

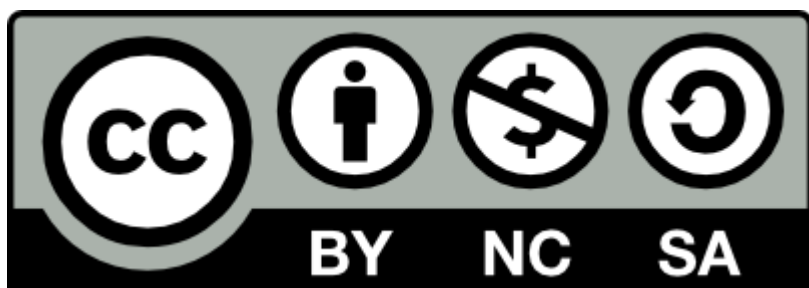
COURS EVALUATIONS DES ENTREPRISES

Objectif du cours :

Ce cours a pour objectif de familiariser les étudiants en Master avec les différentes méthodes, statiques et dynamiques d'évaluation des entreprises. A l'issue de ce cours, les étudiants seront en mesure de détailler de manière didactique la mécanique de chaque méthode et d'en souligner ses limites et de connaître les principes et les démarches préalables pour procéder à l'évaluation d'une entreprise.

Mots clés : Finance – Evaluation – Cout du capital – Financement – Valeur.

Auteur : Blibech Nourhene



Evaluation des entreprises

Introduction

L'évaluation d'une entreprise se pose à l'occasion de nombreuses opérations économiques telles que la transmission d'une fraction importante du capital, fusions, scissions, apports partiels d'actifs, opérations boursières, etc...

Sans entrer dans la théorie de valeur, on peut dire tout simplement que la valeur est une qualité attribuée à un objet à la suite de calculs ou d'une expertise. La valeur est donc une opinion, une possibilité et non pas un fait. En revanche, le prix c'est la somme effectivement payée lors d'une transaction quelconque, le prix est un fait, une réalité, c'est à dire une donnée réelle alors que la valeur est une possibilité, une indication.

L'entreprise est un système, une structure, c'est une cellule vivante. C'est un centre de décision. C'est une combinaison de capital et de travail formant une unité productive et / ou distributive.

On remarque selon cette définition combien est difficile la détermination de la valeur réelle de l'entreprise dans sa totalité pour ne pas dire que c'est impossible. C'est pourquoi l'évaluation de l'entreprise se ramène nécessairement à celle des actions. En fait, on évalue la valeur des droits que possèdent sur cette entreprise les détenteurs du capital.

Il y a d'un côté une société qui possède des biens, des créances et des dettes, de l'autre des actionnaires ou des associés qui possèdent des actions ou des parts conférant des droits sur la société.

Ces droits sont constitués surtout par le pouvoir de gestion, le droit aux bénéfices et le droit sur le produit de liquidation en cas de dissolution de la société.

Ces droits peuvent être modifiés (exemple : participation des salariés aux bénéfices, augmentation de prélèvement d'impôts par l'Etat, etc...).

En conséquence, la valeur des actions peut en être directement affectée. La valeur de l'entreprise peut être estimée selon deux approches :

- Approche patrimoniale ;
- Approche économique.

L'approche patrimoniale veut que l'on considère l'entreprise comme un ensemble de biens ayant chacun ; une valeur propre. Alors que l'approche économique veut que l'on considère l'entreprise comme une entité représentée par des actions destinées à générer des flux financiers.

L'approche patrimoniale consiste à recenser et à valoriser tous les biens et toutes les dettes de société

pour déterminer l'actif net réel représentant la valeur \ intrinsèque corporelle de l'entreprise. L'approche économique consiste à analyser les résultats de l'entreprise et à apprécier sa capacité future à produire des bénéfices de façon durable et à en déduire la valeur de rendement ou économique par capitalisation ou actualisation du profit. Le degré d'importance à accorder à l'une ou à l'autre approche dépend des cas d'espèce comme on va le voir lors de l'étude des méthodes d'évaluation.

I. Etudes préalables à l'évaluation

Deux phases sont préalables à toute évaluation s'agit :

- de l'étude des motivations des parties,
- du diagnostic de l'entreprise à évaluer,

I.1- Etude des motivations des parties

Dans cette phase, il convient de définir l'opération projetée en termes économiques ; En effet, l'opération n'est pas nécessairement la même pour les deux parties en présence.

Le vendeur peut avoir comme motivations :

- le besoin d'argent liquide : il est acculé à vendre pour des raisons financières,
- la crainte d'une dégradation de la situation de son entreprise : par exemple, elle appartient à un secteur stagnant,
- la recherche d'un partenaire : objectif de complémentarité,
- entreprise en difficulté : par exemple pour éviter le dépôt de bilan.

Quant à l'acheteur, ses motivations peuvent être aussi très variées :

- Pénétrer rapidement un marché ;
- Supprimer une concurrence dangereuse afin d'améliorer ses prix ;
- Acquérir une activité complémentaire pour des raisons de diversification ;
- Acquérir une minorité qui, jointe à la minorité qu'on possède déjà, donne la majorité et le pouvoir ;
- Réaliser un vieux rêve personnel : avoir sa propre entreprise.

L'étude des motivations vise principalement la connaissance du contexte de l'opération afin d'en dégager les objectifs de chacune des parties pouvant avoir une influence sur l'évaluation.

I.2- Diagnostic de l'entreprise à évaluer

L'investisseur éventuel, n'ayant pas participé à la gestion de l'entreprise qu'il désire acquérir, a besoin de la connaître profondément. Tel est le but du diagnostic.

Avant de parler des différentes sortes de diagnostic, il convient de préciser que certaines démarches doivent être effectuées pour constituer le dossier d'évaluation.

a) Se faire communiquer les principaux documents de l'entreprise à évaluer: Etats

financiers des trois ou cinq dernières années et I copies des déclarations fiscales, plans des terrains et bâtiments avec surfaces développées, surfaces utiles, dernières expertises d'assurance, inventaire du matériel ou du moins des principaux matériels avec indication de l'âge, liste et valeurs des participations.....

b) Visite des établissements : Elle permet au visiteur de se forger une opinion sur l'état des lieux, des bâtiments et des machines. On notera l'état des constructions (architecture, vétusté), les moyens d'accès (route, voie ferrée,) l'environnement de l'usine (autres industries) l'état des machines (ancienneté, disposition, place disponible).....

c) Collecte des données utiles à l'estimation des valeurs corporelles : La correction des postes d'actif et de passif nécessite certaines explications et informations complémentaires.

d) Collecte des données utiles à l'estimation du "fonds commercial" : Il s'agit notamment:

Des états de résultat et les notes annexes; de la rémunération des dirigeants et cadres y compris les avantages en nature

Après cette prise de connaissance, l'expert procédera aux diagnostics.

On distingue trois natures de diagnostic :

- Le diagnostic économique : porte sur les aspects commercial, technique et humain.
- Le diagnostic comptable : porte principalement sur l'examen des comptes afin de :
 - s'assurer de la fiabilité des valeurs comptables
 - s'assurer de la régularité et de la sincérité des résultats de référence qui seront utilisés.
- Le diagnostic financier : vise à étudier l'évolution de la situation patrimoniale, de l'activité et des résultats de l'entreprise.

II. Méthodes d'évaluation

Seront successivement examinées :

- Les approches fondées sur le patrimoine de l'entreprise ;
- Les approches fondées sur le capital économique ;
- Les approches fondées sur la rentabilité ;
- Les approches fondées sur la notion de marché ;
- Les approches dualistes et notion de goodwill.

II 1 - Approches fondées sur le patrimoine de l'entreprise

Actif net comptable

L'actif net comptable correspond à ce que l'on appelle souvent la situation nette. Dans la nouvelle réforme comptable, cette rubrique apparaît clairement au bilan.

L'actif net comptable est égal au montant de l'actif duquel il faut déduire le passif exigible (endettement global), $ANC = A - E$.

Cette approche est peu réaliste en raison notamment des effets de l'inflation et des distorsions entre comptabilité et fiscalité (en matière d'amortissement par exemple).

Actif net comptable corrigé (A.N.C.C)

L'actif net comptable corrigé, appelé par certains auteurs (Brilman et Maire) "Actif net réévalué" est la valeur intrinsèque de l'entreprise. C'est le montant du capital qu'il serait actuellement nécessaire d'investir pour reconstituer le patrimoine utilisé par l'entreprise, dans l'état où il se trouve.

$A.N.C.C. = Ac - Ec$

L'actif net comptable corrigé peut être défini comme l'excédent de l'actif corrigé sur l'endettement corrigé.

La nécessité de la correction des valeurs comptables résulte des effets de l'inflation, des modalités d'amortissement et de comptabilisation.

Pratiquement, le passage de la valeur comptable à la valeur réelle nécessite :

- Un inventaire de tous les éléments d'actif appartenant à l'entreprise ;
- Une distinction entre les éléments d'exploitation et les éléments hors exploitation ;
- Une évaluation fragmentaire de chacun des éléments retenus ;
- Un cumul de toutes les évaluations fragmentaires pour obtenir l'actif corrigé (Ac) ;
- Une détermination du passif exigible (Ec)

Les éléments hors exploitation sont éliminés puisqu'il s'agit de déterminer l'actif effectivement utilisé par l'entreprise pour réaliser son objet

Les éléments hors exploitation peuvent donc être réalisés (cédés) sans nuire l'efficacité de l'entreprise. Ils sont estimés en valeur vénale nette c'est à dire déduction faite de la charge fiscale et du coût de leur réalisation. Quant à l'évaluation des éléments retenus, elle est conduite dans une perspective de continuité d'exploitation en recherchant la valeur d'usage. Celle-ci est définie comme "le prix qu'il serait nécessaire de déboursier (théoriquement) pour acquérir à l'époque actuelle, un élément susceptible des mêmes usages dans les mêmes conditions d'emploi, ayant la même durée présumée d'usage résiduel, possédant les mêmes performances et ayant la même appropriation à l'utilisation qui en est faite".

L'examen du passif exigible courant et non courant peut révéler des risques et des engagements non inscrits au passif du bilan. L'expert devra alors procéder à des corrections pour tenir compte de tout passif latent. On arrive ainsi à l'actif net comptable corrigé par application de la formule $ANCC = Ac - Ec$

L'actif net comptable corrigé est la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il s'écarte donc du capital économique que représente l'entreprise. C'est pourquoi il convient de rechercher le

capital économique de l'entreprise à travers le calcul de la valeur substantielle (V.S), et les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (C.P.N.E).

II 2- Approches fondées sur le capital économique

La valeur substantielle (V.S)

L'entreprise est un outil de production ; Cet outil est composé de l'ensemble des biens de toute nature engagés dans l'exploitation. La valeur substantielle est précisément la valeur réelle de cet outil de production.

La particularité de la V.S réside dans le fait qu'il n'est pas tenu compte de l'origine du financement (fonds propres et capitaux d'emprunts).

Cependant, la V. S ne comprend pas la totalité des postes d'actif du bilan, certains biens peuvent ne pas être utiles à l'exploitation.

En revanche, certains éléments dont l'entreprise dispose sans en être propriétaire et qui sont nécessaires à son fonctionnement doivent être valorisés et ajoutés à l'actif (éléments loués, prêtés, fournis en crédit-bail ou mis à sa disposition par tout autre procédé).

On peut établir ainsi la relation avec l'actif réel total

$V.S = \text{Actif réel total} - \text{Actif réel hors exploitation} + \text{dépenses d'investissement nécessaires au maintien de l'outil de production existant} + \text{biens loués (évalués en valeur d'usage)} + \text{effets escomptés et non échus.}$

La capacité bénéficiaire de la V.S = bénéfice net comptable corrigé + [(loyers - amortissements techniques des biens loués + charges financières globales) (1-is)].

Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation

Le concept de C. P. N. E correspond à l'actif immobilisé nécessaire à l'exploitation tel qu'il est déterminé pour le calcul de la V. S, augmenté des "besoins en fonds de roulement" pris dans le sens de fonds de roulement nécessaire à l'exploitation déterminé de façon simple ou normative (Fonds de roulement normatif).

Comme lors du calcul de la capacité bénéficiaire de la V. S, les résultats (C.B ou profit futur...) doivent être retraités pour être homogènes avec le concept C.P.N.E. Par conséquent, les charges financières sur les dettes non courantes et le différentiel entre le montant des loyers et celui des amortissements techniques des biens loués doivent être ajoutés en net d'impôts aux résultats.

II 3- Approches fondées sur la rentabilité

Trois méthodes sont généralement utilisées :

- La valeur de rendement : évaluation fondée sur les dividendes ; parfois le terme "valeur financière" est utilisé pour désigner la valeur de rendement ;
- La valeur de rentabilité ou de productivité : évaluation fondée sur les bénéfices; parfois le terme "valeur de rendement" est utilisé pour désigner la valeur de rentabilité;
- Méthodes utilisant des flux de cash-flow : évaluation par le cash-flow (ou M. B. A).

Valeur de rendement

La valeur de rendement d'une entreprise s'obtient soit en capitalisant, soit en actualisant à un taux approprié le montant des dividendes moyens distribués au cours de plusieurs années ou sur l'avenir.

a) Cas d'une rente infinie de dividendes constants :

$$V.R = D/K$$

D étant le dividende versé par l'entreprise.

K étant le taux de rendement attendu par l'investisseur.

b) Cas d'une rente infinie de dividendes croissants :

$$V.R = D/(k-g)$$

Où $g < k$

g = taux de croissance moyen annuel des dividendes.

c) Cas d'une rente de dividendes connue et finie c'est à dire limitée à une certaine période.

avec D = Flux des dividendes attendus ;
 n = période.

d) Cas d'une rente de dividendes connue et finie mais avec une revente éventuelle de l'entreprise en fin de période.

Où V_e = valeur de revente à la période n .

Valeur de rentabilité ou de productivité

La valeur de rentabilité s'obtient soit par actualisation d'une série de capacités bénéficiaires constantes jusqu'à l'année n , soit par capitalisation de la C.B. La capacité bénéficiaire de l'entreprise est le résultat récurrent qu'elle est capable de sécréter dans des conditions normales d'exploitation à partir de ses moyens actuels.

a) Actualisation d'une série de C. B constantes jusqu'à l'année n .

Où

i = le taux d'actualisation.

n = la période de capitalisation.

C B = capacité bénéficiaire.

b) Capitalisation de la C.B.

C'est le cas d'une rente à l'infini.

V. Rentabilité = $C B / i$

i = le taux de capitalisation.

Méthodes utilisant des flux de cash-flow

1) Evaluation par le cash-flow

a) Capitalisation

La notion de cash-flow utilisée correspond à la capacité d'autofinancement appelée aussi

marge brute d'autofinancement. Elle est égale à la somme du bénéfice net, de la dotation aux amortissements et de la dotation aux provisions.

La valeur de l'entreprise peut s'obtenir ainsi :

Où C. F = cash-flow

et i = taux de capitalisation.

b) Actualisation

L'actualisation présente l'avantage par rapport à la capitalisation puisqu'elle est limitée sur une certaine période, (finie).

K étant le taux d'actualisation.

La méthode de l'évaluation par le cash-flow suppose que le maintien de ce dernier n'exige ni investissement supplémentaire, ni augmentation du besoin en fonds de roulement ce qui n'est pas souvent le cas.

2) Evaluation fondée sur les flux financiers ou flux de liquidités (cash-flows disponibles)

Pour pallier aux inconvénients présentés par la méthode de l'évaluation par le cash-flow, la méthode de l'évaluation fondée sur les flux financiers prend en considération les besoins de financement futurs de l'entreprise, les réinvestissements qui sont éventuellement à réaliser, tant au niveau des moyens de production qu'au niveau des besoins en fonds de roulement pour assurer la rentabilité attendue.

D'où la formule suivante :

F. F exprime les flux financiers d'une période.

V_r = la valeur résiduelle de l'entreprise à l'issue de la période d'actualisation.

K étant le taux d'actualisation.

Le flux financier est défini par la somme algébrique des éléments suivants :

Bénéfice net courant corrigé + amortissements et provisions nettes de reprises- investissements
± variation du besoin en fonds de roulement + désinvestissements.

Quant à la valeur résiduelle de l'entreprise à la fin de la période d'actualisation, elle peut se calculer soit en cherchant l'actif net en fin de période (approche patrimoniale) soit en capitalisant le bénéfice net courant corrigé moyen des trois dernières périodes ($n - 2$; $n - 1$; et n).

II. 4- Approches fondées sur la notion de marché

Ces approches se fondent sur un principe d'analogie en se référant au marché.

Le principe d'évaluation d'une entreprise repose sur une comparaison avec des entreprises similaires. En pratique, les critères servant aux comparaisons sont le chiffre d'affaires, les dividendes, le bénéfice net et le cash-flow, ces critères étant pris isolément ou associés.

* Le premier critère "chiffre d'affaires" la valeur de l'entreprise est égale à x fois son chiffre d'affaires.

* Le deuxième critère "dividendes" La valeur de l'entreprise s'obtient par la formule :

$V.E = D / R$

dans laquelle "R" est le quotient du dividende par la capitalisation boursière des entreprises choisies pour servir de référence.

* Le troisième critère "bénéfice" n'est utilisé que lorsque les entreprises ressemblantes du secteur sont cotées en bourse.

La valeur de l'entreprise s'obtient ainsi : $B \times P.E.R$

Le P.E.R se calcule ainsi : Cours boursier / bénéfice par action

* Le quatrième critère "cash-flow" est plus homogène que le bénéfice et exprime mieux le potentiel de croissance et de résistance de l'entreprise.

La valeur de l'entreprise s'obtient ainsi :

$V.E = K \times \text{cash-flow}$. Par exemple, j'achète à 3 fois le C. F.

K pouvant prendre comme valeur la référence à d'autres entreprises.

II. 5- Approches dualistes et la notion de goodwill

Le goodwill est "l'aptitude que possède une entreprise à générer plus ou moins de bénéfice dans un cadre d'exploitation donnée (hommes, produits, équipements, marchés, clientèle). Sa valeur serait ainsi liée plus à la physiologie de l'entreprise qu'à sa morphologie.

Elle serait ainsi d'autant plus élevée que l'entreprise est en bonne santé, que les hommes y sont heureux et y donnent le meilleur d'eux-mêmes, que les produits sont bien situés sur le marché, que la gestion financière est satisfaisante et que la clientèle est solide".

Le goodwill "est l'ensemble des éléments, nécessairement incorporels, non détachables de l'entité économique que constitue l'entreprise et non évaluables isolément, qui concourent à produire un bénéfice supérieur à la rémunération du capital investi". Les éléments qui créent le goodwill au niveau de l'entreprise sont :

- économiques : sa position concurrentielle relative, sa technologie, la qualité et les prix de ses produits, son organisation, l'efficacité de ses méthodes de gestion
- commerciaux : son image de marque, son réseau commercial, son organisation

- commerciale, l'attitude de sa clientèle.
- humains : la compétence technique du personnel, stabilité du personnel, la qualité des dirigeants.

III. Les composants de base des méthodes d'évaluation

Pratiquement toutes les méthodes d'évaluation utilisent l'une des deux données de base suivantes :

- l'actif net comptable corrigé (ANCC) ;
- la capacité bénéficiaire.

L'A. N. C. C constitue la valeur patrimoniale de l'entreprise.

La capacité bénéficiaire est le résultat escompté de l'affaire. Elle peut s'exprimer à partir du bénéfice brut, du bénéfice net ou du cash-flow selon les formules retenues.

Mais avant d'aborder l'étude de ces deux grandeurs, il convient de préciser les différents concepts de la valeur.

Valeur d'acquisition : c'est le coût de revient ou d'achat d'un bien. C'est donc le montant pour lequel un bien est entré à l'origine dans le patrimoine de l'entreprise. Cette valeur présente l'inconvénient majeur de ne pas tenir compte du phénomène inflationniste.

Valeur de liquidation : c'est la valeur que rapporterait la vente forcée de l'entreprise dans un délai limité. On ne se situe pas ici dans une hypothèse de continuité de l'exploitation. Certains auteurs distinguent entre la valeur de liquidation qui est définie par le prix de vente d'un bien dans des conditions normales et la valeur liquidative qui résulte d'une liquidation forcée de l'entreprise.

Valeur à la casse : elle représente le prix de vente d'un bien non plus pour ce qu'il représente en tant qu'outil, mais pour le poids de ses éléments récupérables (ferraille...).

Valeur vénale : c'est le prix de vente d'un bien dans des conditions normales. Ce prix résulte de l'offre et de la demande.

Valeur de remplacement :

* Perspective statique : remplacement à l'identique. C'est la valeur à neuf qui représente la dépense nécessaire pour remplacer un bien considéré par un bien équivalent (mêmes qualités) neuf.

* Perspective dynamique : remplacement par un investissement différent offrant des qualités différentes (supérieures).

Valeur d'utilisation (d'usage ou d'utilité) : peut se définir comme étant "la somme qu'il serait nécessaire de déboursier théoriquement, pour acquérir, à l'époque actuelle, un élément susceptible des mêmes usages dans les mêmes conditions d'emploi, ayant la même durée résiduelle d'usage et les mêmes performances".

III. 1- L'actif net comptable corrigé

L'actif net comptable ne représente pas toujours le vrai patrimoine de l'entreprise. C'est pourquoi des correctifs doivent être apportés aux éléments d'actif et de passif du bilan pour arriver à l'actif net comptable corrigé.

Les distorsions proviennent principalement :

- de la dépréciation de la monnaie ;
- du non coïncidence entre l'amortissement fiscal et la dépréciation réelle des immobilisations ;
- des possibilités de valorisation incorrecte de certains postes d'actif ou de passif.

Il convient donc d'analyser les éléments du bilan en reprenant l'intégralité des postes d'actif et du passif et en leur affectant une valeur économique différente par définition de la valeur

comptable et ce en vue d'évaluer le patrimoine de l'entreprise.

Mais avant de procéder à l'évaluation proprement dite, un tri doit être opéré à l'intérieur des éléments composant le patrimoine pour distinguer :

- les éléments nécessaires à l'exploitation ;
- les éléments hors exploitation.

1) Eléments hors exploitation

Les éléments hors exploitation peuvent être réalisés sans nuire à l'efficacité de l'entreprise et constituent, pour un éventuel acquéreur, l'équivalent d'une trésorerie disponible. Ces éléments peuvent être des terrains, des constructions, des matériels voire même de la trésorerie apparente (compte bloqué ou titres de placement par exemple) ou masquée (stocks excédentaires, non utilisation des possibilités de découvert, etc...). Cependant, il ne suffit pas par exemple qu'un terrain ait une surface excédant la part effectivement utilisée pour que cette fraction inemployée soit considérée comme "hors exploitation". Pour être considéré comme "hors exploitation", le bien doit répondre à deux critères :

- être cessible immédiatement ;
- la cession ne doit avoir aucune incidence sur les conditions d'exploitation existant au moment de l'évaluation.

Les biens hors exploitation doivent être estimés à leur valeur vénale nette, c'est à dire au prix de vente éduction faite de l'impôt et du coût de réalisation.

Les valeurs nettes ainsi calculées devront être isolées dans l'actif net total puisqu'elles ne seront pas traitées de la même manière dans les formules d'évaluation. Leurs parts éventuelles dans les résultats de l'entreprise devront également être traitées distinctement.

2) Eléments nécessaires à l'exploitation

Ces biens étant destinés à rester durablement dans l'entreprise, la conduite de l'évaluation se situera dans une optique de fonctionnement de l'entreprise et visera à la détermination de la valeur d'usage.

A) éléments incorporels

Il y a lieu donc de distinguer d'une part les éléments incorporels ayant une valeur propre indépendante de l'entreprise, et d'autre part, les éléments qui ne peuvent être dissociés de l'entreprise elle-même et dont la valeur ne peut s'apprécier qu'à travers la valeur globale de l'entreprise.

Ce qui est certain est que le traitement des éléments incorporels constitue l'un des aspects les plus délicats de l'évaluation et sur lequel les doctrines divergent sensiblement.

Eléments incorporels ayant une valeur propre indépendante de l'entreprise

Ces éléments sont constitués principalement pour ne pas dire uniquement par le droit au bail et les brevets ou licences. Néanmoins, certains auteurs ajoutent les frais ou les dépenses de recherche et développement mais à condition "qu'ils ou qu'elles se rattachent à des produits nouveaux (à lancer).

a) Droit au bail

Le droit au bail confère au locataire le droit de maintien dans les locaux c'est à dire que le propriétaire ne peut pas l'evincer sans lui payer en contrepartie une indemnité d'éviction. Le droit au bail jouit donc d'une protection légale dans le régime dit de "propriété commerciale". L'évaluateur doit, à cet effet prendre en compte un certain nombre de facteurs, tels que l'emplacement, l'importance, la configuration et l'entretien des locaux, ainsi que les conditions

juridiques et financières du bail (clauses du contrat et montant du loyer).

La valeur d'un droit au bail repose en fait sur la protection légale qui permet à l'entreprise d'exploiter un local commercial et sur l'économie réalisée sur le loyer exigé.

Plusieurs méthodes peuvent être utilisées dont notamment :

* La méthode des coefficients par rapport au loyer : Le montant du droit au bail peut être calculé en retenant x années de loyer ; le nombre x résulte du marché, il est déterminé par la pratique ;

* La méthode de la valeur actuelle : La logique de cette méthode consiste à rapprocher le loyer prévu d'un loyer théorique considéré comme normal (c'est à dire si je veux prendre en

location aujourd'hui un local à service égal, quel serait le montant du loyer ?). La différence entre les deux loyers, considérée comme un avantage, sera capitalisée sur la durée restant à courir du bail en vigueur.

b) Brevets et licences

Le brevet exploité ne peut faire l'objet d'une cession sans compromettre la poursuite de l'exploitation de l'entreprise ; et donc sa valeur ne peut être dissociée de la valeur globale de l'entreprise, c'est à dire non susceptible d'une évaluation spécifique parce que non détachable de l'ensemble des biens et des droits constituant la substance de l'entreprise.

En résumé, hors le droit au bail et les brevets et licences non exploités susceptibles d'une cession séparée sans nuire à l'efficacité de l'exploitation et qui ont une valeur intrinsèque à faire figurer en actif réel, tous les autres éléments incorporels dont la cession ne peut être envisagée et donc non dissociables de la valeur globale de l'entreprise, ne doivent pas être chiffrés dans l'actif réel et par conséquent, ils font partie du goodwill.

La valeur d'un brevet ou d'une licence repose d'une part sur les revenus (appelés généralement royalties) nets d'impôt que l'on peut en attendre (espérer), d'autre part sur la durée pendant laquelle ces revenus seront encaissés.

c) Frais de recherche et de développement

* les frais concernant des produits existants sont pris pour zéro (sauf incidence fiscale) ; il en est de même des frais concernant des études qui ne feront que maintenir le potentiel actuel de l'entreprise ;

* les frais se rattachant à des produits nouveaux (à lancer) ou qui vont se traduire par la prise d'un brevet que l'entreprise n'envisage pas exploiter directement, pourront être évalués et figurer parmi les actifs.

Éléments Incorporels dont la valeur ne peut être dissociée de la valeur globale de l'entreprise et éléments considérés comme des "non valeurs"

La notion du goodwill, comme on l'a vu, regroupe tous les éléments incorporels indissociables de l'entreprise.

Il s'agit notamment :

- du fonds commercial incluant notamment l'achalandage et la clientèle;
- des marques, dessins, modèles, dont la valeur ne peut être dissociée de celle du fonds commercial ;
- des logiciels informatiques qui entraînent une bonne fiabilité de l'information et assurent une meilleure qualité de la gestion ;
- des frais préliminaires dans la mesure où ils répondent aux conditions posées par la norme comptable n°10 relative aux charges reportées et notamment dans ses paragraphes n° 05, 08 et 15 ;
- des charges à répartir dans la mesure où ils répondent aux conditions posées par la norme comptable n°10 relative aux charges reportées et notamment dans ses

paragraphe n° 05 et 19.

Faisant partie du goodwill, tous ces éléments incorporels ne sont pas repris dans l'actif net. Il convient cependant de prendre en considération l'économie d'impôt qu'ils procurent (pour les 3 derniers points).

Par ailleurs, certains éléments incorporels sont considérés comme des "non valeurs" et donc à éliminer de l'actif net. Il s'agit :

- des frais d'émission d'emprunt et d'actualisation des crédits fournisseurs gratuits ;
- des primes de remboursement ;
- de l'écart de conversion.

Il convient cependant de prendre en considération l'économie d'impôt qu'ils procurent.

La position que nous avons retenue en considérant d'un côté les "frais préliminaires" et les "charges à répartir" comme des investissements immatériels et de l'autre les "frais d'émission

des emprunts, les primes de remboursement et les écarts de conversion" (trois comptes dont la nature économique réelle est d'être des correctifs du passif) comme des "non-valeurs" pourrait, certes, être critiquable ; Cependant, une chose est certaine est que le résultat final est le même. En effet dans les deux cas, ces éléments ne sont pas repris en actif net soit parce qu'ils font partie du goodwill (dans le 1er cas) soit parce qu'ils sont considérés comme des "non-valeurs" (dans le 2ème cas).

B) Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles comprennent essentiellement : les terrains, les bâtiments, le matériel, les agencements et installations.

a) Les terrains

Enregistrés pour leur prix d'acquisition, les terrains comportent généralement une plus-value potentielle importante à cause notamment du phénomène inflationniste auquel s'ajoute dans certains cas le phénomène de la rente foncière.

Il convient de distinguer les terrains nus et les terrains bâtis.

La valeur d'un terrain nu qui dépend notamment de sa localisation, de la loi de l'offre et de la demande et du coût de viabilité, peut être estimée en s'adressant à des experts immobiliers ou en se renseignant auprès des notaires, des courtiers, etc...

Généralement on se réfère au prix du m² lequel est déterminé par comparaison avec les prix pratiqués dans la région à l'occasion de transactions récentes.

La valeur d'un terrain bâti est sensiblement inférieure à celle du même terrain nu.

Deux méthodes sont couramment utilisées pour estimer un terrain bâti :

- soit considérer un prix au mètre carré construit "terrain intégré" qui ne fait pas apparaître de valeur distincte du terrain. Il est donc évalué comme un tout indissociable.
- soit évaluer le terrain et les constructions séparément mais dans ce cas, il convient de pratiquer un abattement forfaitaire de 30% (1) correspondant à l'immobilisation du terrain. C'est cette dernière méthode qui est couramment utilisée.

b) Constructions

Les constructions à valoriser sont constituées notamment par :

- les ateliers de production,
- les magasins et entrepôts,
- les bureaux / siège,
- les bureaux / usines.

Dans la mesure où elles sont effectivement utilisées, ces constructions ont une valeur d'usage quelle que soit leur ancienneté.

Pour les constructions hors exploitation, ainsi qu'il a été précisé plus haut, elles sont valorisées en valeur nette vénale.

La valeur d'usage dépend notamment de l'état des constructions, de leur degré de vétusté ainsi que de leur mode de construction.

Cette valeur d'usage est déterminée en fonction des deux hypothèses suivantes :

* 1ère hypothèse : Bâtiments pour lesquels il existe un marché portant sur des Immeubles analogues : Dans ce cas, l'évaluation se fait en retenant la valeur vénale. Cette valeur vénale doit être brute c'est-à-dire sans déduction du coût de réalisation et de l'impôt éventuel puisqu'il s'agit d'un bâtiment servant à l'exploitation. L'appel à un spécialiste est presque toujours indispensable. Une enquête auprès d'agents immobiliers pourrait s'avérer parfois suffisante.

* 2ème hypothèse : Bâtiments pour lesquels il n'existe pas de marché : Dans ce cas, il convient de déterminer la valeur d'usage ou d'utilisation stricto sensu laquelle est approchée

de deux

- Approche par la valeur de reconstruction

Sur la base du type de construction (charpente, en dur ou en béton) nécessaire pour toutes les activités, il est aisé d'obtenir des coûts de construction au mètre carré. On peut alors appliquer à ces prix des coefficients pour appropriation et vétusté.

Si par exemple l'usine à évaluer a une surface couverte de 1000 m² et que le coût de construction par m² serait de 300 D, le coefficient d'appropriation 80% et le coefficient de vétusté 50%, la valeur d'usage de cette usine serait égale à : Surface bâtie x coût de construction x coefficient d'appropriation x coefficient de vétusté. 1000 m² x 300 D x 80% x 50% = 120 000 D

Une variante plus rapide de cette méthode consiste à substituer à la valeur de construction à neuf, la valeur de remplacement calculée par le cabinet d'assurance, puis à appliquer les mêmes coefficients.

- Approche par la valeur d'acquisition

Les bâtiments à évaluer peuvent être assez spécifiques de l'activité et avoir donné lieu à divers investissements et aménagements répartis sur plusieurs années. Dans ce cas, il est possible de réactualiser année par année les différents investissements et aménagements pour reconstituer une valeur à neuf en dinars actuels, puis appliquer des coefficients de vétusté et d'appropriation.

Pour finir avec les constructions, il convient d'évoquer les trois cas particuliers suivants :

Constructions affectées au logement du personnel

Normalement ces constructions sont considérées comme hors exploitation.

Cependant s'il s'avère qu'elles constituent les accessoires d'un contrat de travail ou des moyens destinés à faciliter le recrutement et le maintien de la main d'œuvre, elles doivent être considérées dans ce cas comme rattachées indirectement à l'exploitation.

Constructions édifiées sur sol d'autrui

Normalement ces constructions étant incessibles, leur valeur ne doit donc pas être retenue en actif net réel. Cependant, s'il s'avère qu'il y a une possibilité de céder le droit d'usage (droit réel) ou d'obtenir une indemnité auprès du bailleur à la fin du bail, il y a lieu de tenir compte de ces éléments, éventuellement actualisés, en actif net réel. En revanche, pour la détermination de la V.S., il faut systématiquement calculer leur valeur d'usage à ajouter à l'actif. Le même montant devrait figurer au passif. C'est le montant qu'il serait nécessaire pour reconstituer le bien à la fin du bail.

Exemple : La société ABC a construit un bâtiment ayant coûté 300 000 D sur un sol pris en location pour une période de 15 ans dont 5 ans se sont déjà écoulés. Le montant du loyer annuel du terrain est de 12 000 D. La valeur actuelle de la construction est estimée à 260 000 D, celle du terrain est estimée à 150 000 D. La location annuelle d'un immeuble comparable (terrain et construction) avec un contrat de 10 ans pourrait coûter 46 000 D. Le taux

$$\frac{(46\ 000 - 12\ 000) \times (1 - 0,08)}{0,08} = 228\ 125$$

La valeur d'usage sera alors calculée comme suit :

Constructions et terrains expropriés

Dans ce cas, on retient le montant correspondant à l'indemnité d'expropriation y afférente.

c) Matériel

Le matériel servant à l'exploitation doit être évalué selon la valeur d'utilisation ou d'usage.

Cependant, il convient de distinguer à ce niveau le matériel pour lequel il existe un marché (matériel courant) du matériel pour lequel il n'existe pas de marché (matériel non coté). Pour

le matériel courant, le marché d'occasion pourrait fournir certains points de référence sur

lesquels on s'appuie pour déterminer sa valeur (bulletins spécialisés, Argus). Pour le matériel non coté, plusieurs méthodes peuvent être utilisées :

*1ère méthode : La valeur d'utilisation est calculée à partir de la valeur à neuf corrigée par application de coefficients permettant de tenir compte de la durée de vie résiduelle.

Exemple :

Une entreprise dispose d'une machine acquise il y a 4 ans pour une valeur de 80 000 D. Sa durée de vie prévue est de 10 ans.

Le marché de ce type de matériel propose un nouveau modèle, à performance équivalente (même rendement) dont le prix est de 120 000 D. Calculer la valeur d'utilisation de l'ancienne machine.

La valeur d'usage de l'ancienne machine :

Valeur à neuf (de remplacement)	120 000 D
Décote due à la durée de vie résiduelle de 6 ans (au lieu de 10 ans pour la nouvelle machine)	48 000 D
valeur d'usage	72 000 D

* 2ème méthode :

Cette méthode consiste simplement à réévaluer les valeurs comptables en calculant forfaitairement la

Valeur d'usage = V. N. C x valeur à neuf / valeur brute comptable.

Cette méthode est applicable chaque fois que les amortissements constatés ne sont pas trop éloignés de l'amortissement technique.

* 3ème méthode :

Une troisième méthode consiste à actualiser les investissements et à pondérer chacune des valeurs obtenues par l'application d'un coefficient de vétusté. Cette méthode peut être appliquée soit à des matériels individualisés, soit à des catégories regroupant des familles de matériels homogènes.

d) Agencements et installations

Les agencements et installations sont souvent inclus, au moins partiellement, dans l'estimation des bâtiments lorsqu'il y a expertise. S'il n'en est pas ainsi, il faudra procéder à une estimation de la même manière que les matériels.

e) Biens pris en leasing

Selon la nouvelle norme comptable NCT 41, les biens pris en leasing doivent figurer au bilan donc ils sont traités comme les autres immobilisations corporelles et ceci à compter du 1er janvier 2008.

f) Immobilisations financières

- Participations et créances liées à des participations

Les participations minoritaires dans les sociétés cotées seront prises en compte pour leur valeur boursière normale (moyenne d'une année ou d'un mois par exemple).

Les participations minoritaires dans les sociétés non cotées pourront être évaluées, soit à partir de la valeur de capitalisation, des dividendes, soit à partir d'une valeur probable de négociation.

-Autres immobilisations financières

*Prêts non courants

Les prêts sont normalement repris pour leur valeur comptable. Toutefois, lorsqu'il s'agit d'opérations d'une certaine importance mais à faible taux ou carrément sans taux d'intérêt, on doit procéder à une actualisation à un taux égal à la différence entre le taux normal et le taux

courant (1er cas) ou à un taux normal (2ème cas).

***Autres créances**

Elles sont reprises normalement pour leur valeur comptable, sauf si elles présentent des risques de non recouvrement auquel cas des provisions doivent être constituées.

g) Actifs courants

- Stocks

L'évaluation des stocks se fait normalement sur la base d'un inventaire physique complet de toutes les catégories de stocks : matières premières, produits finis, produits en cours et travaux en cours.

Des provisions pour dépréciation doivent-être-constituées sur les stocks rossignols et dormants en tenant compte des risques en cours (changement de modèle, marché....).

- Clients et comptes rattachés

Il convient de s'assurer que le montant des provisions calculées est suffisant en s'appuyant sur l'analyse d'une balance par antériorité de soldes, classant les créances par âge, et permettant de déterminer les risques de non recouvrement.

-Autres actifs courants

Ceux-ci doivent être examinés en détail et provisionnés si nécessaire.

h) Eléments du passif

-Provisions à caractère de réserves et subventions :

Elles font partie de l'actif net. Cependant il faut déduire de leur montant la valeur (actualisée) de la charge fiscale à payer (bien entendu si les réserves sont libres d'impôts il n'y a rien à déduire).

- Provisions pour risques et charges

Il convient de prendre en compte, le cas échéant, les provisions pour risques sur procès en cours ou prévisibles, litiges divers, redressements fiscaux ou sociaux, etc...

Si à l'inverse il existe des provisions comptabilisées mais I sans objet, elles devront être annulées. Dans les deux cas, l'incidence fiscale doit être prise en compte.

- Autres éléments du passif

Généralement il n'y a pas de redressements à effectuer sur ces éléments. Ils sont alors repris au passif exigible pour les sommes mentionnées au bilan.

III. 2- Capacité bénéficiaire

En matière d'évaluation, il n'est plus question du résultat comptable ou du résultat fiscal mais plutôt du résultat économique. Ce résultat est calculé indépendamment des contraintes fiscales et comptables. C'est ce que l'on nomme la capacité bénéficiaire. Il s'agit d'un résultat courant, normal et orienté vers le futur, en quelque sorte "reproductible".

La détermination de celle-ci supposera trois étapes :

- l'étude des résultats passés,
- l'examen des prévisions,
- mixage de ces éléments pour calculer une capacité bénéficiaire.

IV. Evaluations des acquis : Cas pratiques

IV.1 Cas 1 : Le coût du capital

Lien :

<https://finbuzzactu.files.wordpress.com/2016/12/s8.pdf>

IV.1 Cas 2 : Mode de financement à long terme 1

Lien :

<https://finbuzzactu.files.wordpress.com/2016/12/s6.pdf>

IV.1 Cas 3 : Mode de financement à long terme 2

Lien :

<https://finbuzzactu.files.wordpress.com/2016/12/s7.pdf>

V. Housing finance et Evaluation des entreprises en Afrique :

la vidéo ci-dessous est un résumé des travaux de Maria Hoek-Smit (Whartone) pourtant sur la Housing Finance in Africa.

Lien :

<http://podcasts.ox.ac.uk/5-scaling-housing-finance-africa>

