

Les clés pour une évaluation d'entreprise réussie

Maud BODIN VERALDI

Anne FRAGNE

Cerner le contexte d'évaluation

Objectif transactionnel

- Partir à la retraite
- Favoriser le développement de l'entreprise (personnel – tiers)
- Saisir une opportunité de rachat
- Situation imprévue (Incapacité – Accident)

Manager la valeur

- Anticiper les clauses de liquidité au pacte d'associés / épargne salariale
- Piloter une opération de restructuration interne
- Mesurer la performance
- Communiquer avec les investisseurs



Respecter la réglementation

- Apport / Fusion
- OPA / OPR
- Valeur liquidative périodique des OPC
- Épargne salariale (BSA, ADP, SO, AGA...)
- Allocation du prix d'acquisition
- Tests de dépréciation

Situation contentieuse ou judiciaire

- Evaluation de préjudices
- Procédures d'arbitrages
- Litiges fiscaux

Les textes de référence

- Au plan international
 - **Normes** IVS (International Valuation Standards)
 - Lignes directrices d'évaluation de l'IPEV (International Private Equity and Venture Capital Valuation) : **recommandations**
- Au plan national
 - OEC : Guide pratique mission d'évaluation d'une entreprise – Edition 2024
 - OEC : Approche de valorisation des TPE – PME – Edition 2025
 - CNCC : Guide de l'évaluation : principes et démarches – 2^{ème} édition (2011)
 - CNCC : Diagnostic stratégique, évaluation, prévisions, transactions – Octobre 2017 (MAJ en cours)
 - CNCC : Guide de l'évaluation des start-up – Janvier 2023
 - DGI : L'évaluation des entreprises et des titres des sociétés – Novembre 2006 (MAJ en cours)

L'évaluateur donne une fourchette de valeurs, mais ne fixe pas le prix

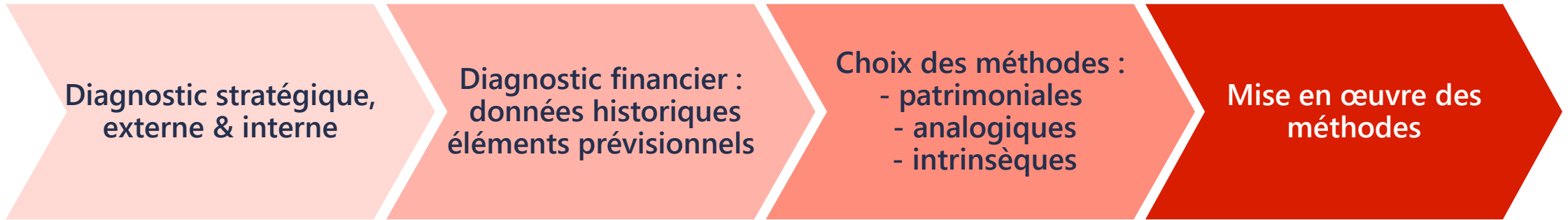
- La **valeur** fait référence à une notion de **valorisation intrinsèque** de la société
- Le **prix** fait référence à une notion de prix de **marché** et tient compte de nombreux facteurs non liés directement à la valeur intrinsèque de l'entreprise
- Les facteurs qui influent le prix :
 - Appétence et situation du marché
 - Nombre d'acquéreurs intéressés et leur profil (investisseur financier ou entreprise du secteur)
 - Synergies potentielles entre l'acquéreur et la cible

La responsabilité de l'évaluateur

.....

- La mission réalisée par un expert comptable doit être effectuée dans le respect des dispositions et textes légaux et réglementaires qui s'imposent à lui
- La mission est une mission sans assurance, qui s'inscrit dans les autres prestations fournies à l'entité
- L'évaluateur doit veiller à :
 - Utiliser les lettres de mission proposées par l'OEC
 - Faire signer à son client une lettre d'affirmation, rappelant notamment
 - ◆ L'accès à la documentation fournie
 - ◆ La confirmation des données prévisionnelles utilisées

La démarche de l'évaluateur



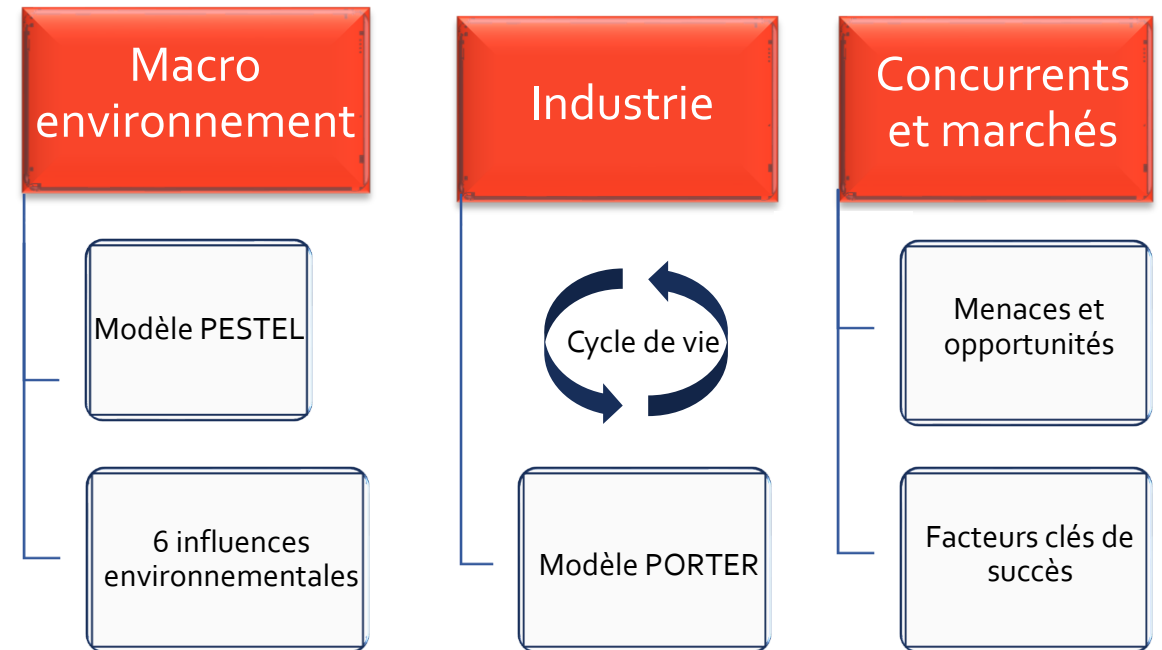
- Panels – agrégats – multiples pour les méthodes analogiques
- Paramètres actuariels pour les méthodes intrinsèques

L'intégration des facteurs ESG n'a pas vocation à modifier la démarche mais à la compléter

Le diagnostic stratégique

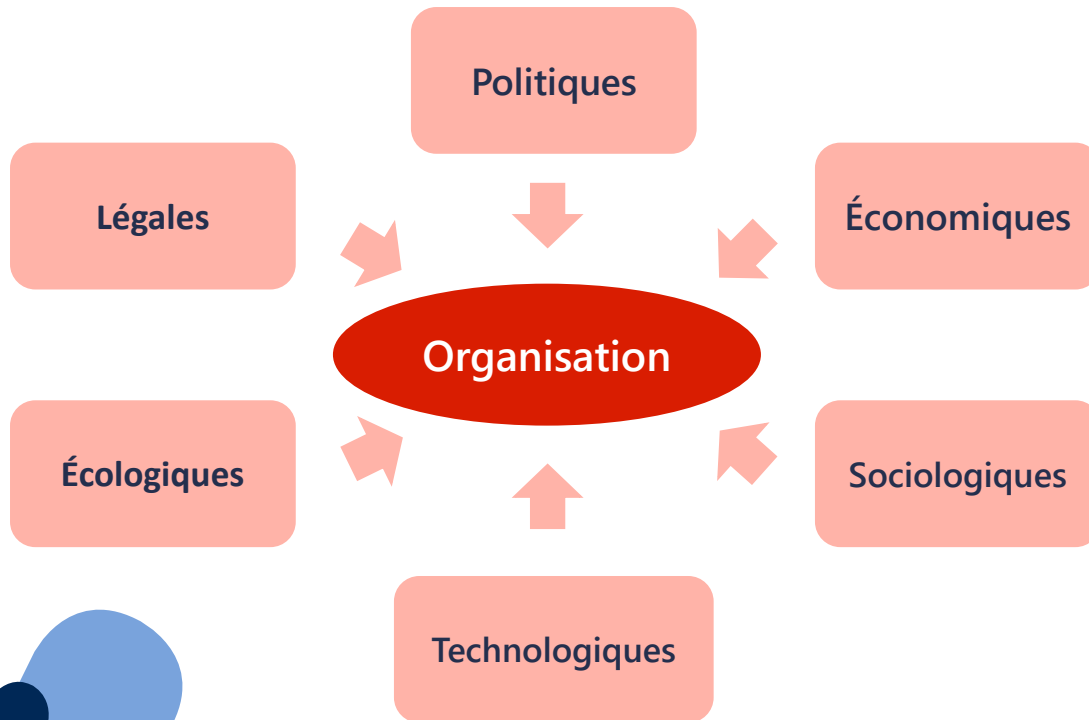
Les concepts clés

- Toute évaluation doit débuter par un diagnostic stratégique de l'entité à évaluer
- Ce diagnostic doit être adapté au contexte
 - Prise en compte du secteur d'activité (études sectorielles)
 - Prise en compte de la maturité de l'entité
 - Entretiens avec les personnes clés
 - Analyse de la concurrence
- Le diagnostic stratégique est réalisé sous 2 angles :
 - Externe : PESTEL, PORTER
 - Interne : ressources et compétences, VRIO
- Il aboutit à une matrice CANVAS et un SWOT

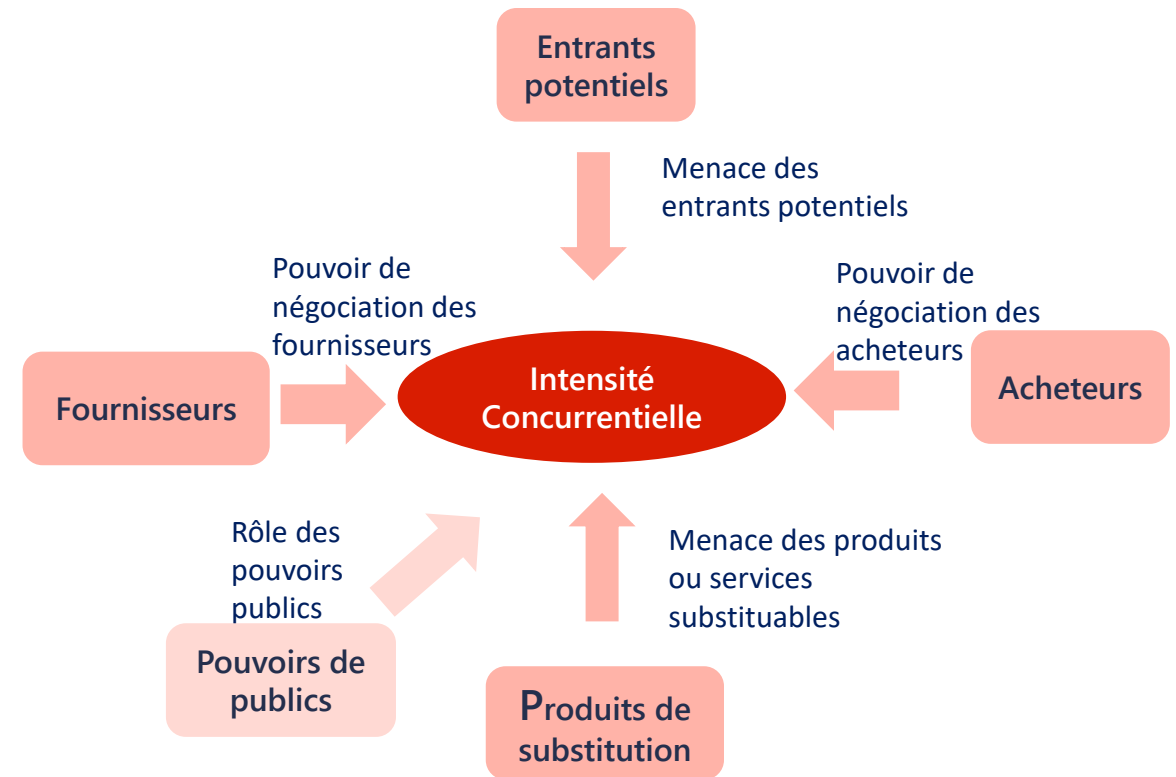


Le diagnostic externe

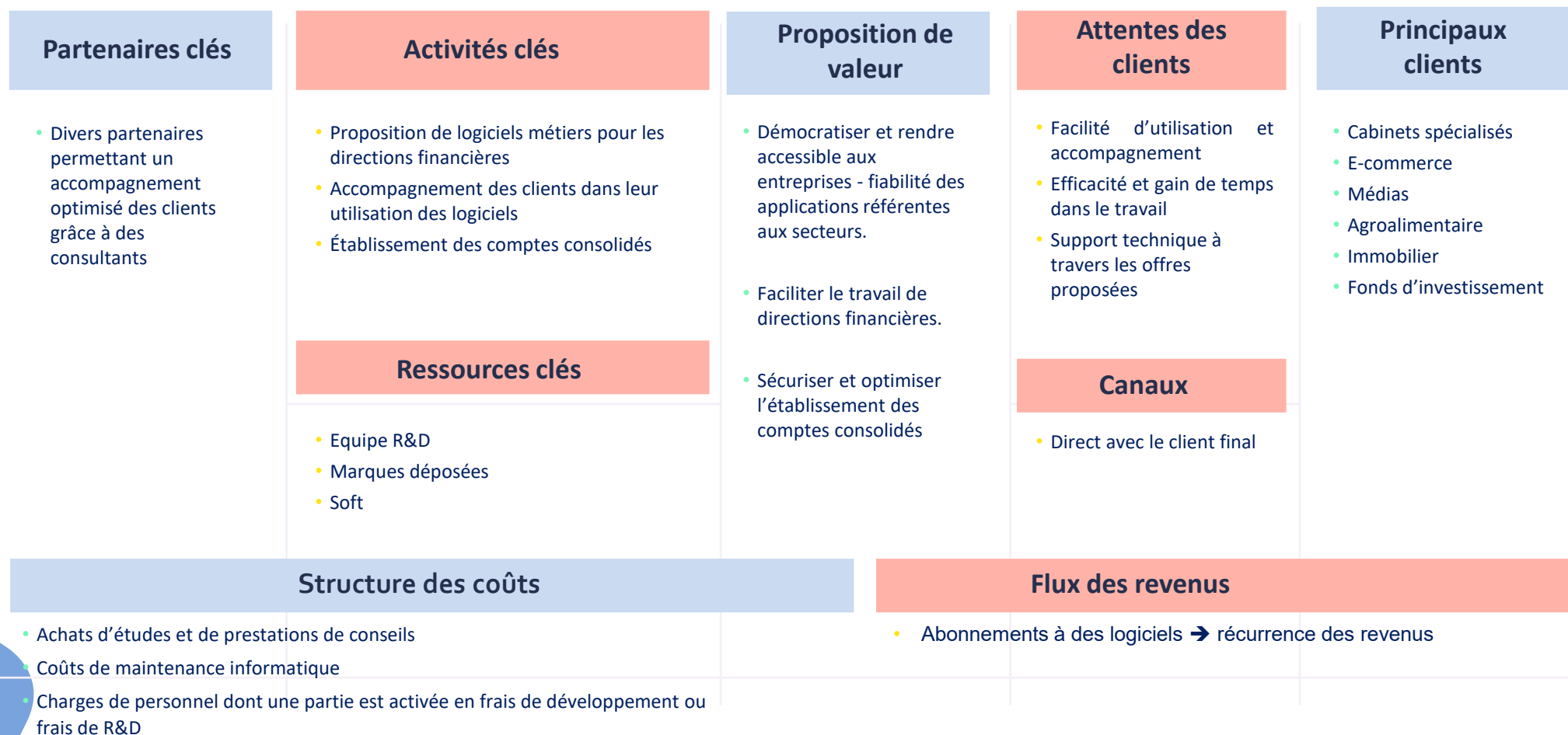
- Modèle **PESTEL** : répartit les influences environnementales en 6 catégories



- Modèle des 5+1 forces de **PORTER**



Approche CANVAS – Exemple illustré



Conclusion de l'analyse : SWOT

Interne



FORCES

- Produit, qualité, prix
- Image, notoriété, emplacement
- Distribution, force commerciale
- Communication, marketing
- Gestion, organisation, partenariats
- Maîtrise technique
- Moyens humains, compétences
- Equipement outillage



FAIBLESSES

- Produit, qualité, prix
- Image, notoriété, emplacement
- Distribution, force commerciale
- Communication, marketing
- Gestion, organisation, partenariats
- Maîtrise technique
- Moyens humains, compétences
- Equipement outillage

Externe



OPPORTUNITES

- Tendances générales au niveau de l'ordre
- Tendances au niveau de la demande
- Environnement technologique
- Environnement légal
- Demande au niveau de la zone chalandise
- Concurrence
- Fournisseurs
- Environnement local, économique

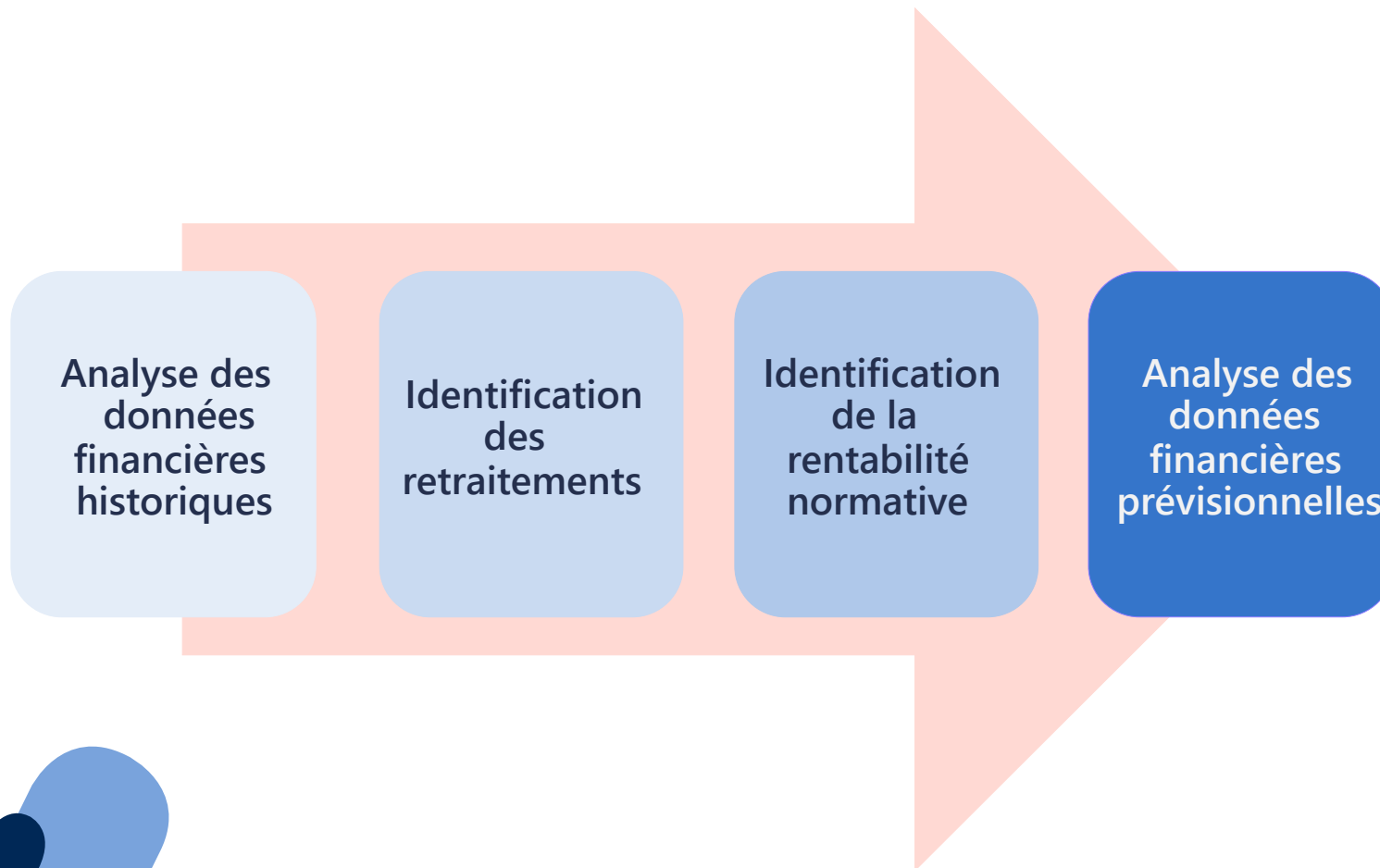


MENACES

- Tendances générales au niveau de l'ordre
- Tendances au niveau de la demande
- Environnement technologique
- Environnement légal
- Demande au niveau de la zone chalandise
- Concurrence
- Fournisseurs
- Environnement local, économique

Le diagnostic financier

La démarche du diagnostic financier



- Toute évaluation est précédée d'un diagnostic financier qui permet de comprendre :
 - Les KPI de rentabilité et leur évolution (marges, EBITDA, TCA...)
 - Les KPI de la structure financière (ROE, ROCE, CAPEX...)
- En amont du diagnostic financier, il est incontournable d'analyser les particularités comptables de l'entité
 - Effort de R&D : quel traitement comptable ?
 - Utilisation du dispositif du CIR : pérennité ? Stabilité ? Quel traitement dans l'évaluation ?
 - Activités par abonnements (médias – logiciels) ou précommandes (transport aérien, agences de voyage) : traitement des PCA ?

Compréhension du business model – le CA

Modèle de chiffre d'affaires	Secteurs concernés	Récurrence
Abonnement / SaaS	Logiciel, médias, télécoms	✓ Élevée
Vente ponctuelle / transaction	Retail, industrie, négoce	✗ Faible
Services professionnels	Conseil, ingénierie, IT	⚠ Variable
Commissions / intermédiation	Marketplaces, agences, plateformes	✓ Moyenne
Modèle à la performance	Publicité, courtage, recrutement	✗ Faible
Contrats publics / régulés	Santé, énergie, éducation sous contrat	✓ Élevée
Mixte (produit + service)	Industrie, IT, logiciel	⚠ Moyenne

- Compléter cette analyse du CA par
 - L'analyse de la croissance historique
 - ◆ Niveau, rythme, fluctuations du CA ;
 - ◆ Saisonnalité
 - Prise en compte de l'inflation
 - ◆ Nominal vs réel,
 - ◆ Mix Volume/prix ;

Quels impacts sur l'approche d'évaluation ?

Les concepts clé – l'EBITDA

Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

● Exclut

- Le résultat financier
- L'impôt sur les bénéfices
- Les amortissements et dépréciations d'actifs immobilisés
- Le résultat exceptionnel : ➔ Le résultat de cession des immobilisations vient s'imputer sur le CAPEX (Capital Expenditure)*

● Inclut

- Les dépréciations de stocks et créances ainsi que les dotations et reprises s/ provisions pour risques et charges, dès lors qu'elles se dénoueront par du cash
- Notion d'«accruals» en comptabilité anglo-saxonne
- Seules les provisions à caractère prudentiel devraient donc être exclues du calcul

- Le taux d'EBITDA est-il conforme au secteur ?
- Le taux d'EBITDA progresse-t-il par pallier ?
- Les résultats sont-ils rapidement transformés en cash ?

** Depuis du 1^{er} janvier 2025, ces éléments sont en résultat d'exploitation ➔ vigilance sur les exercices antérieurs*

EBITDA ≠ EBE

Les concepts clé – L'EBIT

Earnings Before Interest, Taxes

- Exclut

- Le résultat financier
- L'impôt sur les bénéfices
- Le résultat exceptionnel : → Le résultat de cession des immobilisations vient s'imputer sur le CAPEX (Capital Expenditure)*

- Inclut

- Les dépréciations de stocks et créances ainsi que les dotations et reprises s/ provisions pour risques et charges, dès lors qu'elles se dénoueront par du cash
- Notion d'«accruals» en comptabilité anglo-saxonne

- Comme pour l'EBITDA

- Analyse historique
- Comparaisons sectorielles

** Depuis du 1^{er} janvier 2025, ces éléments sont en résultat d'exploitation → vigilance sur les exercices antérieurs*

EBIT ≠ REX

Identifier les retraitements économiques vs comptables

Objectif

- S'affranchir des classements comptables pour obtenir une vision économique du compte de résultat
 - Approche « reporting » et non comptes annuels
- Assurer la comparabilité avec le plan d'affaires prévisionnel
- Principaux reclassements, pour autant qu'ils soient significatifs
 - Chiffre d'affaires
 - Coûts directs
 - Charges externes – Transfert de charges (*nouveau règlement à effet au 1er janvier 2025 : notion vouée à disparaître*)
 - Frais de personnel
 - Charges et produits calculés
 - Production immobilisée et subvention
 - Résultat exceptionnel (*limité à quelques opérations majeures et inhabituelles à partir du 1er janvier 2025*)

Identifier la rentabilité normative

Objectif

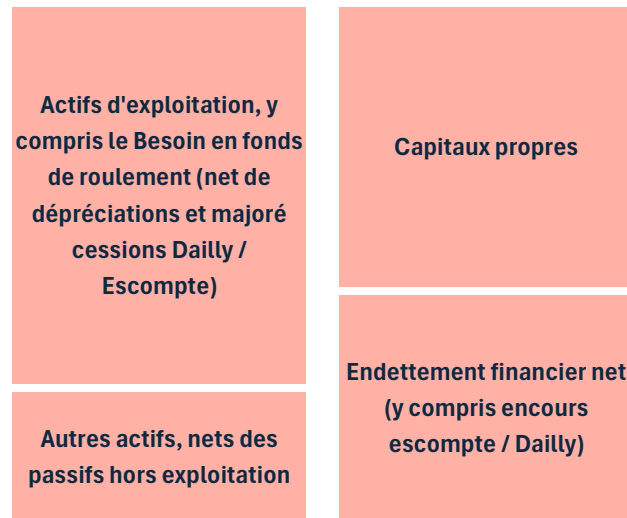
- Identifier, dans les résultats passés, les options comptables et de gestion qui ne seraient pas retenues par un « *market participant* »
- Anticiper les ajustements qui seraient mis en évidence lors d'une due diligence d'acquisition
- A réaliser quelle que soit la taille des entreprises – certains sujets plus fréquents dans les PME / TPE
- Principales thématiques
 - Loyers immobiliers (SCI personnelles des dirigeants) →
 - ◆ Retenir un loyer de marché & valoriser l'immobilier à part
 - *Management fees*
 - ◆ Rémunération dirigeants déplacée dans les holdings personnelles
 - Salaires et frais de confort
 - ◆ Salaires des dirigeants normalisés à la hausse ou à la baisse afin de refléter le marché
 - Activités cédées ou créées dans l'exercice

Préparer le bilan d'évaluation

Bilan Comptable



Bilan Economique



- Répercuter sur le bilan les reclassements opérés sur le compte de résultat
- Neutraliser les non-valeurs → frais d'établissement
- Identifier les biens non nécessaires à l'exploitation
 - Leur utilisation n'est pas traduite dans le Business Plan et font l'objet d'une valorisation distincte, nette d'IS sur la plus-value (Prix de marché, décoté si une cession rapide ne peut être envisagée)
- Déterminer la véritable position de la dette nette / trésorerie nette
 - Attention aux éléments de l'endettement net
 - Attention à la saisonnalité du BFR
 - Grande utilité des FEC pour analyse détaillée

Déterminer l'endettement financier net

Endettement net



Endettement financier net



Décalage de BFR vs BFR normatif

Analyse incontournable

Car elle assure la convergence des méthodes des multiples vs DCF

Endettement financier net

- Dettes bancaires telles qu'apparaissent au bilan
- Encours de créances cédées (factor, Daily) ou escomptées
 - Tout financement décomptabilisant les créances doit être neutralisé pour faire apparaître le montant réel des créances clients en contrepartie des concours bancaires obtenus
- Engagement de retraite
- BFR « hors exploitation »
 - Certaines provisions pour risques et charges
 - Comptes courants d'associés en financement de l'activité
- Sous déduction de la trésorerie excédentaire

La trésorerie excédentaire est traitée en actif hors exploitation

Objectif : neutraliser son impact sur le *gearing* et donc sur le taux d'actualisation

L'analyse du Business Plan - Objectifs

- Le BP est le sous-jacent à la méthode des DCF. Il doit par conséquent être analysé par l'évaluateur.
- Cette analyse passe par :
 - Une compréhension des hypothèses d'activité (structure du CA et son évolution)
 - Une compréhension des hypothèses de rentabilité (taux de marge, d'EBITDA, structure de coûts)
 - Une compréhension des hypothèses structurelles (CAPEX, BFR,...)
- L'Expert se prononce sur la cohérence du BP et en tire les conséquences :
 - Il peut retravailler le BP
 - Il peut demander plusieurs scénarios
 - Il peut le cas échéant intégrer une « prime de non-réalisation »

L'analyse du Business Plan – Points d'attention

- La durée du plan d'affaires est-elle adaptée à la visibilité de l'entreprise, surtout dans cette période de forte incertitude ?
- Au niveau des investissements :
 - Positionnement des investissements dans le temps
 - Investissements de maintien / de capacité
 - Surveiller l'ajustement des CAPEX et leur cohérence avec le BP
 - Contrôler également la faisabilité du financement de ces CAPEX
- Le management est le mieux placé pour élaborer un plan d'affaires...
 - ... mais il ne reste généralement pas insensible aux pressions de ses actionnaires et n'irait pas à l'encontre de ses intérêts
 - Comment le BP a-t-il été élaboré : bottom-up ou top-down ?
- L'exercice n'est donc pas neutre et nécessite de la part de l'évaluateur un regard acéré et critique. Il peut alors
 - Retravailler le BP
 - Demander plusieurs scénarios
 - Le cas échéant intégrer une « prime de non-réalisation »

Intégration de l'ESG / RSE



Approche recommandée par le Livre Blanc France Invest

Un exemple, en accès libre

https://www.vernimmen.net/Pratiquer/Formules_et_tableaux.php

Sélectionner : Chapitre 33 : Évaluation par les flux de trésorerie disponibles

3 Business plan simplifié

En MEUR	2002	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	Normatif
Compte de résultat									
Chiffre d'affaires	5 000	5 250	5 513	5 788	5 962	6 141	6 325	6 420	6 516
EBITDA	675	735	786	839	879	921	965	995	1 010
- Dotations aux amortissements	(238)	(250)	(255)	(261)	(270)	(280)	(295)	(310)	(315)
= EBIT	437	485	531	578	609	641	670	685	695
Bilan									
Immobilisations	2 500	2 625	2 757	2 894	2 981	3 071	3 163	3 210	3 258
+ Besoin en fonds de roulement	500	525	551	579	596	614	632	642	652
= Actif économique	3 000	3 150	3 308	3 473	3 577	3 685	3 795	3 852	3 910

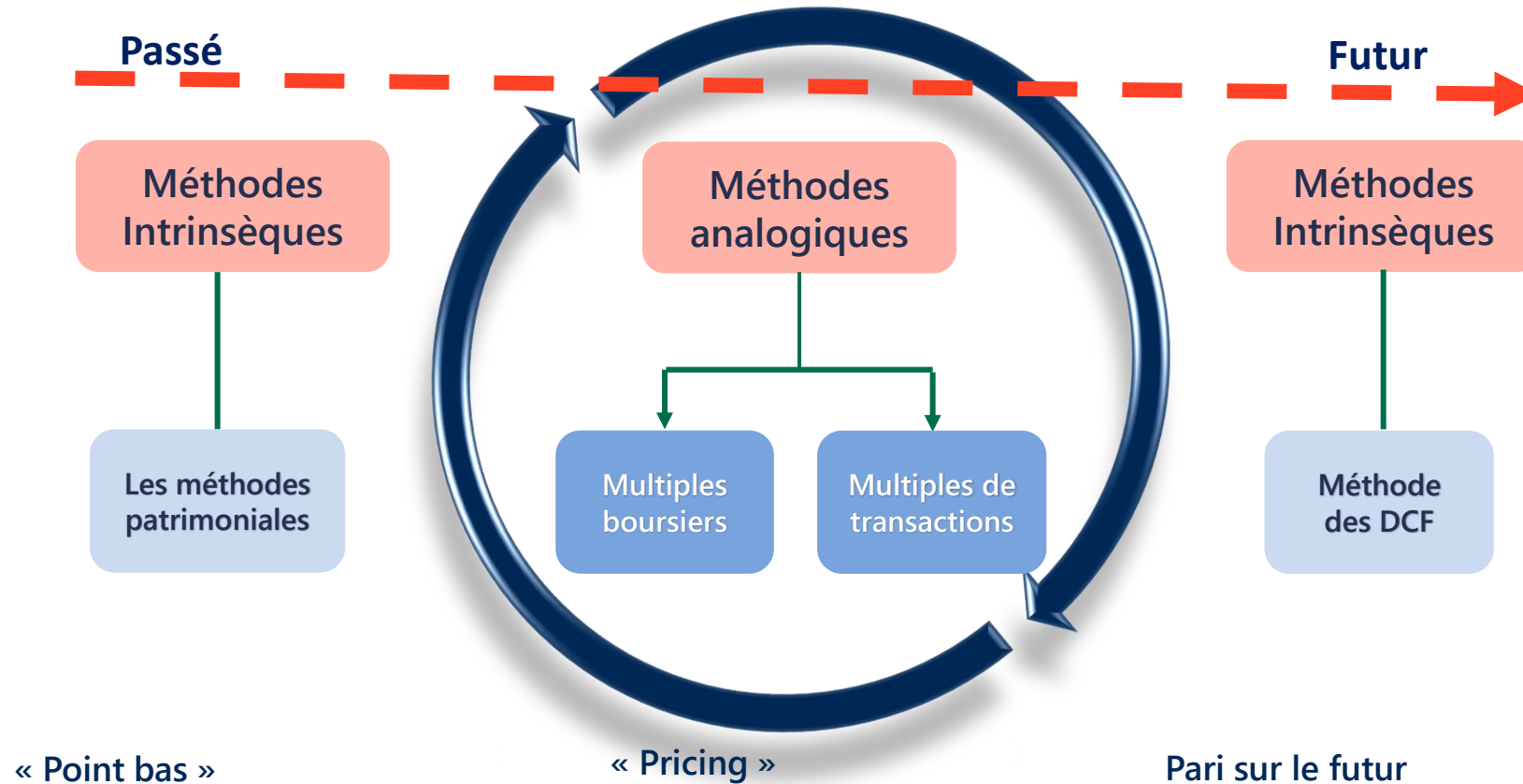
4 Ratios financiers et hypothèses à perpétuité

	2002	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	Normatif
Taux de croissance	-	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	1,5%	1,5%
Marge d'EBITDA	13,5%	14,0%	14,3%	14,5%	14,7%	15,0%	15,3%	15,5%	15,5%
Marge d'exploitation	8,7%	9,2%	9,6%	10,0%	10,2%	10,4%	10,6%	10,7%	10,7%
Marge d'exploitation après IS de 35%	5,7%	6,0%	6,3%	6,5%	6,6%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%
Rentabilité économique après IS de 35%	9,5%	10,0%	10,4%	10,8%	11,1%	11,3%	11,5%	11,6%	11,6%
Immobilisations / CA	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
BFR / CA	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Rotation de l'actif économique	1,7x	1,7x	1,7x	1,7x	1,7x	1,7x	1,7x	1,7x	1,7x

(1) Attention, une rentabilité économique après IS nettement supérieure au coût du capital n'est pas réaliste à perpétuité, car elle suppose une rente durable à l'infini

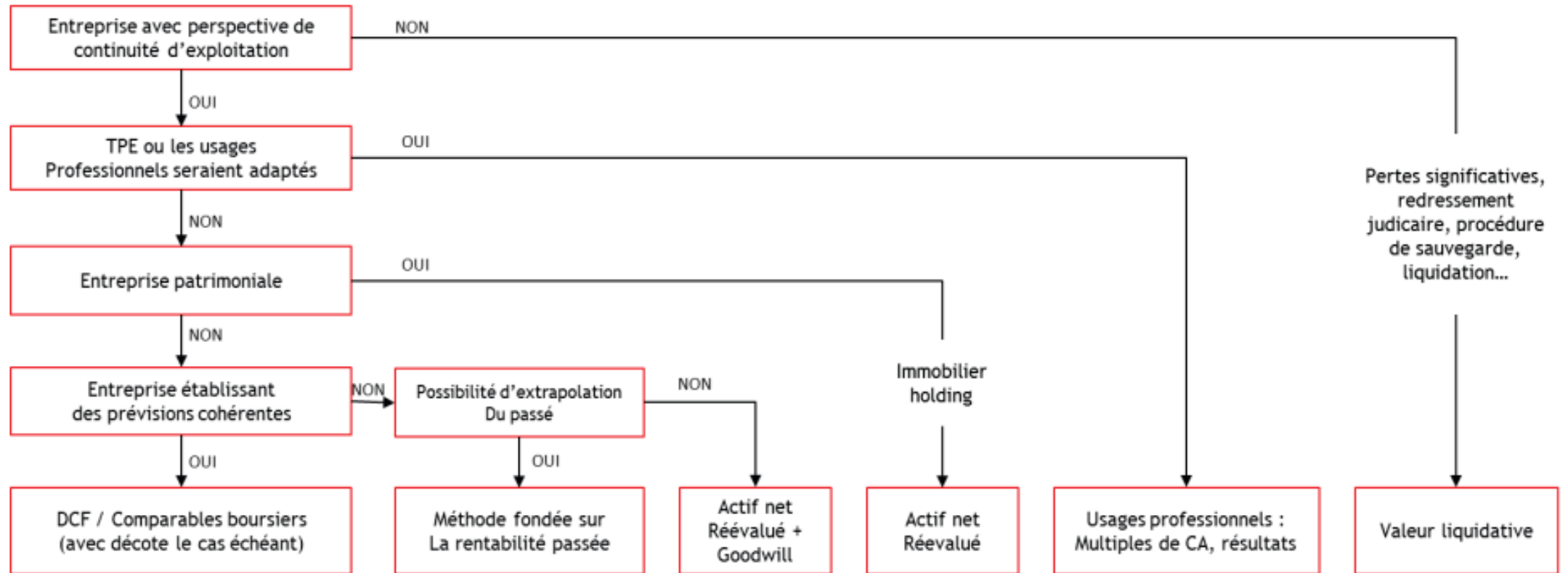
Mettre en œuvre les méthodes d'évaluation

Les principales méthodes d'évaluation



Obligatoirement une approche multicritère...en temps normal

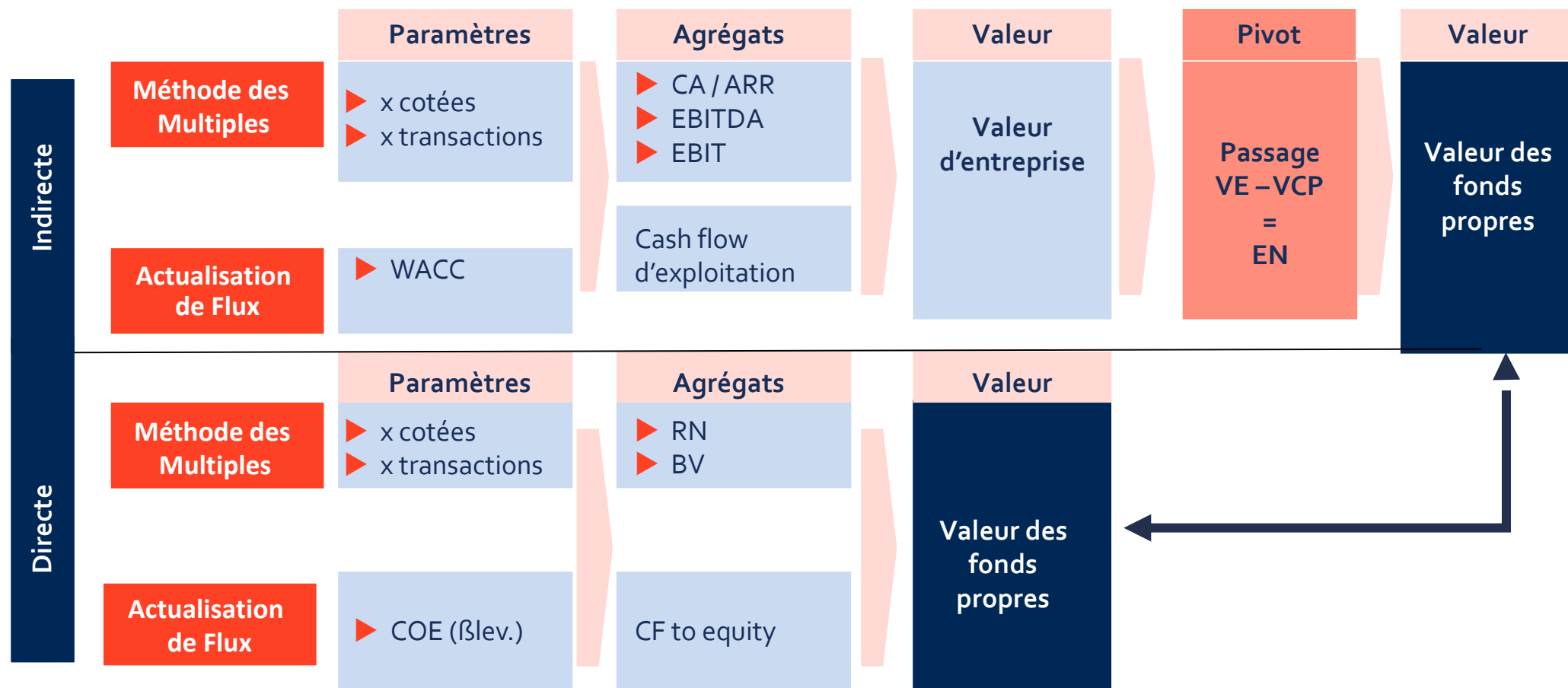
Quelle méthode pour quelle situation ?



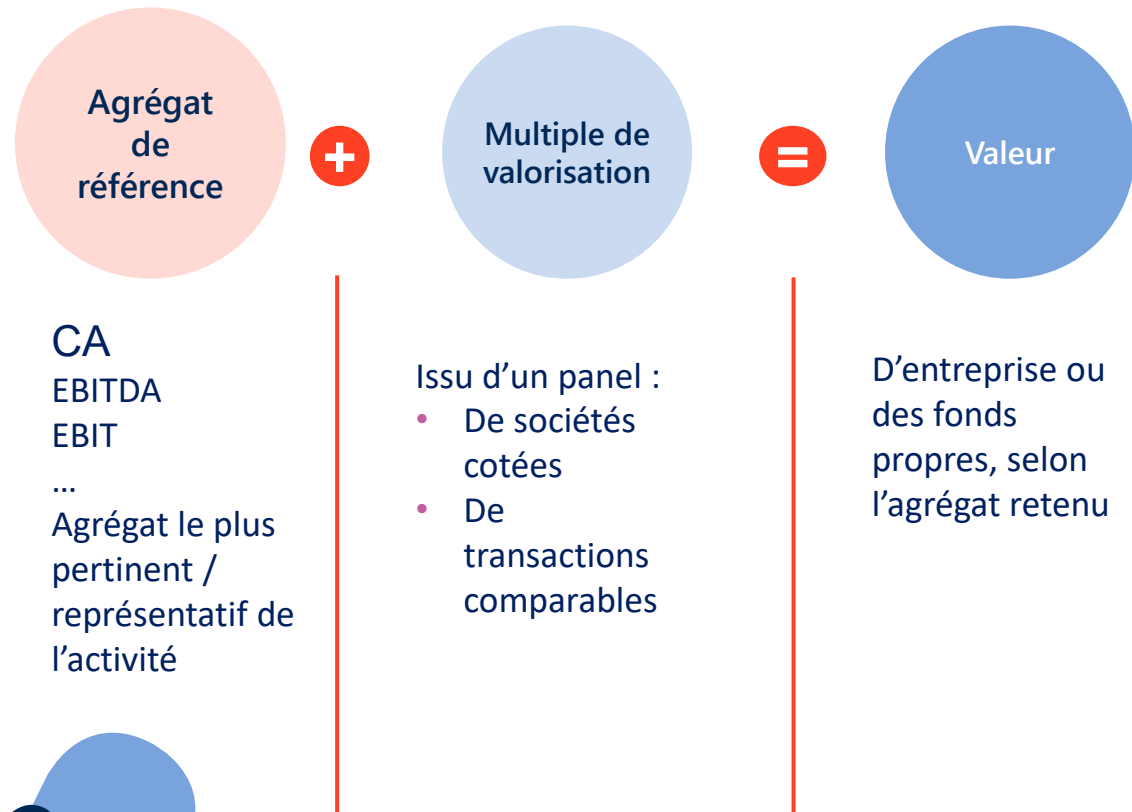
Comparaison entre les méthodes

Méthodes	Avantages	Inconvénients
DCF	- Évaluation intrinsèque - Prise en compte de perspectives (Activité, rentabilité)	- Sensible aux hypothèses - Valeur finale et taux d'actualisation à définir finement
Multiples	- Simple et répandu - Références dans un processus de négociations - Existence de pratiques sectorielles - Possibilité d'intégrer perspectives	- Fiabilité des échantillons comparables - Complexité pour rendre les choses comparables - Accès aux transactions
Méthode patrimoniale	- Mise en œuvre simple - Adaptée pour certains secteurs	- Approche comptable - Limitée - Tournée vers le passé

Quelle méthode pour quelle valeur ?



Mettre en œuvre la méthode des multiples



Fondement de la méthode

- La valeur correspond à un multiple d'une capacité bénéficiaire ;
- Ce multiple est issu de valeurs connues d'entreprises jugées comparables à l'entreprise (métiers, marché, zone géographique, risque, profil de croissance,...)

Points d'attention

- Pertinence des comparables retenus :
 - ◆ Risque, rentabilité et croissance comparables
 - ◆ Tenir compte des spécificités de l'entreprise et de ses comparables
- Modalités de prise en compte d'une décote de taille pour déterminer le multiple
- Les multiples boursiers traduisent le plus souvent une position minoritaire, tandis que les multiples transactionnels traduisent le plus souvent une position majoritaire
- Difficultés d'obtention de données fiables pour les multiples transactionnels

A utiliser sans modération

Informations sectorielles et comptes annuels

- Fiches sectorielles CNOEC
- Image PME
- Amadeus / Diane
- Capfinancials
- Atometrics
- Datamonitor
- Xerfi
- IHS Global Insight
- Factiva
- Businesscoot

Bases de données des sociétés cotées / deals

- Bloomberg
- Capital IQ
- Datastream
- Refinitiv
- InfrontAnalytics
- CFNews
- Epsilon Research
- Capital Finance
- Merger market

Données pour les calculs, les primes et les multiples

- Fairness Finance
- ID Midcaps
- Observatoire des PME non cotées de la CCEF
- Observatoire des PME non cotées de la CNCC et du CNOEC
- Baromètre Absolu

Logiciel d'évaluation

- RCA (adapté aux BP)
- Valutico (plateforme Saas, partenariat CCEF)
- Avalor

A utiliser sans modération

Fonds de commerce

- Jedataviz (OEC)
- Dila
- Caudia
- Barèmes
- Étude sectorielle des multiples de cession de fonds de commerce comptables de Sycomore Advisory
- Évaluer un fonds de commerce | Cabinet IFC

Sites Internet

- A3E
- APEI
- CCEF
- IVSC
- Institut des actuaires
- SFEV
- TEGOVA
- Observatoire de l'immatériel
- Creavalue*

Autres sources documentaires

- Document de référence / annuel des sociétés cotées
- Attestations d'équité
- Organisations professionnelles et syndicats
- Rapports de commissariat aux apports / à la fusion sur des opérations de restructuration de sociétés cotées

Creavalue* : outil d'évaluation et de valorisation des actifs stratégiques (ressources-clés). C'est une transposition du BMC (Business Model Canvas) axé sur les ressources-clés.

Les multiples proposés par la CCEF

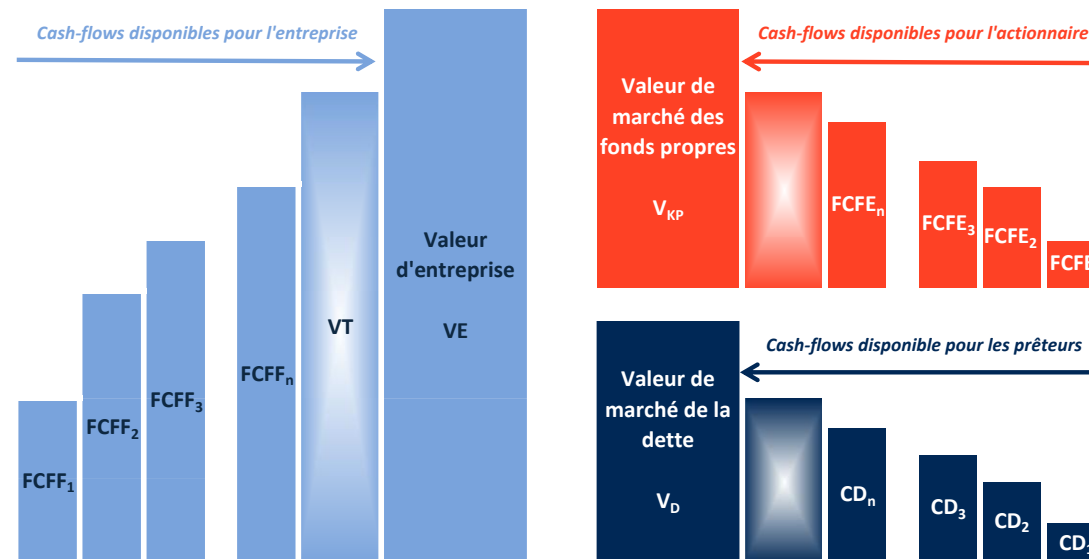
● Extrait de la publication de février 2026 – Multiples applicables aux PME

Sur Prime calculée									
$xEBIT_{Hors IFRS16}$	$f(EBIT_{Hors IFRS16})$	0,1M	0,5M	1M	5M	10M	20M	50M	100M
		8,30%	6,82%	6,18%	4,69%	4,05%	3,41%	2,57%	1,93%
1 Automobiles and Components		5,1x	5,6x	5,9x	6,5x	6,8x	7,2x	7,7x	8,2x
2 Capital Goods		6,2x	7,0x	7,4x	8,6x	9,2x	9,9x	11,0x	12,1x
3 Commercial and Professional Services		6,2x	7,0x	7,4x	8,5x	9,1x	9,8x	10,9x	11,9x
4 Consumer Discretionary Distribution and Retail		5,4x	6,0x	6,3x	7,1x	7,6x	8,0x	8,8x	9,4x
5 Consumer Durables and Apparel		5,5x	6,1x	6,4x	7,3x	7,8x	8,3x	9,1x	9,9x
6 Consumer Services		6,8x	7,6x	8,0x	9,1x	9,7x	10,4x	11,4x	12,3x
7 Consumer Staples Distribution and Retail		6,3x	7,0x	7,4x	8,5x	9,1x	9,8x	10,9x	11,9x
8 Energy		6,1x	6,7x	7,0x	7,9x	8,3x	8,8x	9,6x	10,3x

Sur Prime calculée									
$xEBITDA_{Hors IFRS16}$	$f(EBITDA_{Hors IFRS16})$	0,1M	0,5M	1M	5M	10M	20M	50M	100M
		8,41%	6,94%	6,30%	4,82%	4,19%	3,55%	2,71%	2,08%
17 Real Estate Management and Development		7,4x	8,1x	8,5x	9,4x	9,9x	10,5x	11,3x	12,0x
18 Semiconductors and Semiconductor Equipment		4,8x	5,4x	5,7x	6,5x	6,9x	7,4x	8,1x	8,8x
19 Software and Services		5,0x	5,6x	5,9x	6,8x	7,3x	7,9x	8,7x	9,5x
20 Technology Hardware and Equipment		4,2x	4,7x	5,0x	5,7x	6,0x	6,5x	7,1x	7,7x
21 Telecommunication Services		3,5x	3,9x	4,2x	4,8x	5,1x	5,5x	6,1x	6,6x
22 Transportation		4,0x	4,5x	4,7x	5,3x	5,7x	6,0x	6,6x	7,1x
23 Utilities		4,9x	5,2x	5,4x	5,8x	6,0x	6,2x	6,5x	6,8x

Mettre en œuvre la méthode des DCF

Le principe : la **valeur d'un actif** est égale à la **valeur actuelle nette des flux de trésorerie futurs** qu'il génère



Les flux de trésorerie sont actualisés en milieu d'exercice (sauf saisonnalité spécifique)

$$V_e = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + Wacc)^i} + \frac{VT_n}{(1 + Wacc)^n}$$

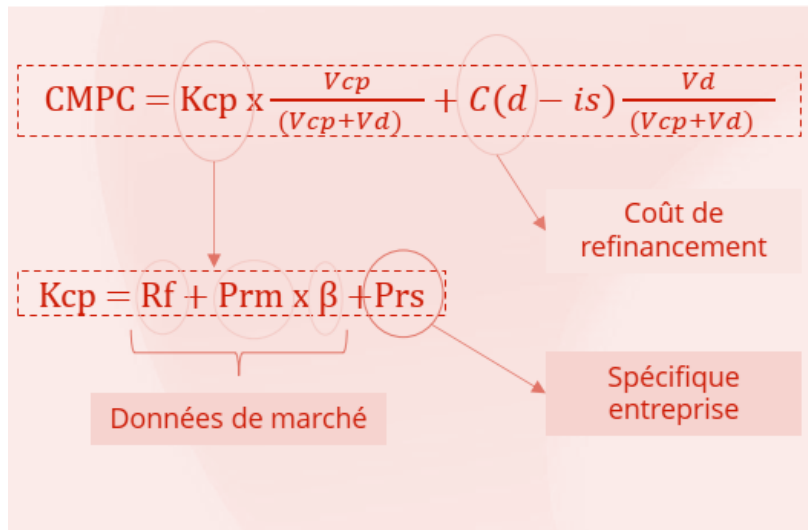
Le taux d'actualisation : le WACC

Le taux d'actualisation (**WACC**) :

moyenne pondérée de la **rémunération** des
apporteurs de fonds :

les **actionnaires** (au **coût des fonds propres**) et les
prêteurs (au **coût de la dette**)

Traduit la **rentabilité moyenne attendue par
l'ensemble des « investisseurs »** en fonction du risque
que représente l'entreprise



- La prime de risque : revue Convergence
Février 2026 « Indicateurs de la valeur des
entreprises : actualité du coût du capital des
PME - 2026
 - L'objectif poursuivi par le groupe de travail ad hoc
de la CCEF est d'aider les évaluateurs de PME ou
d'ETI non cotées à prendre en compte deux
risques qui sont souvent mal appréhendés :
 - ◆ La non-négociabilité des titres, d'une part
 - ◆ Et l'effet taille, d'autre part
- Le coût de la dette
 - Doit correspondre à ce que coûterait, dans les
conditions actuelles de marché, le refinancement
de l'actif économique non couvert par les fonds
propres

Focus sur la prime de risque de marché (MRP)

- La CCEF retient une prime de risque de marché de 4,95 %

Prime de risque du marché actions	Déc 2025	Déc 2024	Déc 2023
Coût du financement en fonds propres (COE)	8,42%	9,15%	8,63%
(-) Taux sans risque (Rf)	3,48%	3,03%	3,14%
(=) Prime de risque du marché des actions France	4,95%	6,12%	5,49%

Focus sur le β

- Étape 1 : retenir le bêta sectoriel désendetté (cf. publication CCEF)

Nom du secteur	Bêta à dette nulle médian sur 5 ans	Nombre d'observations
Automobiles et composants automobiles	0,99	40
Biens d'Équipement	0,98	270
Services Commerciaux et Professionnels	1,00	43
Distribution et vente au détail de produits non essentiels (nouveau nom)	1,08	38
Biens de consommation durables et habillement	1,16	56
Services consommateurs	0,93	27
Distribution et vente au détail de produits de première nécessité	0,82	25
Énergie	1,20	59
Sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC) (nouveau nom)	0,55	73
Services Financiers	1,20	93
Aliments, Boissons et Tabac	0,45	26
Équipements et Services de Santé	0,93	22
Produits domestiques et de soin personnel	0,40	13
Matériaux	0,86	169
Médias et Divertissement	1,18	28
Sciences pharmaceutiques, biotechnologiques et biologiques	0,71	19
Gestion et promotion immobilière (nouveau)	0,70	25
Semi-conducteurs et équipements pour semi-conducteurs	1,53	47
Logiciels et Services	1,16	68
Matériel et équipements liés aux technologies	1,07	82
Services de Télécommunication	0,33	12
Transports	0,81	44
Services collectifs	0,47	10
TOTAL		1289
Median	0,93	
Moyen	0,89	

- Étape 2 : réendetter ce bêta sectoriel en fonction du Gearing (rapport dette/capitaux propres) de l'entité

- Déterminer le taux d'endettement de l'entité

→ gearing $G_{BT} = D/En$ (BT : before tax)

- Calculer ce gearing après effet impôt

→ $G_{AT} = G_{BT} * (1 - T_{xIS})$

- Réendetter ce β (« Unlevered β ») pour introduire dans la formule du coût des fonds propres le β endetté (« Levered β »)

→ $\beta_L = \beta_U * (1 + G_{AT})$

Focus sur la prime de risque spécifique

- La CCEF détermine une fois par an la prime de risque applicable aux PME. Pour 2026, la prime se décompose ainsi

Niveau d'EBIT (pré IFRS)	1 M€	5 M€	10 M€	20 M€	50 M€	100 M€
Prime de taille (SP)	6,13%	4,66%	4,02%	3,39%	2,55%	1,91%

Prime de taille à 0% pour EBIT ≥ 806 M€

Niveau d'EBITDA (pré IFRS)	1 M€	5 M€	10 M€	20 M€	50 M€	100 M€
Prime de taille (SP)	6,25%	4,79%	4,16%	3,53%	2,69%	2,06%

Prime de taille à 0% pour EBITDA ≥ 962 M€

Mettre en œuvre la méthode des DCF – Valeur terminale

Le flux terminal : Free Cash Flow Normatif

- A partir du dernier flux du BP
 - ◆ CA du dernier flux * (1+g), avec g=taux de croissance à l'infini
 - ◆ x Taux de marge d'EBIT normatif
 - ◆ = EBIT Normatif
 - ◆ + Amortissements normatifs (% du CA)
 - ◆ = EBTIDA normatif
 - ◆ - Investissements normatifs, égaux aux amortissements
 - ◆ - Variation BFR (% BFR normatif * (CA terminal – CA dernier flux))
 - ◆ = Cash flow normatif

Même si amortissements et investissements normatifs s'annulent arithmétiquement, ne pas les omettre car l'amortissement est pris en compte dans le calcul de l'IS normatif

La valeur terminale

- Projection du Free Cash Flow à l'infini

$$VT = \frac{\text{Free Cash flow normatif}}{WACC-g}$$

- Le taux de croissance à l'infini
- Reflète la croissance à long terme de la rentabilité économique et de l'activité de la cible
- Ne doit pas être supérieur au taux de croissance à long terme de l'économie (publications OCDE / FMI / INSEE / BDF /...)
- La valeur terminale représente fréquemment entre 2/3 et 3/4 de la valeur d'entreprise

Les hypothèses de valeur terminale sont un enjeu majeur de l'évaluation

Un repère pour le taux de croissance à long terme

- Travaux de la CCEF :
 - La CCEF retient la répartition géographique du chiffre d'affaires des entités du CAC 40 telle que publiée dans leur dernier document d'enregistrement universel disponible
 - Et y applique les taux de croissance réels à long terme tels que publiés par le FMI

Zone	% CA	Taux LT	Prorata	Zone
CA total France	21,53%	0,9	0,19%	France
CA Total Europe	32,30%	1,4	0,45%	Europe
CA Amériques	20,73%	2,1	0,44%	Average North & South america
CA Asie Pacifique	9,14%	4,1	0,37%	Asia and Pacific
CA Emergents	12,57%	4,0	0,50%	Emerging markets & developpeing economies
CA non affecté	3,73%	2,0	0,07%	other advanced
Total	100,00%		2,03%	

Taux de croissance à long terme : 2,03%

Un exemple, en accès libre

https://www.vernimmen.net/Pratiquer/Formules_et_tableaux.php

Sélectionner : Chapitre 33 : Évaluation par les flux de trésorerie disponibles

5 Détermination des flux de trésorerie

En MEUR	2002	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	Normatif
Résultat d'exploitation		485	531	578	609	641	670	685	695
- Impôts sur les sociétés (35%)		(170)	(186)	(202)	(213)	(224)	(235)	(240)	(243)
+ Dotations aux amortissements		250	255	261	270	280	295	310	315
- Variation du BFR		(25)	(26)	(28)	(17)	(18)	(18)	(10)	(10)
- Investissements nets		(375)	(387)	(399)	(357)	(370)	(387)	(358)	(363)
Flux de trésorerie		165	188	210	292	309	326	388	394

6 Calcul de la valeur présente des flux de trésorerie

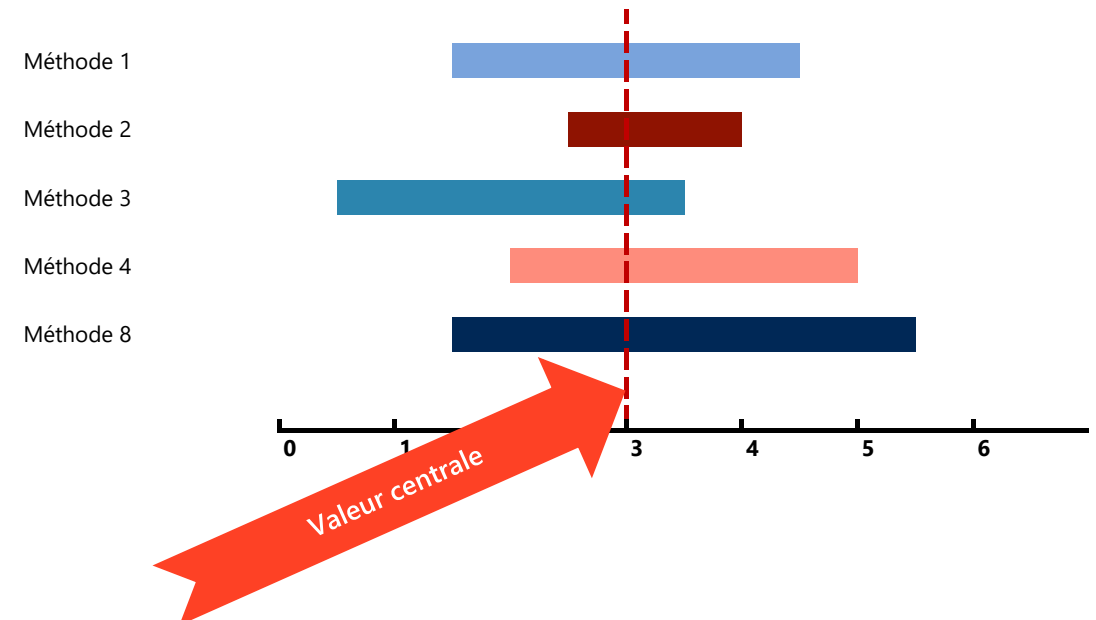
En MEUR	2002	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Facteurs d'actualisation		0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,56	0,51
Valeur présente des flux		150	155	158	199	192	184	199
Valeur terminale								2 380
Valeur présente totale	3 617							

Conclusion

Conclure sur la valeur

- La valeur est exprimée sous forme de fourchette resserrée présentant une valeur centrale, issue du jugement du professionnel
 - Cette fourchette repose sur une approche multicritère
 - L'intervalle de valeurs doit être analysé par l'évaluateur : une fourchette incohérente peut être liée à des hypothèses erronées

- La valeur n'est pas le prix
 - Ce n'est pas à l'évaluateur de fixer le prix...



Les écueils d'une mission d'évaluation

Les écueils méthodologiques

- Erreurs dues aux manques d'attention aux détails
 - ◆ Norme de valeur incorrecte
 - ◆ Prémisse de valeur incorrecte
 - ◆ Compréhension incomplète de l'activité
- Erreurs dues à un effort / budget / expertise insuffisant
 - ◆ Analyse qualitative et quantitative inadéquate (importance du diagnostic stratégique)
 - ◆ Analyse industrielle et macro-économique insuffisante
 - ◆ Manque d'analyse sur les ajustements de normalisation
 - ◆ Ne pas séparer et identifier les actifs d'exploitation et hors exploitation

Les écueils calculatoires

- Se tromper sur les éléments de référence de l'évaluation
 - ◆ Mauvaise date d'évaluation
 - ◆ Erreur sur le % de détention au capital
- Se tromper sur la détermination de la valeur terminale (DCF)
 - ◆ Attention, celle-ci représente 2/3 de la valeur d'entreprise !
- Confondre la valeur des actions (capitaux propres) et la valeur de l'entreprise
 - ◆ $V_{kp} = VE - \text{dette nette} + \text{Actifs nets des passifs hors exploitation}$
 - ◆ Attention à la valeur obtenue en fonction de l'approche utilisée
- Calculer la moyenne des méthodes
 - ◆ Elle a très rarement un fondement logique : vision patrimoniale et vision opérationnelle recouvrent deux logiques différentes
 - ◆ Elle se fonde souvent sur deux hypothèses contradictoires : la poursuite de l'entreprise (approche DCF) et sa liquidation.

Questions / Réponses