

CÔTÉ FINANCE

Yannick Coulon

1<sup>re</sup> édition

# Guide pratique de la **valorisation** d'une **PME**

Comment évaluer une entreprise non cotée ?



**Yannick Coulon** possède 15 ans d'expérience bancaire au sein du groupe Suez et de l'UBS en Suisse, 10 ans d'expérience marketing au sein de la société lomega corp.

Intervenant extérieur en finance, il enseigne notamment à la Brest Business School.

Diplômé de l'ESC Brest Bretagne, de l'ISG et de l'ISC à Paris, il est également titulaire d'un MBA de la SIU d'Heidelberg (RFA) et d'un certificat en finance comportementale de l'université de Zürich (CH).

*[www.linkedin.com/in/yannick-coulon-auteur-finance](http://www.linkedin.com/in/yannick-coulon-auteur-finance)*

CÔTÉ FINANCE

Yannick Coulon

1<sup>re</sup> édition

**Guide pratique**  
de la **valorisation**  
d'une **PME**

Comment évaluer une entreprise non cotée ?

# CÔTÉ FINANCE

Côté Finance est une collection essentiellement « pratique ». Elle vise le large public des investisseurs individuels.

L'aspect pédagogique est privilégié ainsi que la présentation et l'explication de **solutions concrètes à mettre en œuvre pour améliorer ses performances**.

Épargnants avertis ou débutants et actionnaires actifs trouvent dans les livres de cette série une approche applicative, synthétique, accessible et pédagogique.

Liste des titres publiés sur  
[www.gualino.fr](http://www.gualino.fr)

Suivez-nous sur



[www.gualino.fr](http://www.gualino.fr)

Contactez-nous [gualino@lextenso.fr](mailto:gualino@lextenso.fr)



© 2021, Gualino, Lextenso  
1, Parvis de La Défense  
92044 Paris La Défense Cedex  
ISBN 978-2-297-13646-4  
ISSN 2105-9810

# SOMMAIRE

Présentation .....	9
--------------------	---

## **Chapitre 1 La valeur d'entreprise et de l'entreprise**..... 13

---

1. Définition des deux valeurs essentielles .....	14
■ La valeur d'entreprise.....	14
■ La valeur de l'entreprise.....	15
■ Définition des dettes .....	15
■ Définition des actifs excédentaires .....	15
■ Cas où la société est propriétaire de son immobilier d'exploitation .....	16
■ Relation entre les deux agrégats .....	18
■ Étude de cas pratique .....	19
■ L'efficacité des marchés et la justesse des cotations boursières ....	22
2. Le positionnement stratégique de l'entreprise .....	23

## **Chapitre 2 Les méthodes d'évaluation patrimoniale**..... 27

---

1. La méthode patrimoniale basée sur l'actif net comptable ....	29
■ Limites de l'approche .....	31
■ Le cas du retournement de tendance.....	31
2. La méthode patrimoniale basée sur l'actif net réévalué .....	34
■ Le principe de l'actif net réévalué.....	35
■ Les retraitements .....	37
■ Les retraitements essentiels du compte de résultat.....	37
■ Les retraitements essentiels de l'actif du bilan .....	44

■ Les retraitements essentiels au passif du bilan .....	57
■ L'ANR lié à la simple plus-value sur fonds de commerce.....	60
■ Étude de cas sur l'actif net réévalué d'une SCI familiale.....	62
■ Étude de cas sur l'actif net réévalué d'une société d'exploitation .....	63
3. La méthode du goodwill.....	65
■ Définition de la méthode du goodwill .....	66
■ Le goodwill et la valeur fondamentale.....	72
■ Étude de cas sur le goodwill.....	73
4. Points clés et limitations des méthodes patrimoniales .....	79

## **Chapitre 3 La méthode d'évaluation fondamentale ..... 81**

---

1. Définition de la valeur fondamentale.....	82
2. Les flux de trésorerie disponible.....	87
■ Le flux de trésorerie disponible pour l'entreprise.....	87
■ Étude de cas sur les flux de trésorerie disponible pour l'entreprise .....	91
■ Le flux de trésorerie disponible pour l'actionnaire.....	95
■ Synthèse des flux de trésorerie .....	96
3. Le taux d'actualisation pour les flux de trésorerie disponible pour l'entreprise .....	98
4. Le taux d'actualisation pour les flux de trésorerie disponible pour l'actionnaire .....	101
5. Étude de cas sur la valeur fondamentale.....	104
■ Méthode DCF indirecte (actualisation des flux de trésorerie disponible pour l'entreprise).....	105
■ Méthode DCF directe (actualisation des flux de trésorerie disponible pour l'actionnaire).....	109
■ Synthèse des deux méthodes d'évaluation fondamentale .....	111
6. La méthode de valorisation selon le dividende .....	112
7. Points clés et limitations de la méthode d'évaluation fondamentale.....	113

## Chapitre 4 La méthode des comparables ..... 115

---

1. La méthode de la transaction comparable ..... 117
2. La méthode de valorisation selon le PER ..... 117
  - Le PER, une valorisation relative et comparative..... 118
  - Étude de cas sur une valorisation potentielle..... 121
  - La dynamique du PER ..... 122
  - Les limites du PER..... 131
3. La méthode de valorisation selon le multiple VE/EBE.... 133
  - La définition de la valeur d'entreprise ..... 133
  - Le multiple de valeur d'entreprise sur EBE ..... 138
4. Les autres méthodes comparatives..... 143
  - La valorisation selon le *price to book*..... 143
  - La valorisation selon les flux de trésorerie générée..... 144
  - La valorisation selon un multiple non financier ..... 145
5. Les décotes à opérer sur les multiples boursiers ..... 146
6. Étude de cas sur les multiples VE/EBE et PER ..... 149
  - Utilisation des multiples sectoriels ..... 151
  - Limite de l'analyse sur une seule année..... 152
  - Utilisation des multiples des leaders..... 152
  - Décision de l'évaluateur..... 154
  - De la vertu des moyennes historiques dans une analyse ..... 154
7. Points clés et limitations de la méthode des comparables..... 155
  - Bulles financières ..... 156
  - Entreprises vraiment comparables ? ..... 156

## Chapitre 5 Cas de synthèse pour une TPE (SEGX) ..... 157

---

1. Préambule au cas SEGX ..... 158
  - La moyenne, ses vertus et comme ses défauts..... 159
  - La valeur n'est pas le prix ! ..... 160

2. Présentation de la société SEGX .....	160
■ Brève présentation analytique de l'entreprise SEGX.....	160
■ Données comptables et prospectives .....	161
■ Données comparatives.....	163
3. Valorisations patrimoniales .....	164
■ La valorisation selon l'ANR classique.....	164
■ La valorisation selon l'ANR associé au goodwill.....	169
■ L'ANR lié à la seule plus-value sur fonds de commerce .....	174
■ La moyenne des méthodes patrimoniales .....	175
4. Valorisations selon la méthode fondamentale.....	176
■ La valorisation selon le prévisionnel optimiste .....	177
■ La valorisation selon le prévisionnel pessimiste .....	180
■ La moyenne des valorisations fondamentales .....	183
5. Valorisations selon la méthode des comparables.....	184
■ La transaction comparable.....	184
■ Le PER ajusté.....	185
■ Le dividende.....	188
■ Le multiple de CAF ajusté.....	189
■ Le multiple de valeur d'entreprise (VE/EBE).....	190
■ La moyenne des méthodes des comparables.....	191
6. Fourchette de valorisations de la société SEGX.....	192
<b>Conclusion .....</b>	<b>197</b>
<b>Références .....</b>	<b>203</b>
<b>Webographie .....</b>	<b>205</b>
<b>Table des figures et tableaux.....</b>	<b>207</b>
<b>Terminologie anglaise utile dans le domaine de la valorisation d'entreprise .....</b>	<b>211</b>
<b>Index .....</b>	<b>215</b>

# PRÉSENTATION

La valorisation est le point de départ naturel vers l'achat/la vente d'une entreprise ou de titres sur un marché boursier.

Essentielle dans une analyse patrimoniale, elle permet aussi d'étudier les forces et faiblesses de l'entité et sert de référence historique dans son développement.

Déterminer la valeur d'une entreprise est une mission complexe qui s'apparente plus à un art abstrait qu'à une science exacte. Le calcul d'une valorisation est difficilement une donnée définitive, parfaitement objective et absolue.

Elle se conçoit mieux dans un concept de *fourchette de valorisations* ou de nuage de points, puisqu'à chaque méthode est associée de nombreuses hypothèses et variables sensibles.

Le terme « Valeur de l'entreprise » est ambigu et le livre s'attache à le définir précisément.

S'agit-il de la valeur de l'actif économique de l'entreprise ou bien de la valeur fondamentale des capitaux propres ?

Ces deux valorisations constituent les revers d'une même médaille mais elles sont séparées par le poids des dettes financières nettes.

Le livre se concentre sur les méthodes essentielles de valorisation regroupées en 3 approches globales :

- l'approche patrimoniale ;
- l'approche fondamentale ;
- l'approche par comparaison.

## **Un ouvrage pratique**

Comme son nom l'indique, c'est un ouvrage pratique.

De nombreux cas pédagogiques (12) et illustrations (46) rendent le contenu pragmatique et didactique.

Cependant, certaines approches théoriques permettent aussi de satisfaire l'expert.

L'auteur guide l'évaluateur ou l'évaluatrice en indiquant des taux de référence qu'il ou elle peut directement appliquer. Une évaluation n'est jamais parfaite, elle requiert beaucoup d'humilité et de pragmatisme, notamment dans le secteur des TPE et PME.

## **La cible de l'ouvrage**

Il conviendra parfaitement au chef d'entreprise et aux acteurs du monde de l'entreprise, avocats, experts-comptables, conseillers bancaires et en gestion de patrimoine...

Mais il intéressera aussi les étudiants en école de commerce/gestion ou les investisseurs en général.

Les modèles explicités sont applicables aussi bien aux PME qu'aux entreprises cotées.

## **Le but de l'ouvrage**

L'objectif est de donner au lecteur les bases nécessaires pour réaliser une estimation de la valeur d'une entreprise ou plus modestement de lui permettre de comprendre une étude réalisée par un expert et de pouvoir la critiquer d'une façon argumentée.

## **Les limites de l'ouvrage**

Le livre se concentre sur le thème de la valorisation.

Il n'aborde pas le rachat de l'entreprise avec toutes ses composantes humaines, juridiques, fiscales ou de stratégie de négociation.

Il établit la valeur de l'ensemble des capitaux propres mais pas sa valeur vénale partielle ou globale, ni son prix.

Le but n'est donc pas de se priver des conseils précieux d'un expert reconnu dans le domaine de la cession d'entreprise.

L'objectif de ce guide n'est pas non plus de couvrir la comptabilité générale, fiscale ou encore le domaine des consolidations, il existe déjà une multitude d'ouvrages de grande qualité sur ces sujets.

Seul un expert-comptable ou avocat d'affaires connaît parfaitement l'environnement comptable, juridique ou fiscal de l'entreprise dont il a la charge.

### **La lecture pratique de l'ouvrage**

Le lecteur peut aborder ce livre suivant deux approches :

- l'approche théorique séquentielle, le lecteur découvre chaque méthode accompagnée de cas pratiques ;
- l'approche pragmatique : le lecteur commence directement par le cas de synthèse SEGX, il pourra se référer progressivement aux points théoriques des chapitres précédents.

*À mes enfants, Samantha et Fabian*

*À mes frères, Christian, Philippe et Emmanuel*

*Merci à l'équipe de Lextenso éditions et particulièrement à M<sup>me</sup> Sophie Doucet et M<sup>me</sup> Laure Pichet*



# 1

## La valeur d'entreprise et de l'entreprise

### Résumé

Ce premier chapitre définit deux valeurs essentielles à maîtriser : la valeur d'entreprise et la valeur de l'entreprise. Cette compréhension est un préalable nécessaire à la découverte des méthodes de valorisation.

### Mots-clés

Valeur d'entreprise, valeur de l'entreprise, actifs excédentaires, dettes nettes, valeur de marché, actif économique.

## 1. Définition des deux valeurs essentielles

Il est fondamental de définir avec précision deux agrégats qui sont intensivement utilisés et liés tout au long de l'ouvrage.

Elles semblent synonymes, elles sont pourtant diamétralement opposées (actif/passif) :

- la valeur d'entreprise ou valeur de marché de l'actif économique est à l'actif du bilan ;
- la valeur de l'entreprise ou valeur de marché des actions/parts sociales ou des capitaux ou fonds propres qui sont au passif du bilan.

Valeur d'entreprise  $\neq$  Valeur de l'entreprise

### La valeur d'entreprise

Le terme « Valeur d'entreprise » ou VE fait référence à la traduction littérale du terme « *Enterprise Value* » ou EV utilisé aux USA.

Elle est équivalente à la valeur de marché de l'actif ou de l'entité économique et commerciale.

L'actif économique est l'essence même de l'entreprise, il représente l'ensemble des actifs productifs (les immobilisations corporelles et incorporelles) et ressources (besoin en fonds de roulement d'exploitation ou BFRE) qui génèrent l'EBE (ou le REX).

C'est l'outil industriel et commercial au sens large.

## La valeur de l'entreprise

La valeur de l'entreprise correspond à la valorisation des actions. Détenir le capital d'une entreprise, c'est à la fois détenir l'actif économique, profiter des biens excédentaires (la trésorerie) mais aussi porter l'ensemble des dettes.

## Définition des dettes

Les dettes représentent l'ensemble des dettes financières à court, moyen et long terme. Elles n'incluent pas les dettes d'exploitation déjà incluses dans le besoin en fonds de roulement.

## Définition des actifs excédentaires

Les actifs excédentaires (également appelés actifs hors exploitation ou redondants) ne contribuent pas directement à la génération de l'EBE (ou du REX) et ne sont pas productifs, ils pourraient être revendus et grossir la trésorerie sans pour autant que l'activité principale de l'entreprise en soit modifiée.

Cette distinction est particulièrement importante car ces actifs peuvent contribuer à la réduction de la dette et peuvent être vendus sans pour autant mettre en danger l'entreprise. Ils renforcent la valeur patrimoniale de la société, indépendamment des **actifs productifs** constituant l'actif économique.

Sans cette distinction essentielle entre actifs d'exploitation et actifs excédentaires, l'entreprise peut apparaître sous-valorisée.

À titre d'exemple, des titres de participation non stratégiques (immobilisations financières), des valeurs mobilières de placement, un bien immobilier devenu inoccupé, des terres conservées à titre de

réserve foncière, un entrepôt vide ou une propriété intellectuelle de type industrielle comme un brevet ou une marque non utilisée par l'entreprise rentrent dans cette classification.

Les **actifs excédentaires** englobent donc plus d'actifs que la simple trésorerie ou trésorerie dite excédentaire.

Ces actifs excédentaires ne génèrent pas de revenus d'exploitation (même s'ils peuvent produire un faible revenu sans lien direct avec l'activité principale), il ne faut donc pas les comptabiliser dans l'actif économique mais plutôt les considérer comme une valeur patrimoniale propre, en dehors des actifs d'exploitation. On considère que tous les actifs excédentaires sont équivalents à une trésorerie globale susceptible de réduire les dettes et de les transformer en **dettes nettes**. Quand ils sont supérieurs aux dettes, nous obtenons alors des dettes nettes négatives.

## Cas où la société est propriétaire de son immobilier d'exploitation

Si une TPE est propriétaire de son immobilier d'exploitation, cet ensemble est considéré comme un bien excédentaire puisqu'il ne fait pas partie du fonds de commerce. L'activité existe, que l'entreprise en soit ou non propriétaire. Toutefois, cet actif est essentiel dans une valorisation des capitaux propres puisque sa valeur est souvent très supérieure à celle du fonds de commerce.

À titre d'exemple, un restaurateur propriétaire de ses murs peut décider de vendre son fonds tout en conservant ses murs. Il est donc utile de valoriser l'actif économique (ici le fonds de commerce) en dehors de tout immobilier, qu'il soit exploité ou mis en réserve.

## A • Comparaison n'est pas raison

Une comparaison entre une société d'exploitation propriétaire de son immobilier d'exploitation et une société référente qui le loue est biaisée. Si le multiple utilisé pour valoriser le fonds de commerce est le multiple d'EBE d'une société qui ne le possède pas, celui-ci doit être retraité afin d'établir une comparaison équitable. La charge liée au loyer est éliminée, l'EBE référent est donc majoré et le multiple retraité est réajusté à la baisse (i.e., l'EBE retraité augmente donc le ratio baisse).

## B • Exemple pour illustrer cette situation complexe

Une société propriétaire de son seul fonds de commerce et locataire de ses murs s'est récemment vendue pour 500 000 €. Elle a dégagé un EBE de 100 000 €, après le paiement d'un loyer annuel de 25 000 €. Elle n'avait aucune dette. Le multiple d'EBE tiré de cette transaction récente est donc de 5 (i.e., 500 000 / 100 000).

La société à évaluer possède son fonds de commerce et ses murs, elle dégage un EBE de 80 000 €.

Son fonds de commerce ne doit pas être évalué à 400 000 € (i.e.,  $5 \times 80\,000$  €) mais à 320 000 €. Pourquoi ?

- EBE référent retraité =  $100\,000 + 25\,000 = 125\,000$  €
- Multiple référent retraité =  $500\,000 / 125\,000 = 4$
- Fonds de commerce à évaluer =  $4 \times 80\,000 = 320\,000$  €

La différence est notable.

L'EBE de la société à évaluer aurait pu être retraité pour tenir compte d'un loyer théorique de 16 000 €, l'évaluation aurait été équivalente.

$$\text{EBE retraité} = (80\,000 - 16\,000) = 64\,000 \text{ €}$$

$$\text{Valorisation fonds de commerce} = 64\,000 \times 5 = 320\,000 \text{ €}$$

Pourquoi avoir pris 16 000 € comme valeur du loyer théorique ?

$$16\ 000 / 64\ 000 = 25\ 000 / 100\ 000 = 25\ %$$

La proportion entre le loyer et l'EBE sans loyer est conservée.

## Relation entre les deux agrégats

$$\begin{aligned} & \text{Valeur de marché des actions ou capitaux propres} \\ & = \text{Valeur de marché de l'actif économique (VE) + Actifs excédentaires} \\ & \quad \text{(trésorerie) - Dettes} \end{aligned}$$

Équivalent à :

$$\begin{aligned} & \text{Valeur de marché de l'actif économique (VE)} \\ & = \text{Valeur de marché des actions ou capitaux propres + Dettes} \\ & \quad - \text{Actifs excédentaires (trésorerie)} \end{aligned}$$

La figure 1 expose les agrégats sous forme bilancielle.

**Figure 1. La valeur de marché des capitaux propres et de l'actif économique**

<b>Bilan en valeur de marché</b>	
Valeur de marché de l'actif économique	<b>= Valeur de marché des capitaux propres</b>
+	
Trésorerie (excédentaire)	
- Valeur des dettes	
<b>Bilan en valeur de marché</b>	
<b>Valeur de marché de l'actif économique</b>	=
	Valeur de marché des capitaux propres
	+
	Valeur des dettes nettes

## Étude de cas pratique

L'exemple suivant va aider le lecteur à bien différencier les deux agrégats.

Prenons le cas de 4 sociétés avec des actifs économiques comparables. Quelles sont les valeurs de marché des actions des 4 sociétés A, B, C et D présentées dans la figure 2 ?

**Figure 2. Les sociétés comparables A, B, C et D**

Bilans en valeur de marché			
Société A		Société B	
Valeur d'entreprise = 100	Capitaux propres ?	Valeur d'entreprise = 100	Capitaux propres ?
Trésorerie = 0	Dettes = 0	Trésorerie = 0	Dettes = 50
Société C		Société D	
Valeur d'entreprise = 100	Capitaux propres ?	Valeur d'entreprise = 100	Capitaux propres ?
Trésorerie = 50	Dettes = 0	Trésorerie = 50	Dettes = 50

L'équation fondamentale régissant un bilan comptable est la suivante :

$$\text{Actif économique} + \text{Trésorerie} = \text{Capitaux propres} + \text{Dettes}$$

Autrement exprimé :

$$\text{Capitaux propres} = \text{Actif économique} + \text{Trésorerie} - \text{Dettes}$$

Si les actifs économiques sont équivalents alors :

$$\text{Valeur d'entreprise de la société } VE(A) = VE(B) = VE(C) = V(D) = 100$$

Pourtant, les sociétés ont des valeurs de marché des capitaux propres totalement différentes :

- Valeur des actions de (A) =  $100 + 0 - 0 = 100$  ;
- Valeur des actions de (B) =  $100 + 0 - 50 = 50$  ;
- Valeur des actions de (C) =  $100 + 50 - 0 = 150$  ;
- Valeur des actions de (D) =  $100 + 50 - 50 = 100$ .

Si le marché est efficient, la valeur des actions reflète la valeur de l'actif économique, le niveau de la trésorerie et des dettes. La société (B) qui détient une dette importante, sans trésorerie, (valeur des actions = 50) vaut 3 fois moins cher que la société (C) non endettée détenant une trésorerie abondante de 50 (valeur des actions = 150).

### **A • Pourquoi est-il si important de bien différencier ces deux variables ?**

Certaines méthodes de valorisation donnent directement la valeur de l'actif économique, il faut donc procéder à des ajustements pour obtenir la valeur des actions en tenant compte du niveau des dettes, de la trésorerie et des actifs excédentaires.

D'autres méthodes donnent directement la valeur des actions sans devoir procéder aux ajustements liés aux dettes existantes. Il sera toutefois souvent nécessaire d'y ajouter les éventuels biens excédentaires, les marchés comptabilisant mal ce genre de biens hors exploitation.

Il est donc indispensable de ne pas les confondre.

Lorsque la méthode utilise l'EBE ou le résultat d'exploitation, donc des données comptabilisées avant le paiement des intérêts, on s'oriente vers une valeur de marché de l'actif économique et lorsque la méthode utilise le résultat net (PER, price-to-book), on s'oriente vers la valeur de marché des actions.