

## Comment évaluer le prix d'une entreprise ?

L'enjeu, quand il s'agit d'acheter ou vendre une entreprise non cotée, est d'arriver à en fixer le prix. Pour cela, il vous faudra sans doute recourir à plusieurs méthodes d'évaluation. Explications. "Derrière l'achat d'une entreprise, il y a toujours un pari !", avertit Jean-Baptiste Tournier, directeur général du cabinet d'avocats Freshfields Bruckhaus Deringer et co-auteur de "Evaluation d'entreprise" (Eyrolles).

Avant de vendre ou d'acheter une entreprise, et pour bien négocier avec son interlocuteur, il faut connaître la valeur du bien convoité. Cela passe d'abord par une collecte d'informations sur le marché, la concurrence, la législation en vigueur, et surtout, sur l'entreprise. Ensuite, différentes méthodes d'évaluation existent et peuvent se recouper afin d'estimer au mieux le prix d'une entreprise et minimiser les risques d'erreur. Mais il faut être conscient du fait qu'"il n'existe pas une valeur unique de l'entreprise". L'approche dynamique : la plus utilisée Pour un acquéreur, tout l'enjeu consiste à acheter une entreprise dont il suppose le potentiel futur. Ce que Jean-Baptiste Tournier traduit par "se projeter dans l'avenir". C'est pourquoi la méthode la plus répandue parmi les analystes financiers se base sur la mesure de la rentabilité future. Bien que sujette à de nombreuses variantes, la méthode des Discounted Cash Flow (DCF) est donc couramment employée. La première étape consiste à déterminer le montant des flux de trésorerie futurs. "On voit la tendance sur les deux ou trois années à venir, puis on extrapole", explique Jean-Baptiste Tournier. Ensuite, il faut actualiser les futurs profits afin de savoir quelle valeur on leur attribue aujourd'hui. "Cela repose sur le vieux principe qui dit qu'il vaut mieux avoir 100 aujourd'hui que 120 demain. Car tout ce qui est relatif au futur comporte un risque", précise-t-il. Le calcul des flux financiers Le Discounted Cash Flow (flux actualisé de trésorerie) se calcule à partir des données prévisionnelles de l'entreprise. Pour chaque année prise en compte, il résulte généralement du calcul suivant :

Résultat Net

+ Amortissements et Provisions

+ Résultat exceptionnel

- Variation du Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

- Dividendes distribués

- Investissements d'exploitation La principale difficulté de cette méthode consiste à choisir un taux d'actualisation pertinent. L'exemple des start-up est cité par Jean-Baptiste Tournier : "avec cette approche, on vend du potentiel. Or, avant l'éclatement de la bulle Internet, on attendait une très forte croissance des entreprises de la nouvelle économie. Elles se vendaient donc à un prix très élevé, au risque d'être complètement irréaliste. Aujourd'hui, on est redevenu plus raisonnable." La mesure la plus communément admise est le Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC). C'est le taux qui correspond au coût moyen des modes de financement de l'entreprise (capitaux propres et dettes), c'est-à-dire le coût supposé de fonctionnement de l'entreprise qui va permettre la génération des profits préalablement évalués.

L'approche patrimoniale : la plus ancienne A l'opposé de cette méthode, l'approche patrimoniale s'intéresse au passé de l'entreprise. "Les petites entreprises utilisent plutôt ce type d'évaluation car elles n'ont pas l'habitude de faire des projections dans l'avenir", souligne Jean-Baptiste Tournier. Ces méthodes conduisent donc à s'intéresser au bilan de l'entreprise, photographie de sa situation actuelle mais aussi de son histoire. On peut ainsi calculer la situation nette comptable (SNC) de la société. Il s'agit de l'actif net, c'est-à-dire amorti, corrigé des dettes. C'est en d'autres termes le montant des capitaux propres. Le prix de vente sera ensuite fixé par un multiple de la situation nette comptable, généralement compris entre 2 et 2,5. Parfois la valeur comptable de l'actif devient hors de propos par rapport aux valeurs de marché. Par exemple, un immeuble acheté il y a 15 ans aura une valeur nette comptable très faible du fait de l'amortissement qu'il aura subi. Pourtant, il se peut que l'emplacement de l'immeuble ait pris de la valeur. Dans ce cas, il est important de réévaluer l'immobilisation pour tenir compte de ce phénomène ; on obtient ainsi l'actif net réévalué. La réévaluation peut également être faite à la valeur de liquidation : dans ce cas, l'estimation du prix de

revente de tous les éléments de l'actif et du passif est faite comme dans les circonstances d'une faillite. La faiblesse de cette approche tient au fait qu'elle reste collée à ce qui est comptablement vendu et ne prend pas en compte la rentabilité future espérée. L'approche analogique : la plus facile Enfin, l'évaluation par comparaison, bien qu'extrêmement simple, reste une bonne méthode pour se faire une idée globale de la valeur d'une entreprise car elle incorpore les principes des deux approches précédentes. Selon Jean-Baptiste Tournier, "si c'est une entreprise qui rachète un concurrent, elle connaît bien le marché et a une bonne visibilité de l'avenir." Dans ce cas, l'acquéreur potentiel sait qu'une entreprise se négocie à une valeur qui est x fois un solde de gestion, tel que le résultat net comptable ou le chiffre d'affaires. Ce coefficient multiplicateur est appelé "multiple sectoriel de référence". La comparaison peut également être faite par rapport à une entreprise semblable cotée en bourse, ou un échantillon d'entreprises de référence. L'échantillon permet de dégager une valeur moyenne pour le coefficient, que l'on applique ensuite à l'entreprise. L'inconvénient de procéder de la sorte, c'est que l'on occulte l'unicité de l'entreprise évaluée. En la comparant à une valeur référence, on omet d'intégrer des éléments importants, tels que sa rentabilité ou son potentiel de croissance. De l'évaluation à la fixation du prix Si aucune méthode n'est individuellement parfaite pour évaluer une entreprise, elles vont, en se complétant, donner une image fidèle de ce que vaut l'établissement. Il convient pourtant de rappeler que la valeur et le prix qui sera finalement fixé peuvent différer pour de nombreuses raisons. Tout d'abord, il sera tenu compte de la composition du patrimoine : le juste équilibre entre dettes et capitaux propres est largement lié au secteur d'activité et au montant des immobilisations qui viendront rembourser les dettes en cas d'impossibilité de rembourser les emprunts. Si le poids de la dette est pris en compte dans l'approche patrimoniale, ce n'est pas le cas lors la méthode des cash flow. Dans ce cas, la valeur devra être amputée du montant des dettes à long terme. Tout audit préalable, faisant apparaître un risque (environnemental, social, etc), sera également susceptible de faire baisser la valorisation de l'entreprise. Ensuite, la valeur déterminée de l'actif d'une société peut être augmentée ou diminuée par le goodwill (ou badwill). Ce montant correspond à la croyance de l'acheteur dans la prise de

valeur de l'entreprise après le rachat. Croyance qui peut, d'ailleurs, être appuyée par une valorisation d'actifs non présents au bilan, tels que la marque ou la clientèle. Il en résulte qu'"une fois l'entreprise évaluée, on arrive à un montant que l'on compare avec la valeur comptable au bilan. La différence représente le goodwill", précise Jean-Baptiste Tournier. Enfin, il ne faut pas négliger l'impact des circonstances dans lesquelles la cession est réalisée. Selon la situation - vente d'une filiale par un grand groupe, vendeur pressé de partir ou encore un entrepreneur qui prend sa retraite - l'une des parties à la vente sera plus disposée à faire des concessions. Pour Jean-Baptiste Tournier, "la discussion ne sera pas la même si l'acquéreur est en situation de force ou de faiblesse." Car avant toute chose, la vente ou l'acquisition d'une société reste la rencontre d'une offre et d'une demande ; le prix résultant de l'accord des deux parties.

**Glossaire**

**Actualisation** : opération qui permet, à l'aide d'un taux d'actualisation, d'évaluer en période actuelle la valeur des profits engendrés dans le futur. Elle repose sur le principe qu'un euro demain vaut moins qu'un euro aujourd'hui en raison de l'inflation et du coût de l'immobilisation de l'argent.

**Taux d'actualisation** : son niveau est déterminé à partir du taux d'intérêt des obligations d'Etat (OAT) et ajusté en fonction des facteurs de risques : de marché, de non-liquidité, sectoriel ou encore un risque spécifique à l'entreprise. Plus le risque est élevé, plus le taux le sera.

**BFR (Besoin en Fonds de Roulement)** : il correspond à la différence entre, d'une part, les montants dus aux fournisseurs et la valeur des stocks, et d'autre part, les montants à percevoir des clients. Il est la conséquence du décalage temporel entre l'activité elle-même (vente, achat, production) et sa contrepartie financière (encaissements, décaissements).

**CMPC (Coût Moyen Pondéré du Capital) ou WACC (Weighted Average Cost of Capital)** : c'est la somme pondérée du coût des capitaux propres et de la dette financière à long terme.

Source: journal du net