notamment celles qui ne sont détenues qu'en vue d'une cession ultérieure).

Détermination de la méthode de consolidation¹⁰⁹

Il existe trois méthodes de consolidation en fonction du contrôle opéré par la société mère sur les filiales (intégration globale, intégration proportionnelle et mise en équivalence). La détermination de la nature du contrôle et le calcul des droits de vote sont détaillés dans le règlement ANC 2020-01.

Les sociétés qui sont sous contrôle exclusif de la société mère font l'objet d'une intégration globale qui consiste à intégrer dans les comptes de l'entreprise consolidante les éléments des comptes des entreprises consolidées après retraitements éventuels, à répartir les capitaux propres et les résultats entre "intérêts du groupe" et "intérêts minoritaires" et à éliminer les opérations et les comptes entre l'entreprise intégrée globalement et les autres entreprises consolidées différemment.

Les sociétés qui sont sous contrôle conjoint font l'objet d'une intégration proportionnelle ou sur option, dans le cadre des normes IFRS, d'une mise en équivalence. L'intégration proportionnelle consiste à intégrer dans les comptes de l'entreprise consolidante la fraction représentative de ses intérêts dans les comptes de l'entreprise consolidée après retraitements éventuels (aucun intérêt minoritaire n'est donc constaté) et à éliminer les opérations et comptes entre l'entreprise intégrée proportionnellement et les autres entreprises consolidées différemment.

Les sociétés qui sont sous influence dominante font l'objet d'une mise en équivalence, qui consiste à substituer au montant comptable des titres détenus la quote-part des capitaux propres, résultat compris, et à éliminer les opérations et comptes entre entreprises consolidées différemment.

La nature de la méthode de consolidation appliquée emporte des conséquences sur les travaux préparatoires à l'évaluation.

En cas d'intégration globale, seule la fraction représentant la part du groupe dans les capitaux propres et dans le résultat doit être prise en compte, à l'exclusion des intérêts minoritaires.

Pour l'intégration proportionnelle, il y a lieu de retenir les chiffres correspondant aux comptes consolidés dès lors qu'ils ne prennent en compte que la quote-part revenant au groupe.

¹⁰⁹ Pour les méthodes de consolidation, la seule divergence entre les normes IFRS et ANC, concerne les entreprises sous contrôle conjoint qui peuvent être intégrées proportionnellement (ANC2020-01 et IFRS) ou qui peuvent être mises en équivalence (IFRS).

Pour la mise en équivalence, le montant de la participation inscrit à l'actif du bilan correspond à la part des capitaux propres (résultat compris) de la société détenue. Il s'agit donc d'une réévaluation annuelle. Pour autant, le montant des capitaux propres ne représente pas obligatoirement la valeur de la participation de la société mise en équivalence. Aussi peut-il être judicieux de rechercher la valeur de la participation.

Méthodes d'évaluation

Elles sont mises en œuvre au même titre que l'évaluation des sociétés sans consolidation, après réalisation d'un diagnostic stratégique et financier.

Si la société est un grand groupe directement comparable à un groupe coté, l'étude du marché boursier du secteur s'avère indispensable, non pas uniquement pour appliquer des multiples d'évaluation mais pour situer la société par rapport aux autres sociétés concurrentes en appréciant ses forces ou ses faiblesses.

Pour évaluer un groupe sur la base de ses comptes consolidés, l'évaluateur peut avoir recours à l'ensemble des méthodes précédemment décrites.

À ce titre, la présence d'un *goodwill* comptable (écart d'acquisition) n'interdit pas d'évaluer le capital immatériel du groupe par la méthode de la survaleur. Il conviendra alors, dans la mise en œuvre de la méthode, de déduire les écarts d'acquisition pour obtenir les capitaux engagés hors *goodwill*.

Toutefois, dans l'application des méthodes, il convient de prêter une attention particulière aux intérêts minoritaires dès lors que leur valeur n'appartient pas aux actionnaires de la holding tête de groupe.

Ainsi, dans le cadre de l'application des méthodes directes, l'évaluateur s'appuiera sur les capitaux propres part du groupe ainsi que les résultats part du groupe.

S'agissant de l'application des méthodes indirectes, en général, la Valeur de l'Actif Économique (VE) d'un groupe est déterminée selon une hypothèse de détention à 100 % des filiales. En cas de filiales non détenues à 100 %, la quote-part de la valeur revenant aux minoritaires est généralement intégrée dans les ajustements pour passer de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Capitaux Propres.

À ce titre, parmi les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Capitaux Propres, il existe des spécificités liées à l'utilisation des comptes consolidés. Par exemple :

- certains éléments de passage tels que les impôts différés, les engagements de retraite, ou les retraitements de crédit-bail sont généralement déjà pris en compte dans les comptes consolidés. Il convient de vérifier que leur traitement dans les comptes consolidés est bien conforme. À titre d'exemple, il faut s'assurer que la provision pour engagement de retraite est bien constatée dans les comptes consolidés pour le montant de l'engagement global.
- les titres non consolidés et les titres mis en équivalence seront évalués spécifiquement à leur valeur actuelle dans les éléments de passage pour passer de la VE à la Valeur des Capitaux Propres, s'ils ne sont pas pris en compte pour le calcul de la VE ;
- l'évaluation des intérêts minoritaires dans les filiales non détenues à 100 % devra être intégrée dans les « Éléments de passage » en mettant en œuvre une méthode d'évaluation tenant compte des caractéristiques de la filiale (activité, situation financière...). La méthode utilisée n'est pas nécessairement la même que celle retenue pour calculer la VE du groupe ;
- la présence ou non d'écarts d'acquisition.

Remarque sur les écarts d'acquisition (ou *goodwill*)

Le *goodwill* :

En comptabilité, la notion de *goodwill* est mentionnée par la norme internationale IFRS 3 « regroupements d'entreprises ». Il correspond au terme français « écart d'acquisition » (issu du

règlement ANC 2020-01). Il est positif lorsque l'entreprise acquiert les titres d'une société pour un prix supérieur à la valeur des actifs qui composent son bilan.

Dans les comptes consolidés établis en normes françaises¹¹⁰, l'écart d'acquisition est enregistré en immobilisation incorporelle, au débit, et en réserves, au crédit. Le poste écart d'acquisition doit être ventilé selon les écarts d'acquisition qui sont amortis, non amortis et ceux correspondant aux sociétés mises en équivalence.

En normes IFRS, le *goodwill* a une durée de vie indéfinie, il n'est alors pas amorti. Il fait l'objet de tests de dépréciations et toute perte de valeur enregistrée est définitive.

Le *badwill* :

À l'instar du *goodwill*, c'est la norme IFRS 3 qui définit le *badwill* comme la résultante d'une opération conclue à des conditions avantageuses. Le profit résultant de l'écart entre le coût d'acquisition et les valeurs comptables acquises doit être comptabilisé en produits à la date d'acquisition.

En normes françaises, c'est le terme écart d'acquisition négatif qui est employé. Il doit être comptabilisé en provision et rapporté au résultat sur une durée qui doit refléter les hypothèses retenues et les conditions déterminées lors de l'acquisition.

Remarque pour les groupes diversifiés

Pour les groupes diversifiés, la méthode de la somme des parties peut parfois être préférable à l'évaluation par les comptes consolidés. Elle consiste à évaluer séparément chaque activité ou actif significatif du groupe selon les méthodes les plus adaptées à leurs caractéristiques respectives. Il convient donc de disposer des informations nécessaires et suffisantes à sa mise en œuvre.

¹¹⁰ Art. 231-11 du nouveau règlement ANC n°2020-01.

Fiche 3 : Les sociétés holdings patrimoniales ou financières

Ces sociétés n'exercent pas d'activité commerciale ou industrielle propre et ont pour objet principal la gestion de leur patrimoine.

Dès lors la société ne présente d'intérêt que par son patrimoine, justifiant que l'approche patrimoniale soit privilégiée. Il est en effet communément admis que la valeur de ces sociétés correspond à leur valeur patrimoniale diminuée d'une décote dite de holding (cf. Partie 4 sur la décote de holding).

Cela étant, la jurisprudence de la Cour de cassation considère que la valeur des titres non cotés en bourse doit être appréciée en tenant compte de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir une évaluation aussi proche que possible de celle qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande dans un marché réel, et attend donc qu'il soit tenu compte de l'incidence de l'activité sur la valeur des titres¹¹¹. Le recours à la seule valeur mathématique sans avoir examiné au préalable l'influence des bénéfices ou des distributions sur la valeur des actions ne peut être valablement défendu.

Pour évaluer des titres de sociétés holdings, il est recommandé de rechercher une approche par la rentabilité dès lors qu'existent des flux financiers représentatifs, sauf à justifier que la méthode de l'actif net corrigé est la plus pertinente, compte tenu de la structure du patrimoine, de la non représentativité ou de la non récurrence des bénéfices et/ou des distributions.

Les différentes approches

La Valeur patrimoniale

Celle-ci doit obligatoirement être mise en œuvre quelle que soit l'importance du paquet à valoriser. Elle correspond au montant de l'actif net corrigé des plus ou moins-values latentes sur la valeur des participations inscrites au bilan, et des autres éléments, le cas échéant.

La valorisation des titres immobilisés au bilan se fait selon les méthodes habituelles.

S'agissant d'une participation de titres cotés en bourse, la valorisation s'établit à partir d'un cours moyen qui correspond :

- soit au cours moyen du jour du fait générateur ;
- soit à une moyenne de cours calculée sur une période plus longue. En effet, il est possible de retenir une moyenne du cours sur une période suffisamment longue pour lisser les effets d'un accident conjoncturel à la baisse ou à la hausse des cours. L'évaluation des actifs cotés dans les opérations de fusion ou d'OPA à la bourse de Paris retiennent des périodes longues variables entre 2 et 12 mois pour satisfaire aux recommandations de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

En outre, un cours de bourse étant attaché à une action, par définition minoritaire, il est observé, lors de prise de contrôle d'une société cotée, que le prix proposé pour le bloc d'actions conférant le contrôle à l'acquéreur peut être supérieur à la valorisation résultant du seul cours de bourse. Dès lors, il convient de rechercher si le nombre d'actions détenues par la société lui confère un droit de contrôle et d'en tenir compte, le cas échéant, dans la valorisation de la participation par l'application d'une prime de contrôle.

La détermination du niveau de cette prime doit tenir compte des avantages liés à la prise de contrôle.

S'agissant d'une participation de titres non cotés, l'évaluation se fait en choisissant, parmi les méthodes décrites précédemment, celles qui paraissent convenir à la nature et aux caractéristiques de la participation, et en fonction du nombre de titres détenus emportant ou non pouvoir de décision.

La valeur par capitalisation d'un résultat normatif

Elle est établie selon la méthode présentée dans la Partie 2.II.A. Le taux de capitalisation retenu est nécessairement faible (coefficient bêta faible), la société ne rencontre pas, en effet, les risques liés à

¹¹¹ Cour de cassation, 23 avril 2003, n°99-19.901, Charlot.

l'exercice d'une activité commerciale ou industrielle. Par ailleurs, le risque de la société détenue et du secteur dans lequel elle évolue est déjà intégré dans la valeur retenue pour l'actif.

La valeur de rendement (VR)

Cette valeur est mise en œuvre selon les recommandations de la Partie 2.II.D.

Pour les sociétés holdings importantes, le taux de rendement à retenir correspond au taux observé pour les sociétés cotées présentant des caractéristiques comparables.

Remarque : Dans ces sociétés, la valeur par capitalisation d'un résultat normatif et la valeur de rendement seront souvent plus faibles que la valeur mathématique.

Valorisation du paquet de titres

S'agissant d'un paquet de titres majoritaire

La valeur ne peut que tendre vers la valeur patrimoniale qui doit être largement privilégiée.

- Lorsque la société ne dégage pas de bénéfice, la valeur est égale à la valeur patrimoniale diminuée d'une décote de holding.
- Lorsque la société dégage un bénéfice, caractéristique d'une activité propre, la valeur des titres peut être égale à une moyenne pondérée privilégiant la valeur mathématique, par exemple $(4VM + VRent) / 5$. En cas de forte disparité entre la valeur mathématique et la valeur de rentabilité, la combinaison peut aboutir à une décote implicite significative par rapport à la valeur mathématique, rendant caduc le recours à une décote de holding supplémentaire.

S'agissant d'un paquet de titres minoritaire

- Lorsque la société ne dégage pas de bénéfice, la valeur est égale à la valeur patrimoniale diminuée d'une décote de holding qui tiendra compte du caractère minoritaire du paquet de titres.
- Lorsque la société dégage du bénéfice et distribue régulièrement des dividendes, il peut être pertinent d'intégrer la valeur de rendement dans la combinaison de méthodes. Celle-ci permettra de faire ressortir une décote sur la valeur mathématique, tenant compte du caractère minoritaire du titre.

La formule de pondération doit permettre d'obtenir une valeur en cohérence avec l'abattement que l'on pratiquerait sur la valeur mathématique, si seule cette valeur était utilisée.

Ainsi, le niveau de la décote de holding pourra, le cas échéant, être ajusté en conséquence.

En l'absence de distribution, la méthode par capitalisation d'un résultat normatif peut être utilisée.

Cas de sociétés holdings superposées

Dans le cas où une même société est détenue par une société holding, elle-même détenue par une société holding, etc., à partir de deux niveaux d'interposition, quelles que soient les méthodes de valorisation utilisées, la valeur de la société holding de tête ne peut subir une décote excessive de sa valeur patrimoniale. En effet, les sociétés intermédiaires ne font pas l'objet de décote particulière lorsqu'elles sont des pures holdings passives.

Fiche 4 : Les Sociétés Civiles Immobilières (SCI)

Les biens immobiliers sont évalués selon les grands principes dégagés par la jurisprudence propres à l'évaluation des biens immobiliers.

Les modalités d'évaluation des parts de sociétés civiles immobilières (SCI) diffèrent selon le type de sociétés.

Les SCI d'attribution

Les parts sociales donnent droit aux associés à l'attribution en toute propriété, en jouissance ou en nue-propriété d'une fraction d'immeubles construits ou acquis par la société.

Dénommées sociétés immobilières de copropriété, elles n'ont pas de personnalité morale et sont sous le régime de la transparence fiscale.

La valeur des parts correspond à celle des immeubles auxquels elles donnent droit.
L'évaluation consiste donc dans la valorisation des biens immobiliers que la société détient.

Les SCI de construction-vente

Ces sociétés ont pour objet la construction d'immeubles destinés à leur vente. Malgré leur forme civile, leur objet est commercial. Les parts de ces sociétés sont évaluées comme des titres de sociétés commerciales.

La difficulté principale dans l'évaluation de ces sociétés est liée au caractère cyclique de leur activité et donc à l'irrégularité de leurs revenus. Ainsi, d'importants résultats peuvent être dégagés lors des exercices de cessions des projets immobiliers, de même pour les dividendes.

Ainsi, d'importants résultats peuvent être dégagés lors des exercices de cessions des projets immobiliers. Il en va de même pour les dividendes.

La détermination d'un résultat reproductible, et donc la mobilisation des méthodes courantes d'évaluation par les flux comme la valeur par capitalisation d'un résultat normatif ou la valeur de rendement, peut s'avérer inappropriée.

Aussi, la méthode DCF est souvent utilisée par les investisseurs pour déterminer le montant maximum qu'ils peuvent engager pour acquérir un immeuble locatif à réhabiliter ou mettre aux normes, en fonction :

- des recettes que cet immeuble peut générer ;
- des dépenses de toute nature qu'il faudra engager ;
- de la période pendant laquelle l'immeuble doit être conservé pour réaliser les travaux prévus et rentabiliser les coûts (achat de l'immeuble et travaux), avant que de nouveaux travaux de remise aux normes ou de rénovation ne doivent être engagés. Le choix de cette durée dépend, à titre principal, des délais nécessaires à l'optimisation des flux financiers positifs (loyers) et à l'intégration des flux financiers négatifs (travaux) nécessaires à la réalisation de cet objectif. La durée doit être assez longue afin de permettre aux recettes d'amortir les dépenses et suffisamment courte pour limiter le risque locatif. La durée théorique de détention prise en considération est généralement comprise entre 6 et 10 ans. La valeur vénale du bien est supposée égale à la somme actualisée des flux nets selon la formule Valeur Vénale actuelle correspondant à un flux net = flux net x (1+taux)⁻ⁿ.

Par ailleurs, la méthode du bilan promoteur ou dite méthode à rebours, méthode couramment utilisée pour l'estimation de terrains à bâtir, consistant à déterminer la valeur du terrain ou de l'immeuble à partir du prix prévisionnel de vente d'une opération projetée, auquel on soustrait les différents coûts grevant l'opération, peut être mobilisée au sein de la méthode patrimoniale pour évaluer les immobilisations en cours d'édification. Elle nécessite toutefois de disposer de nombreuses informations quant à l'avancement des projets immobiliers (factures de travaux, détermination de la marge prévisionnelle du projet, etc.).

Les SCI de gestion ou de location

Elles ont pour objet l'achat ou la construction d'immeubles destinés à la location à des tiers ou à des associés, ou à la mise à disposition des associés.

Les parts doivent en principe être évaluées comme les autres titres non cotés en fonction de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir un chiffre aussi proche que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande.

Par conséquent, les méthodes et pondérations doivent être retenues en fonction des caractéristiques propres à chaque société et après avoir, lors de l'analyse préalable, déterminé si l'activité de la société engendre des résultats qui peuvent avoir une influence sur la valeur des titres.

Évaluation des SCI de gestion qui ne disposent pas de revenus

Très souvent, les sociétés de gestion ne disposent pas de revenus, soit parce que les biens détenus ne sont pas donnés en location, car ils constituent la résidence principale ou secondaire des associés, soit parce qu'elles ne détiennent que la nue-propriété des immeubles.

Dans une telle situation, seule la valeur mathématique ou patrimoniale est recherchée¹¹².

Elle résulte de la valeur actualisée des éléments d'actif :

- valeur vénale réelle des immeubles. Elle est obtenue à partir des méthodes traditionnelles d'évaluation immobilière. Il s'agit en priorité de la méthode par comparaison avec des ventes de biens intrinsèquement similaires ;
- valeur d'autres biens, par exemple les participations dans d'autres SCI ;
- les liquidités et créances

diminuée du passif exigible constitué par les emprunts bancaires et les comptes courants d'associés.

Dès lors que seule la valeur mathématique est retenue, celle-ci doit être diminuée d'un abattement pour non liquidité (dont le montant à titre indicatif peut être fixé à 10 %) destiné à prendre en compte la moindre liquidité des biens immobiliers détenus au travers d'une SCI¹¹³.

Par ailleurs, lorsque le paquet de titres à valoriser est minoritaire, une décote pour minorité pourra être appliquée sur la valeur des parts.

Les SCI de gestion qui perçoivent des revenus

Les méthodes classiques peuvent être appliquées.

- la valeur patrimoniale correspond, comme indiqué ci-dessus, à la valeur actualisée des actifs diminuée du passif exigible ;
- la valeur par capitalisation d'un résultat normatif résulte de la capitalisation des revenus nets ou du résultat net au coût du capital ou au coût des capitaux propres selon le revenu normatif retenu. Le risque de la gestion immobilière est en général réputé faible ;

Remarque : Pour les SCI non soumises à l'IS, la déduction d'un impôt sur les bénéfices calculé au taux d'IS de l'année de l'exercice pris pour référence permet de prendre en compte l'inégalité des situations.

- pour les SCI qui distribuent des dividendes, la valeur de rendement peut être utilisée.

Particularités de la valeur par capitalisation d'un résultat normatif dans l'évaluation des SCI

L'approche de la méthode, qui capitalise à l'infini un résultat, s'appuie sur la notion de résultat récurrent et normatif.

Il convient d'éliminer les éléments non récurrents, exceptionnels ou disproportionnés affectant le résultat (d'exploitation et/ou net) comptable des années considérées.

S'agissant de sociétés qui, bien que disposant de revenus, ne réalisent que de faibles résultats ou sont déficitaires, l'analyse des déclarations fiscales et des éléments comptables fournis doit permettre de comprendre les raisons d'une telle situation (certains biens sont mis gracieusement à la disposition des associés, d'importants travaux sont réalisés, des rémunérations importantes sont versées, etc.), et de déterminer si l'absence de résultats affecte véritablement et de manière durable la valeur de la société.

Les retraitements seront opérés au cas par cas en vue de déterminer un résultat normatif.

¹¹² Cour de cassation, arrêt n° 79.17155 du 01/02/1982, Montrichard.

¹¹³ En effet, la décision d'aliéner un immeuble ne peut intervenir que conformément aux dispositions prévues dans les statuts en matière de prises de décision.

– certains biens sont mis gracieusement à la disposition des associés

La déclaration n° 2072-S, qui sert à déclarer les revenus de l'ensemble des propriétés bâties et non bâties des sociétés immobilières non soumises à l'impôt sur les sociétés, dans son cadre « Recettes », peut être complétée de « *recettes qu'aurait pu produire la location des propriétés qui ne sont pas affectées à l'habitation dont la société se réserve la jouissance ou qu'elle met gratuitement à la disposition des associés ou tiers* ».

Pour autant, cette information peut être omise.

Dès lors, l'évaluateur pourra déduire de l'analyse du rendement locatif des biens immobiliers considérés des recettes qu'aurait pu produire la location des propriétés.

– d'importants travaux sont réalisés

La société peut comptabiliser des charges d'entretien et/ou de réparation d'un montant exceptionnel. Cette situation s'apprécie par l'analyse des comptes y compris ceux qui ne sont pas retenus pour déterminer un résultat moyen.

Dès lors, l'évaluateur peut en déduire un montant de charges réputé constant et normatif.

– des rémunérations importantes sont versées

L'analyse du poste des rémunérations peut faire ressortir le versement de rémunérations importantes.

L'évaluateur peut se renseigner sur leur corrélation avec les rémunérations du secteur.

– autres éléments affectant le résultat

L'analyse des déclarations et des données comptables peut permettre de retenir d'autres éléments affectant le résultat que ceux énoncés ci-avant.

Selon les conclusions de l'évaluateur, la valeur par capitalisation du résultat normatif pourra être prise en compte ou non dans la pondération.

Remarque sur la pondération à retenir dans l'évaluation des SCI

Les pondérations doivent prendre en compte la nature de la SCI et le pourcentage de titres à évaluer.

La valeur des titres d'une SCI provient principalement de la valeur de ses actifs (biens immobiliers). Ainsi, s'agissant de l'évaluation d'un paquet de titres majoritaire, la pondération doit permettre de privilégier largement la valeur patrimoniale.

Sur l'application d'une décote pour fiscalité latente :

Cette décote n'est pas reconnue par la jurisprudence¹¹⁴ dans le cadre de la gestion d'un patrimoine immobilier pour en retirer des revenus ou pour en assurer une jouissance personnelle et eu égard au caractère hypothétique d'une cession future.

¹¹⁴ Cour Administrative d'Appel de Versailles, 29 mars 2016, n° 14VE00248 ; Cour de cassation, 14 novembre 2018 n° 17-15.167 ; Cour de cassation, 26 septembre 2018 n° 17-20.000 .

Annexe : Table financière (multiple de la rente du *goodwill*)

« n » « i »	5,00 %	6,00 %	7,00 %	8,00 %	9,00 %	10,00 %	11,00 %	12,00 %	13,00 %	14,00 %	15,00 %	16,00 %	17,00 %	18,00 %
1	0,9524	0,9434	0,9346	0,9259	0,9174	0,9091	0,9009	0,8929	0,885	0,8772	0,8696	0,8621	0,8547	0,8475
2	1,8594	1,8334	1,808	1,7833	1,7591	1,7355	1,7125	1,6901	1,6681	1,6467	1,6257	1,6052	1,5852	1,5656
3	2,7232	2,673	2,6243	2,5771	2,5313	2,4869	2,4437	2,4018	2,3612	2,3216	2,2832	2,2459	2,2096	2,1743
4	3,546	3,4651	3,3872	3,3121	3,2397	3,1699	3,1024	3,0373	2,9745	2,9137	2,855	2,7982	2,7432	2,6901
5	4,3295	4,2124	4,1002	3,9927	3,8897	3,7908	3,6959	3,6048	3,5172	3,4331	3,3522	3,2743	3,1993	3,1272
6	5,0757	4,9173	4,7665	4,6229	4,4859	4,3553	4,2305	4,1114	3,9975	3,8887	3,7845	3,6847	3,5892	3,4976
7	5,7864	5,5824	5,3893	5,2064	5,033	4,8684	4,7122	4,5638	4,4226	4,2883	4,1604	4,0386	3,9224	3,8115
8	6,4632	6,2098	5,9713	5,7466	5,5348	5,3349	5,1461	4,9676	4,7988	4,6389	4,4873	4,3436	4,2072	4,0776
9	7,1078	6,8017	6,5152	6,2469	5,9952	5,759	5,537	5,3282	5,1317	4,9464	4,7716	4,6065	4,4506	4,303
10	7,7217	7,3601	7,0236	6,7101	6,4177	6,1446	5,8892	5,6502	5,4262	5,2161	5,0188	4,8332	4,6586	4,4941
11	8,3064	7,8869	7,4987	7,139	6,8052	6,4951	6,2065	5,9377	5,6869	5,4527	5,2337	5,0286	4,8364	4,656
12	8,8633	8,3838	7,9427	7,5361	7,1607	6,8137	6,4924	6,1944	5,9176	5,6603	5,4206	5,1971	4,9884	4,7932
13	9,3936	8,8527	8,3577	7,9038	7,4869	7,1034	6,7499	6,4235	6,1218	5,8424	5,5831	5,3423	5,1183	4,9095
14	9,8986	9,295	8,7455	8,2442	7,7862	7,3667	6,9819	6,6282	6,3025	6,0021	5,7245	5,4675	5,2293	5,0081
15	10,3797	9,7122	9,1079	8,5595	8,0607	7,6061	7,1909	6,8109	6,4624	6,1422	5,8474	5,5755	5,3242	5,0916
16	10,8378	10,1059	9,4466	8,8514	8,3126	7,8237	7,3792	6,974	6,6039	6,2651	5,9542	5,6685	5,4053	5,1624
17	11,2741	10,4773	9,7632	9,1216	8,5436	8,0216	7,5488	7,1196	6,7291	6,3729	6,0472	5,7487	5,4746	5,2223
18	11,6896	10,8276	10,0591	9,3719	8,7556	8,2014	7,7016	7,2497	6,8399	6,4674	6,128	5,8178	5,5339	5,2732
19	12,0853	11,1581	10,3356	9,6036	8,9501	8,3649	7,8393	7,3658	6,938	6,5504	6,1982	5,8775	5,5845	5,3162
20	12,4622	11,4699	10,594	9,8181	9,1285	8,5136	7,9633	7,4694	7,0248	6,6231	6,2593	5,9288	5,6278	5,3527

Annexe : Glossaire

Actif Net Réévalué *Net Asset Value (NAV)*.

Bénéfice Par Action (BPA) *Earnings Per Share (EPS)*. Il s'agit en général du résultat net (part du groupe dans les comptes consolidés) divisé par le nombre d'actions émises. Il peut être calculé sur le nombre total d'actions émises en fin de période ou sur le nombre moyen d'actions au cours de l'exercice. Il est dilué s'il inclut le nombre de nouvelles actions potentielles à émettre en application des plans d'options ou d'attribution d'actions gratuites existants.

Besoin en Fonds de Roulement (BFR) *Working capital*. Il correspond à la part de financement que l'entreprise doit consacrer en permanence à son cycle d'exploitation pour compenser le décalage entre les flux constitués par les dépenses et les recettes de l'activité.

Bêta désendetté *Unlevered Beta* (également dénommé bêta de l'actif économique ou bêta de l'activité).

Il mesure le risque de l'activité économique (risque systématique) se rapportant à un titre par rapport au marché, indépendamment de sa structure financière.

Formule de calcul :

$$\beta \text{ désendetté} = \beta \text{ endetté} / [1 + (1-IS) \times (D/CP)]$$

avec : D : dette financière nette ;

CP : valeur de marché des capitaux propres ;

IS : taux d'impôt sur les sociétés effectif.

Bilan (comptable) *Balance Sheet (B/S)*.

Capitalisation boursière *Market Capitalization (Market Cap)*.

Capitaux propres comptables retraités des actifs incorporels *Tangible book value*.

Compte de résultat *Profit and Loss (P&L)*.

Cours sur actif net *Price to Book (P/B)*. Multiple de valorisation obtenu à partir de la capitalisation boursière d'une société divisée par le montant comptable de ses capitaux propres.

Coût estimé des capitaux propres *Cost of equity*, c'est-à-dire le taux de rentabilité attendu par les investisseurs en fonds propres d'une entreprise compte tenu de ses spécificités.

Coût estimé de la dette financière *Cost of debt*, c'est-à-dire taux de rentabilité attendu par les prêteurs d'une entreprise compte tenu de ses caractéristiques (risque sectoriel, solvabilité, etc.)

Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC) *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. Il représente le coût pour l'entreprise résultant du taux de rendement requis des apporteurs de capitaux (actionnaires et bailleurs de fonds) par référence à la rémunération qu'ils pourraient obtenir d'un placement présentant le même risque. Ce coût moyen est estimé par pondération des taux de rendements des capitaux employés par rapport à leurs contributions respectives dans le financement de l'entreprise.

Formule de calcul : $CMPC = K_e \times CP/(CP+D) + K_d \times (1-IS) \times D/(CP+D)$

avec : K_e : coût estimé des capitaux propres ;

K_d : coût estimé de la dette ;

CP : valeur de marché des capitaux propres ;

D : valeur de la dette financière nette ;

IS : taux d'impôt sur les sociétés effectif.

Dépenses d'investissements *Capital expenditure (Capex)*; par opposition aux dépenses d'exploitation (Opex).

Dépenses opérationnelles ou charges d'exploitation *Operational expenditure (Opex)*. Par opposition aux dépenses d'investissement. Une distinction est parfois effectuée entre les charges directes et indirectes de production et les autres charges de structure.

Dette financière nette *Net Financial Debt (NFD)*. Dettes financières (parts courante et non courante) diminuées des placements de trésorerie et valeurs disponibles.

EBE (Excédent brut d'exploitation) Solde intermédiaire de gestion et indicateur financier clé qui mesure la performance économique d'une entreprise. Il représente la ressource dégagée par l'activité principale de l'entreprise, après paiement des charges de personnel mais avant les amortissements et les charges financières ou exceptionnelles. Les modalités de calcul sont précisées en pages 10 et 11.

EBIT *Earnings Before Interest and Taxes*. Littéralement, résultat de l'entreprise avant intérêts financiers et impôt sur les sociétés, cet agrégat, qui correspond dans les grandes lignes au résultat d'exploitation, n'est réellement défini dans aucun référentiel comptable. En l'absence de définition standardisée, il convient de préciser les produits et charges entrant dans la composition de cet agrégat à chaque cas d'espèce.

EBITDA *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*. Littéralement, résultat de l'entreprise avant intérêts financiers, impôt sur les sociétés, amortissements et dépréciations. Cette notion est proche de l'excédent brut d'exploitation et traduit la capacité de l'entreprise à engendrer des flux de trésorerie positifs avant prise en compte du coût de la dette et avant impôt. À l'instar de l'EBIT, il n'est défini dans aucun référentiel comptable et doit être défini précisément au cas par cas.

EBITDAR *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation Amortization and Rent*. Il s'agit de la même notion que l'EBITDA mais retraitée des loyers (notamment de crédit-bail), ce qui permet de neutraliser cette composante dans les comparaisons de sociétés (notamment dans le secteur de l'hôtellerie, le transport aérien...) qui recourent soit à la location, soit à l'acquisition de leurs biens immobiliers. À l'instar des agrégats précédents, il est souhaitable d'en donner une définition précise au cas par cas.

Échantillon de sociétés *Peers group*. A priori considérées comme comparables

Éléments de passage *Bridge*. Passage entre la Valeur d'Entreprise et la Valeur des Capitaux Propres. La Valeur d'Entreprise (à ne pas confondre avec la valeur de l'entreprise) est la Valeur de l'Actif Économique de l'entreprise. La Valeur des Capitaux Propres est la valeur qui revient aux détenteurs des titres de la société après déduction de ce qui a été emprunté aux financeurs et ajout, le cas échéant, de la trésorerie ou autres actifs hors exploitation. Outre la dette financière nette ou la trésorerie nette, il doit également être tenu compte de la valeur économique des actifs et passifs non reconnus au travers de l'approche d'évaluation mise en œuvre (selon les cas, intérêts minoritaires, provisions pour engagement de retraite, déficits fiscaux...).

Flottant *Free Float*. Correspond à la quote-part des actions cotées d'une société effectivement susceptibles d'être échangées sur le marché (par opposition aux blocs d'actions majoritaires ou faisant l'objet d'une obligation de conservation).

Flux de trésorerie *Cash-flow*.

Flux de trésorerie actualisés *Discounted Cash Flow* (DCF). Cet acronyme désigne par extension la méthode d'évaluation associée à cette notion et reposant sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs.

Flux de trésorerie disponible *Free Cash-Flow* (FCF). Il convient de distinguer (a) le *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) correspondant au flux de trésorerie disponible pour (i) le remboursement de la dette (y compris intérêts financiers) et (ii) la distribution de dividendes aux associés, (b) du *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) correspondant au flux de trésorerie disponibles après remboursement de la dette (y compris intérêts financiers). C'est le FCFF qui sera retenu dans la méthode DCF pour l'actualisation des flux au coût moyen pondéré du capital.

Frais généraux *Selling, General and Administrative expenses* (SG&A), par opposition aux coûts de production directs et indirects.

Marge brute *Gross margin*.

Médiane *Median*. Valeur qui sépare la moitié inférieure et la moitié supérieure des termes d'une série statistique. Contrairement à la moyenne, elle est insensible aux valeurs extrêmes. Comme toute mesure statistique, elle suppose pour être significative d'être déterminée à partir d'un échantillon de valeurs suffisamment large et représentatif.

Modèle dit de la rente décroissante *Cash-flow fade*. Dans le cadre de la mise en œuvre d'une approche par l'actualisation des flux de trésorerie, est retenu un horizon au cours duquel la rentabilité économique de l'entreprise mesurée à partir du ROCE décroît (soit par le fait de baisse de marges, soit par le fait de la baisse de la rotation de l'actif économique) jusqu'à un niveau considéré comme soutenable avant de calculer la valeur terminale.

Moyenne algébrique *Average*. En tant que mesure statistique, elle suppose, pour être significative, d'être déterminée à partir d'un échantillon de valeurs suffisamment large et représentatif.

Multiple de capitalisation boursière *Price Earnings Ratio (PER (ou P/E))*. Divise la capitalisation boursière par le résultat net part du groupe.

Pleinement dilué *Fully diluted*. Prise en compte, dans le calcul du nombre d'actions, des droits donnant accès à terme au capital, par exemple obligations convertibles, etc.

Prévisions *Forecast*.

Prime de contrôle *Control premium*. Correspond au surprix payé par l'investisseur pour obtenir le contrôle de la cible (ne se confond pas avec la prime d'offre observée lors d'opérations de marché qui ne se rapporte pas nécessairement à un changement de contrôle).

Prime ou décote pour illiquidité *Liquidity premium*.

Prime de taille *Size premium*.

Prix moyen pondéré en fonction du volume *Volume Weighted Average Price (VWAP)*. Il est obtenu à partir de la valeur totale des transactions réalisées sur le marché sur une période de référence (1 jour, 30 jours, 60 jours, 6 mois, 1 an...) divisée par le nombre total de titres échangés sur la même période. Il se distingue du cours de clôture ou de la moyenne des cours de clôture, qui ne sont représentatifs que des dernières transactions en fin de séance. Le cours moyen pondéré par les volumes permet d'appréhender de façon appropriée le prix des transactions les plus significatives en volumes sur une période déterminée.

Ratio d'endettement *Gearing*. Il mesure les parts respectives de la dette et des capitaux propres dans le financement de l'entreprise et permettant d'appréhender le risque inhérent à la structure financière de l'entreprise. Formule de calcul : $D/(D+ CP)$

avec : D : dette financière nette ;
CP : capitaux propres.

Il est comptable s'il fait appel aux capitaux propres comptables et aux dettes financières mesurées à un instant donné. Il peut être évalué par référence aux données de marché si on exprime les dettes financières et les capitaux propres en valeurs de marché (notamment dans le cadre du réendettement du bêta et la pondération du CMPC). Il peut également être sectoriel, s'il reflète le niveau d'endettement moyen d'un secteur d'activités.

Résultat opérationnel après impôt *Net Operating Profit After Tax (NOPAT)*. Agrégat retenu dans le cadre de la détermination du retour sur capitaux employés.

Résultat net Net profit.

Rentabilité des capitaux propres *Return On Equity (ROE)*

Formule de calcul : $ROE = RN / CP$

avec RN : Résultat net part du groupe ;
CP : Capitaux propres part du groupe.

Rentabilité économique ou rentabilité des capitaux investis *Return On Capital Employed (ROCE)*. Principal instrument de mesure de la rentabilité d'une entreprise dans les secteurs d'activité capitalistique.

Formule de calcul : $ROCE = NOPAT / CE$

avec NOPAT : Résultat opérationnel après impôt ;

CE : Capitaux employés/investis ou actif économique (Immobilisations nettes + BFR) .

Lorsque le ROCE est supérieur au CMPC, la société crée de la valeur et lorsqu'il est inférieur à ce dernier, la société détruit de la valeur.

Taux d'actualisation Discount rate.

Taux de Croissance Annuel Moyen (TCAM) sur une période pluriannuelle *Compounded Annual Growth Rate (CAGR)*.

Taux de Rentabilité Interne (TRI) *Internal Return Rate (IRR)*. Se rapporte principalement à un projet d'investissement.

Valeur d'Entreprise (VE) *Enterprise Value (EV)*. Valeur économique attribuable aux actifs de l'entreprise incluant son BFR, parfois qualifiée de valeur « debt free » ou « cash free ».

Valeur des Capitaux Propres *Equity value*. Valeur économique attribuable aux capitaux propres part du groupe de l'entreprise.

Valeur nette comptable *Book value*.

Valeur Terminale (VT) *Terminal value*. Valeur reconnue aux perspectives de flux au-delà de l'horizon explicite retenu de prévisions d'exploitation. Elle peut être déterminée par capitalisation du dernier flux. Le poids relatif de la valeur terminale est très variable selon l'horizon de prévision explicite retenu et ne constitue pas en tant que tel une indication de surévaluation ou de sous-évaluation, l'importance étant que le flux terminal retenu, à la date choisie, soit représentatif d'un flux normatif.