

L'évaluation De L'entreprise "Cas De La Société ABCD.SA" The Evaluation of the Company "Case of the Company ABCD. SA"

El Khou Taoufik

*Doctorant à l'université Hassan II Casablanca – FSJES- Mohammedia Maroc
Laboratoire de Recherche en Performances Economique et Logistique*

Loulid Adil

*Professeur Habilité à l'université Hassan II Casablanca – FSJES- Mohammedia Maroc
Laboratoire de Recherche en Performances Economique et Logistique*

Résumé: L'évaluation d'une entreprise et de ses capitaux propres a pour principal objectif, par la mise en œuvre de moyens et méthodes adaptés au cas particuliers, de fournir une fourchette de valeurs servant de référence dans le cadre de nombreuses opérations donnant lieu ou non à des transactions.

Notre article se propose de présenter, d'une façon plus exhaustive que possible, l'ensemble des méthodes permettant d'évaluer une entreprise à l'occasion d'une transaction et de comparer les valeurs qui leur découlent.

Dans le cadre de notre travail, nous allons nous baser sur les données comptables et financières de l'entreprise « ABCD. SA » en vue de déterminer sa fourchette de valeurs servant de référence en cas de réception d'une offre publique d'achat.

Mots-clés: Evaluation de l'entreprise - valeur de l'entreprise - méthodes d'évaluation de l'entreprise.

Abstract: The main objective of valuing a company and its equity is, through the implementation of means and methods adapted to the particular case, to provide a range of values serving as a reference in the context of numerous transactions giving rise or not to transactions.

Our article proposes to present, in a more exhaustive way as possible, all the methods allowing to evaluate a company during a transaction and to compare the values which result from them.

As part of our work, we will rely on the accounting and financial data of the company "ABCD. SA" in order to determine its value range serving as a reference in the event of receipt of a public tender offer.

Keywords: Business valuation - business value - business valuation methods.

Introduction :

L'évaluation de toute ou partie d'une entreprise et de ses capitaux propres a pour but, par la mise en œuvre de moyens et méthodes adaptés au cas particuliers, de fournir une Fourchette de valeurs servant de référence dans le cadre de nombreuses opérations donnant lieu ou non à des transactions.

Dans le cadre d'une transaction, cet intervalle de valeurs donne une estimation du prix probable de l'échange. Mais il convient de ne pas confondre les notions de valeur et de prix. La première, fondée sur la rareté et l'utilité, est subjective. Dans le processus de valorisation, la valeur d'une entreprise dépend des hypothèses formulées et des méthodes utilisées. La seconde est une réalité monétaire concrète et objective. Sur les marchés organisés, le prix résulte de la conformation de l'offre et de la demande. Dans les opérations de gré à gré comme la cession ou l'acquisition, totale ou partielle d'une entreprise, le prix relève, dans un contexte donné, de la négociation entre l'acheteur et le vendeur motivés l'un et l'autre par des intérêts généralement divergents. (Najib B. A., 2001)

L'écart entre l'évaluation et le prix de vente d'une entreprise peut être plus ou moins important selon le contexte de l'opération notamment l'existence ou non d'une concurrence entre acquéreurs, le degré d'urgence de la transaction, le degré de liberté du vendeur et le prix minimum exigé.

La problématique à laquelle se heurte toute personne confrontée à un achat ou à une cession d'entreprise reste, à chaque fois, celle de l'évaluation. Une entreprise ne s'évalue pas aussi facilement qu'un actif pour lequel il existe une "norme" de référence. Dans cette perspective nous nous interrogeons : *Dans quelle mesure peut-on proposer une valeur, ou au moins une fourchette de valeur, pour une entreprise et servant de référence dans le cadre de nombreuses opérations donnant lieu ou non à des transactions?*

Pour répondre à notre problématique, nous allons aborder dans un premier lieu le contexte et la préparation de l'évaluation de l'entreprise, puis nous allons exposer les différentes méthodes d'évaluation de l'entreprise, ensuite nous allons présenter notre méthodologie de recherche et enfin nous présenterons le cas pratique de la société "ABCD. SA" à travers lequel nous allons mettre en application l'ensemble des méthodes

d'évaluation évoquées en deuxième point.

1. Le contexte et la préparation de l'évaluation de l'entreprise.

1.1. Le contexte d'évaluation de l'entreprise.

1.1.1. Qu'est-ce que l'évaluation d'entreprise ?

Selon Christian H., (2008), évaluer une entreprise consiste à proposer une valeur ou une fourchette de valeurs aux actifs d'une entreprise ou à ses titres, et en aucun cas proposer un prix. En effet, si le prix d'une entreprise est une donnée objective (l'exemple ultime étant la confrontation d'un ordre de Bourse d'achat et de vente qui fixe un prix pour une valeur cotée), la valeur est nettement plus subjective puisqu'elle dépend à la fois de l'agent économique qui a réalisé la valorisation (analyste, actionnaire, investisseur, dirigeant, créancier...) et des objectifs qu'il poursuit :

- Continuer l'exploitation de la société, en l'état ;
- Continuer l'exploitation de la société, en modifiant la stratégie ;
- Continuer l'exploitation de la société, en la rapprochant d'une autre entreprise ;
- Liquider les actifs de la société.

1.1.2. Combien vaut une entreprise ?

En fonction de ces différentes situations, il est fort probable qu'une même entreprise aura des valeurs différentes. Or, la valeur n'implique pas nécessairement qu'il y ait volonté de transaction. Pour bien comprendre la différence entre les concepts de prix et de valeur, il faut distinguer la valeur financière et la valeur stratégique. La valeur financière d'une entreprise correspond à sa valeur intrinsèque, c'est-à-dire la valeur que l'on obtient en mettant en œuvre par exemple la méthode d'actualisation des flux de trésorerie. Si tous les agents économiques disposaient du même niveau d'information pour l'entreprise, cette valeur devrait être universelle, identique quel que soit l'acquéreur potentiel. La valeur stratégique, quant à elle, intègre les intérêts stratégiques propres à chaque investisseur ainsi que les synergies qu'il espère en retirer. En effet, tout investisseur espère améliorer la gestion de l'entreprise par sa propre gestion, par la mise en commun de ressources ou par le développement d'économies d'échelle. Ainsi, les flux futurs seront bonifiés et la valorisation, revue à la hausse. Autrement dit, le paradoxe est que la valeur d'une entreprise n'existe pas : il y a autant de valeurs stratégiques qu'il y a d'acquéreurs potentiels, d'où l'importance de choisir la bonne méthode d'évaluation. (Christian H., 2008 & Jean-Michel P., 2008)

1.1.3. Les circonstances exigeant l'évaluation d'entreprise.

L'évaluation d'une entreprise intervient lors de multiples circonstances et répond à divers besoins des partenaires de l'entreprise.

Une évaluation est pratiquée à l'occasion des opérations suivantes :

- Acquisition ou cession totale du contrôle ou d'une participation minoritaire d'une société ;
- Regroupement d'entreprises (fusion - acquisition) et apport partiel d'actif ;
- Scission ;
- Acquisition ou cession d'un domaine d'activité ;
- Introduction en bourse, augmentation de capital, émission de titres ...
- Transmission d'entreprise ;
- Reprise d'entreprise financée par effet de levier ou reprise d'entreprise par les salariés ;
- Evaluation fiscale
- Elaboration des états financiers (notamment dans le cadre des tests de dépréciation de la valeur des écarts d'acquisition et des actifs incorporels non amortis comme les marques, les parts de marché, etc....)

Les besoins des destinataires directes ou indirectes de l'évaluation sont divers, notamment l'acquéreur et le vendeur dont les intérêts sont divergents, les actionnaires minoritaires (éviter la sous-évaluation), les salariés et les institutions représentatives du personnel lors d'opérations de restructuration et de regroupement d'entreprises (préoccupation du maintien d'emploi). (Jean-Michel P., 2008)

1.2. La préparation de l'évaluation : Analyse des données et diagnostique.

Dans la conjoncture actuelle, il est plus que jamais nécessaire pour le praticien, avant de s'engager dans une évaluation, d'appréhender les données de l'entreprise dans son secteur et de mesurer le potentiel de développement ainsi que les risques.

Dans une perspective d'évaluation, la mesure de la performance ne peut être limitée à la seule mesure de résultats. Il est impératif d'adopter une démarche de diagnostic global qui permet d'identifier les mécanismes de création de la valeur.

Il n'est pas question d'étudier l'ensemble des techniques utilisées pour un diagnostic global mais plutôt de mettre en évidence les quelques points qui constituent un préalable à la mise en œuvre des techniques d'évaluation.

Chaque entreprise présente des caractéristiques propres dont on doit tenir compte dans l'évaluation. Il n'existe pas de méthode universelle qui pourrait s'appliquer, quelle que soit la situation, à toutes les entreprises. La situation de l'entreprise appréhendée au travers de l'analyse des données et du diagnostic influence le choix de la méthode d'évaluation.

Le rapport de l'évaluateur devra synthétiser les conclusions des diagnostics, justifier les méthodes d'évaluation retenues et présenter l'ensemble des résultats obtenus en explicitant les hypothèses retenues pour les différents calculs. (Belkahia R. et Oudad H., 2007 & Jean-Michel P, 2008)

1.2.1. Prise de connaissance de l'entreprise

La connaissance générale de l'entreprise nécessite la collecte d'informations dans différents domaines :

- L'activité de l'entreprise, sa concurrence, ses principaux partenaires, clients, fournisseurs ;...
- Son organisation et sa structure ;
- Ses politiques générales en matière financière, commerciale, sociale, et ses perspectives de développement ;
- Son organisation administrative et comptable ainsi que ses politiques et méthodes comptables. (Alain C., 1990)

1.2.1.1. Prise de connaissance interne

Selon Alain C. (1990), la première source d'information est constituée par l'entreprise elle-même. En effet, pour prendre connaissance de l'entreprise, l'évaluateur est présumé :

- Mener des entretiens avec des dirigeants, dans un premier temps, puis avec les salariés ;
- Réunir dans un dossier de travail l'ensemble des documents disponibles dans l'entreprise : statuts, organigramme, actes de nomination des dirigeants, bilans, comptes de résultats, contrats de travail, convention collective, états hypothécaires, règlement intérieur, ancienneté du personnel, rémunérations, etc. ;
- Compléter éventuellement son information en rencontrant des clients, des concurrents,...

1.2.1.2. Prise de connaissance externe :

Cette prise en connaissance externe est plus difficile à réaliser, car l'information n'est pas directement accessible dans l'entreprise.

Il faut donc mesurer le potentiel du marché sur lequel évolue l'entreprise, évaluer l'ardeur de la concurrence et les risques pesant sur ce marché, estimer la compétitivité de l'entreprise et son potentiel.

Un grand nombre d'informations peuvent, à cet effet, être obtenues simplement en consultant les registres tenus par des organismes officiels tels que les greffes des tribunaux de commerce.

L'évaluateur peut ainsi recourir à des sociétés de renseignement dont les outils sont aujourd'hui très sophistiqués ou utiliser d'autres sources d'information, plus accessibles mais souvent exploitées.

La presse économique et financière fournit des résultats financiers et économiques de nombreuses sociétés, de leurs maisons mères ou filiales locales et étrangères. A partir d'une vision globale du tissu économique, elle donne une vision dynamique et générale.

Les syndicats professionnels permettent souvent d'obtenir des informations propres au secteur et facilitent, par exemple, l'interprétation des bilans de l'entreprise évaluée et la comparaison avec ceux de ses concurrentes.

Il est indispensable de découvrir la réalité économique au-delà des chiffres comptables, d'apprécier le marché, les possibilités d'avenir, en incluant le potentiel humain, ainsi que les efforts de recherche et de développement. La valeur de l'entreprise doit, dans tous les cas, être appréciée en tenant compte de secteur d'activité auquel elle appartient. (Alain C., 1990, Najib B. A., 2001 & Pierre V., 2011)

1.2.2. Le diagnostic global de l'entreprise :

Le diagnostic de prise de connaissance, au niveau tant général que commercial, humain, industriel, juridique, comptable et financier, doit précéder l'évaluation elle-même. Cette analyse de l'entreprise dans son environnement permet de faire ressortir les points forts ou les points faibles provenant de la situation économique, des contraintes liées au métier, du secteur d'activité..... Et qui influenceront obligatoirement sur l'évaluation.

Ces différents points seront susceptibles :

- De majorer ou de minorer la valeur de l'entreprise ;
- D'influencer la prise en compte des données prévisionnelles (plan d'affaires ou business plan) ;

- De mettre en exergue des facteurs qualitatifs importants sur le projet du repreneur ;
- De révéler de nombreux risques pouvant amener l'acquéreur à ne pas s'engager et à stopper son projet d'origine sans perdre trop d'argent ou de temps ;

Nous proposons dans cette section une grille permettant de réaliser ce diagnostic global.

1.2.2.1. Le diagnostic commercial :

Le diagnostic commercial est non seulement un facteur de performance mais aussi un facteur de sauvegarde de l'entreprise. Une baisse du volume des ventes, une diminution de la marge sont des signaux d'alerte qui clignotent et s'allument pour signifier une possible situation de crise. Une moindre productivité des visites à la clientèle ou des annulations de commandes en série sont des indicateurs précurseurs qui révèlent un problème à résoudre. (Najib B. A., 2001)

La démarche à suivre est la suivante :

- Evaluer le marché de l'entreprise
- Analyser les produits ou services proposés
- Etudier le chiffre d'affaires, son évolution, sa répartition par client et par produits sur plusieurs années
- Analyser les réseaux de distribution et la force de vente.

1.2.2.2. Le diagnostic industriel ou de production :

Quels sont les moyens et outils professionnels dont dispose l'entreprise pour exercer son activité ? Si l'évaluateur n'est pas lui-même un bon connaisseur de cette dimension technique de l'entreprise, il devra savoir s'attacher les compétences d'un expert technique pour examiner certains points. (Najib B. A., 2001)

La démarche à suivre est la suivante :

- Analyser le matériel, les installations et équipements de l'entreprise.
- Analyser les stocks de l'entreprise.
- Analyser le savoir-faire de l'entreprise

1.2.2.3. Le diagnostic des ressources humaines et du mode de management.

Ce diagnostic humain est très important. Il porte notamment sur les éléments suivants. (Jean-Michel P., 2008)

- Les risques sociaux qui pourraient se présenter dans l'entreprise ;
- La personnalité et le professionnalisme du cédant.

1.2.2.4. Le diagnostic juridique :

Selon Jean-Michel P. (2008), Il est indispensable pour l'évaluateur de procéder à un diagnostic de l'environnement juridique. Les aspects juridiques sont omniprésents et touchent toutes les fonctions de l'entreprise. Le non-respect de certaines obligations peut avoir des conséquences graves pour l'entreprise.

Le diagnostic juridique a pour finalité :

- D'identifier les contrats en cours et les obligations contractuelles qui y sont attachées ;
- De connaître les risques qui peuvent survenir au niveau des relations contractuelles ou de l'environnement juridique de l'entreprise cible.

Le diagnostic de l'évaluateur portera, en dehors des contrats de travail sur :

- les contrats de location et, notamment, le bail de l'entreprise
- les contrats d'assurances
- Les contrats conclus avec les clients, fournisseur, sous-traitants et, notamment, leurs conditions de résiliation ou de renégociation...
- La réglementation de l'activité
- Le recensement des cautions et garanties données par l'entreprise, et par le dirigeant afin de prévoir leur substitution
- Les difficultés, litiges et procès en cours ou prévisibles

1.2.2.5. Le diagnostic comptable :

Jean-Michel P. (2008) affirme que l'outil privilégié de diagnostic financier reste le jeu des documents de synthèse issus du système comptable (bilan, compte de résultat, tableaux de flux,...).

Préalablement à l'évaluation, il est nécessaire de vérifier les informations relatives à l'entreprise et, par conséquent, de procéder à un audit des comptes de manière à obtenir une information financière fiable qui répond aux exigences de l'analyse. Toute information inexacte peut avoir des conséquences sur l'évaluation ; aussi est-il nécessaire de s'assurer de la sincérité des informations issues des comptes.

Les entreprises peuvent maquiller leurs comptes en toute légalité. La loi offre aux services comptables une panoplie d'instruments qui permettent de jouer avec les chiffres et, en particulier, avec le résultat net de l'exercice par le biais des amortissements, des provisions, de l'évaluation des stocks... La pratique est fréquente dès qu'il s'agit de légitimer la stratégie de la direction, de préparer un plan social ou diminuer les impôts.

Il convient d'effectuer un examen critique des comptes annuels de l'entreprise à évaluer, d'une situation comptable récente, des budgets, des prévisionnels.

Cette mission de révision doit en particulier s'assurer :

- De la réalité physique du patrimoine immobilisé, des stocks et des autres valeurs d'actif et de passif.
- de la pleine propriété des immobilisations.
- Que les états comptables ont été retraités, chaque fois que cela est nécessaire, pour obtenir une information économique et financière qui répond aux exigences de l'analyse.
- Que le système de gestion prévisionnelle est suffisamment élaboré pour permettre de chiffrer, d'une manière satisfaisante, les résultats prévisionnels et les hypothèses retenues dans le business plan.

1.2.2.6. Le diagnostic financier :

L'analyse de l'information financière contribue à l'évaluation globale de la performance en permettant d'apprécier les conditions de l'équilibre financier, de mesurer la rentabilité des capitaux investis et d'appréhender la vulnérabilité de l'activité.

Dans une perspective d'évaluation, l'analyse financière doit permettre de porter un jugement sur la pérennité et la solvabilité de l'entreprise et de mesurer comment l'entreprise est capable de créer de la valeur.

L'analyse de cette situation peut faire ressortir la nécessité pour le repreneur d'injecter des fonds supplémentaire dans l'entreprise pour retrouver un équilibre financier normal. (Jean-Michel P., 2008)

Tout diagnostic financier s'appuie nécessairement sur une démarche mettant en évidence les éléments financiers remarquable caractérisant la société :

- Analyse de sa rentabilité.
- Analyse de l'équilibre financier.
- Analyse des flux de trésorerie.
- Analyse coût volume profit.
-

2. Les méthodes d'évaluation de l'entreprise

2.1. Panorama des principales méthodes d'évaluation des entreprises :

On distingue généralement quatre catégories de méthodes d'évaluation : les valeurs patrimoniales, les valeurs basées sur les flux, les méthodes combinées et les approches modernes.

2.1.1. Les approches patrimoniales :

Les approches patrimoniales reposent sur le patrimoine de l'entreprise, c'est-à-dire sur ses actifs et sur les dettes.

2.1.1.1. L'actif net comptable.

Le patrimoine est constitué par l'ensemble des biens et des dettes de l'entreprise. C'est donc à partir du bilan que nous déterminerons la valeur de l'entreprise en faisant la différence entre :

- Le cumul des biens inscrits à l'actif,
- Et les dettes et provisions pour risques et charges figurant au passif.

L'actif net comptable peut être calculé de deux façons différentes:

Actif net comptable = Actif réel – dettes & provisions

Ou :

Actif net comptable = Capitaux propres – actif fictif

Il est nécessaire de ventiler l'actif entre les postes d'actif réel et les postes d'actif fictif.

L'actif fictif correspond à des immobilisations en non valeurs qui comprennent :

- Les frais préliminaires
- Les charges à répartir sur plusieurs exercices
- Les primes de remboursement des obligations

Alors que l'actif réel correspond à la valeur comptable des éléments d'actifs qui peuvent être cédés, L'actif réel exclut les actifs fictifs (Najib B. A., 2001)

2.1.1.2. L'actif net comptable corrigé :

L'actif net comptable corrigé peut être calculé en utilisant la formule suivante :

A.N.C.C = Actif net comptable

(+) Plus-values

(-) Moins-values

(+) Fiscalité différée (actif)

(-) Fiscalité différée (passif)

(-) Impôt sur les reprises/subventions d'investissement et provisions réglementées.

Cette méthode qui vise à reconstruire l'actif net réel de l'entreprise suppose des compétences tant au niveau de l'analyse financière que de l'expertise d'actifs (terrains, constructions, marchandises, brevets, etc....).(Najib B. A., 2001 & Nmili M., 2011)

2.1.1.3. Valeur substantielle brute (V.S.B) :

La valeur substantielle brute encore appelée valeur fonctionnelle est un concept introduit en 1960 par les experts allemands et reprise ensuite par L'union Européenne des Experts Comptable.

La valeur substantielle brute correspond à la valeur de continuation estimée sur la valeur de remplacement contemporaine des biens et des droits constituant le patrimoine de l'entreprise. Il s'agit dans cette méthode de déterminer la valeur des actifs engagés dans l'exploitation de l'entreprise indépendamment de la valeur de leur mode de financement.

Le concept de la valeur substantielle brute est donc essentiellement centré sur la valeur réelle de l'outil industriel ou commercial et ajoute donc à l'actif réel total les éléments nécessaires au fonctionnement de l'entreprise (biens en leasing ou en location) et les dépenses de remise en état des équipements vétustes. En revanche, les actifs inutiles, financiers ou hors exploitation, ne figurent pas dans l'évaluation. (Alain C., 1990 & Pierre V., 2011)

V.S.B=Actif réel corrigé

(+)Biens exploités par l'entreprise (leasing, location, prêt)

(+)Dépenses de remise en état des équipements vétustes

(-) Actifs hors exploitation

Il s'agit donc une valeur substantielle brute déterminée indépendamment du mode de financement de l'entreprise, par opposition à la valeur Substantielle nette qui correspond à la valeur substantielle brute diminuée de l'ensemble du passif exigible.

2.1.1.4. Les capitaux permanent nécessaires à l'exploitation (C.P.N.E) :

La méthode des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation(C.P.N.E) relève d'une approche financière, en retenant les immobilisations nécessaires à l'exploitation et le besoin en fonds de roulement normal compte tenu des prévisions d'activité. Comme dans la méthode précédente (V.S.B), les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation excluent tous les éléments inutiles, mais prennent en considération :

- Les biens exploités par l'entreprise, alors qu'ils ne figurent pas dans ses actifs (leasing, location, prêt) ;
- Les dépenses de remise en état des actifs vétustes.

A l'instar de la méthode de la valeur substantielle brute, l'évaluation selon les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation ne débouche pas sur une valeur ou un prix à payer par l'acquéreur éventuel, mais permet de calculer le montant des capitaux propres et d'emprunts indispensables au fonctionnement normal de l'entreprise, en vue de l'estimation du goodwill. L'intitulé des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation prête à confusion. Bien qu'il se réfère à l'origine aux capitaux nécessaires (passif du bilan), son mode de calcul repose sur la notion du capital économique déterminé à partir des éléments de l'actif.

C.P.N.E= Immobilisations nettes d'exploitation

(+) Biens exploités par l'entreprise (leasing, location, prêt)

(+) Dépenses de remise en état des équipements vétustes

(+) Besoin en fonds de roulement d'exploitation

Mentionnons qu'à l'instar des deux méthodes précédentes (actif net comptable corrigé et valeur substantielle brute), on ne tient pas compte de la valeur des éléments du fonds de commerce appelés encore survaleur ou goodwill qui font l'objet, comme nous le verrons, d'une évaluation séparée dans les expressions mixtes de la valeur. (Alain C., 1990 & Pierre V., 2011)

2.1.2. Les approches par les flux :

2.1.2.1. La valeur de rendement :

Selon ce critère, la valeur de l'entreprise est assimilable à un capital qui, placé à un taux appelé taux de capitalisation, génère un revenu égal au montant du bénéfice de l'entreprise.

$$\text{La valeur de rendement (VR)} = \frac{\text{Montant du bénéfice net}}{\text{taux de capitalisation}}$$

Pendant, les résultats contenus dans les états financiers ne sont pas toujours significatifs en raison des contraintes comptables et fiscales. C'est pourquoi, il convient de procéder à certains correctifs pour mieux appréhender les performances réelles ou significatives de l'entreprise, à partir de ses résultats nets récurrents qui traduisent la rentabilité intrinsèque de l'entreprise représentative de son activité normale et réelle. (Christian H., 2008)

✓ Les principaux redressements à effectuer :

Les postes suivants doivent faire l'objet d'une attention particulière :

- Rémunération excessive des dirigeants ou insuffisance de rémunération : il convient de s'assurer du caractère normal des rémunérations (appointements, avantages divers,...) en se fondant sur les normes du marché de l'emploi ; car des rémunérations excessives pourraient cacher en réalité une distribution déguisée de bénéfices.
- Amortissements et provisions : il est souhaitable de vérifier s'il n'y a pas d'excès ou des insuffisances d'amortissements et/ou de provisions.
- Les stocks : En cas de surévaluation ou de sous-évaluation des stocks, on corrigera en conséquence les consommations et le résultat de l'exercice.
- Eléments non courants : On ne retiendra que les éléments liés à l'activité de l'entreprise et qui sont reproductibles à l'avenir (perte de change pour un exportateur par exemple). Les éléments se rapportant à des exercices antérieurs doivent en principe être réintégrés dans le calcul du résultat de l'exercice les concernant. De même, l'impact des charges et des produits se rapportant à des éléments hors exploitation doit être neutralisé.
- Immobilisations : Les immobilisations qui avaient été à tort enregistrées en frais généraux doivent être réintégrées en immobilisations. Il convient de substituer à la charge constatée le montant de l'amortissement correspondant. Certaines immobilisations produites par l'entreprise peuvent également faire l'objet d'une évaluation différente de leur coût réel et il est important dans ce cas, de procéder aux ajustements nécessaires.

Il est nécessaire donc de neutraliser au niveau du résultat de l'entreprise les effets de tous les éléments exceptionnels et non récurrents en vue de déboucher sur une rentabilité normative récurrente ou capacité bénéficiaire normale de l'entreprise. (Jean-Michel P., 2008)

2.1.2.2. La valeur de rentabilité :

La valeur de rentabilité ou valeur financière diffère de la valeur de rendement, car elle ne tient compte que des dividendes distribués. Il existe diverses expressions de la valeur de rentabilité.

■ La formule fondamentale d'Irving Fisher :

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+i)} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+i)^n} + \frac{VR_n}{(1+i)^n}$$

Ou encore :

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{VR_n}{(1+i)^n}$$

Avec :

D_t : Dividende par action en période t

V₀ : Valeur de l'entreprise à l'instant 0

VR_n : Valeur résiduelle à l'instant n

i : Taux d'actualisation reflétant de taux de rentabilité requise par l'actionnaire.

Sur un plan pratique, ce modèle de base se heurte à la difficulté de prévoir les dividendes futurs pour chaque année ; c'est pourquoi il a donné lieu à plusieurs modèles simplifiés. (JEAN-MICHEL P ; 2008)

■ Le modèle de base à dividende constant :

Si les dividendes sont fixés et stables à l'infini, on obtient :

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+i)} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+i)^n} + \frac{D}{(1+i)^n}$$

Ou :
$$V_0 = D \times \frac{1-(1+i)^{-n}}{i}$$

Quand le nombre d'années tend vers l'infini, la valeur de $\frac{1-(1+i)^{-n}}{i}$ tend vers $\frac{1}{i}$.

Dans ces conditions, la valeur de l'entreprise est : $V_0 = \frac{D}{i}$

La valeur d'une action qui dégage un dividende constant est donc égal à l'inverse du taux de rentabilité requis multiplié par le dividende. (Jean-Michel P., 2008)

■ Le modèle de base à taux de croissance constant ou modèle de GORDON SHAPIRO :

Si on émet l'hypothèse d'une croissance des dividendes à l'infini à un taux constant (g), on obtient :

$$D_t = D_0(1+g)^t \text{ \& } V_0 = D_0 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+i)^t}$$

Si on développe la suite géométrique infinie de raison, $\left(\frac{1+g}{1+i}\right)$ on obtient avec $i > g$:

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{(i-g)}$$

Le prochain dividende étant $D_0(1+g)$ ou D_1 , la valeur de l'action sera égale à :

$$V_0 = \frac{D_1}{i-g}$$

Cette méthode ne va pas sans poser de problème dans la pratique compte tenu de l'irréalisme des hypothèses relatives à la constance à l'infini du dividende et du taux de croissance. (Guedj N., 2000 & Charqi A., 2002)

2.1.2.3. Les flux nets de trésorerie :

La valeur de l'entreprise = $\left(\sum_{t=1}^n \frac{FNT_t}{(1+i)^t}\right) +$ la valeur terminale actualisée – Endettement.

Sachant que :

Flux nets de trésorerie(FNT)= E.B.E

(-) Variation du B.F.R

(-) Investissement

(-)impôt théorique (hors financement).

2.1.2.4. Le Price Earning Ratio (P.E.R):

Le P.E.R. constitue incontestablement l'instrument d'évaluation le plus répandu dans le monde pour les évaluations boursières. Dans la méthode du P.E.R, on obtient la valeur de l'entreprise en multipliant son résultat bénéficiaire net récurrent par le Price Earning Ratio (P.E.R) ou rapport «cours de l'action/bénéfice par action (B.P.A) »qui constitue en fait un coefficient multiplicateur des bénéfices. On a donc :

$$V = R.B. \times P.E.R.$$

Où :

V : Valeur de l'entreprise

R.B : Résultat net bénéficiaire récurrent

P.E.R: Price Earning Ratio

Le P.E.R. signifie donc le nombre d'années de bénéfices que l'acquéreur est disposé à payer. De plus en plus, les analystes financiers retiennent comme base de calcul le bénéfice estimé à la place des derniers bénéfices connus. Rappelons que le P.E.R. constitue un outil intéressant de comparaisons interentreprises au niveau d'un secteur d'activité ou d'un marché boursier.

Bien que simple dans sa mise en œuvre, le P.E.R. demeure très critiquable sur un plan conceptuel, car il compare une donnée boursière facilement mesurable à une donnée comptable (le bénéfice par action) qui demeure ambiguë. Faut-il en effet retenir le bénéfice net comptable, le bénéfice net récurrent... ? En principe, les experts s'accordent sur la pertinence du bénéfice récurrent après impôts sur les sociétés.

Malgré ses insuffisances, la méthode du P.E.R. reste malgré tout un outil prévisionnel d'évaluation fréquemment employé par tous les analystes boursiers dans la mesure où il autorise des comparaisons interentreprises au niveau d'un secteur d'activité ou encore du marché boursier. (Guedj N., 2000 & Charqi A., 2002)

2.1.3. Les expressions mixtes de la valeur :

2.1.3.1. La méthode des praticiens :

Cette méthode présente une pondération égale entre la valeur d'actif et la valeur de rendement.

$$V = \frac{ANCC + \frac{B}{i}}{2}$$

Où :

A.N.C.C: Actif net comptable corrigé

B: Montant du bénéfice net

i : Taux de capitalisation

Le Goodwill est alors égal à :

$$GW = V - A.N.C.C = \frac{1}{2} \times \frac{1}{i} (B - i.ANCC)$$

Ou encore à :

$$GW = \frac{1}{2} \left(\frac{B}{i} - ANCC \right)$$

Ceci revient à capitaliser sur une durée infinie le superprofit, à un taux de capitalisation ou «taux risqué», double du taux *i* ou taux non risqué qui permet de déterminer le rendement normal des capitaux engagés. (Guedj N., 2000, Belkahlia R. & Oudad H., 2007 et Youssef S. & Kabbaj S., 2012)

2.1.3.2. La méthode de la rente perpétuelle du Goodwill¹

Cette méthode repose sur une approche directe ou explicite du Goodwill et permet ainsi de dégager le Goodwill sans passer par la valeur de rendement. On oppose au profit de l'entreprise le rendement que la valeur patrimoniale (actif net comptable corrigé, valeur substantielle, capitaux permanents nécessaires à l'exploitation) dégagerait si elle était placée sur le marché à un taux de référence. La différence obtenue représente donc le flux de revenu induit par la richesse immatérielle de l'entreprise.

$$V = ANCC + \frac{1}{r} (C.B - i.VP)$$

Avec :

ANCC : Actif net comptable corrigé

i: Taux de placement alternatif à moyen terme

r: Taux de placement *i* majoré d'une prime de risque²

¹ Le goodwill représente la différence entre l'actif du bilan d'une entreprise et la somme de son capital immatériel et matériel valorisée à la valeur de marché ; ou encore : le goodwill est un écart d'acquisition correspondant à l'excédent du coût d'acquisition, lors d'une prise de participation

CB :Capacité bénéficiaires de référence

VP: Valeur patrimoniale

Mentionnons que la valeur patrimoniale V.P. qui représente les capitaux investis peut être l'expression de l'actif net comptable corrigé (A.N.C.C.), de la valeur substantielle brute (V.S.B.) ou des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (C.P.N.E.).

Dans ces conditions, la capacité bénéficiaire qui traduit le rendement financier des capitaux investis variera en fonction du critère de capital retenu.

2.1.3.3. La méthode de la rente abrégée du Goodwill

Cette méthode consiste à actualiser du Goodwill sur une durée variable. La durée qui est généralement difficile à évaluer s'obtient par une pondération de facteur objectifs (position concurrentielle de l'entreprise, qualité du management. Etc.) et des facteurs subjectifs (personnalité des dirigeants, etc.). La durée retenue se situe généralement entre 3 et 8 ans. Comme l'énoncent A.Barnay et G.Calba « fixer à 6 ans la rente du Goodwill ; ne veut pas dire que l'on juge que cette entreprise ne sera pas capable de maintenir au-delà de cette période le même degré de rentabilité. Cela signifie simplement qu'il ne sera plus alors le fait de facteurs existant actuellement, mais de ceux qu'auront su entre-temps créer les acquéreurs nouveaux responsables du destin de l'entreprise »

Recommandée dès 1961 par l'union européenne des experts comptables, la méthode se formule comme suit :

La valeur de la société = A.N.C.C + La rente du Goodwill actualisée.

La rente du Goodwill = Résultat – K . Valeur économique ou patrimoniale

Avec :

(K. Valeur économique ou patrimoniale) : c'est la rémunération au taux de marché de valeur économique ou patrimoniale. (Guedj N., 2000, Belkahia R. & Oudad H., 2007 et Youssef S. & Kabbaj S., 2012)

3. Méthodologie de recherche.

Comme nous l'avons vu au niveau de l'introduction, l'objectif de cet article est de proposer un processus permettant d'aboutir à une estimation de la valeur d'une entreprise ou au moins à une fourchette de valeurs servant de référence dans de nombreuses opérations d'évaluation donnant lieu ou non à des transactions. De ce fait, pour concrétiser notre objectif nous nous sommes appuyés sur les différentes méthodes d'évaluation d'entreprise faisant l'objet de la revue de littérature ainsi que les états financiers de la société ABCD. SA pour l'exercice comptable clos le 31/12/2018.

Notre recherche suit un cheminement explicatif visant à expliciter le processus à suivre pour pouvoir proposer une valeur à une telle ou telle entreprise à l'occasion d'une opération d'évaluation. De ce fait, quant au positionnement épistémologique, nous nous plaçons dans le paradigme constructiviste (Thietart et al., 2007). Ce choix s'explique par notre démarche considérant l'évaluation de l'entreprise comme une réalité subjective qui dépend de l'évaluateur et de l'entreprise à évaluer. En effet, l'évaluation de l'entreprise est le produit de l'esprit humain en interaction avec l'entreprise objet de l'évaluation.

Pour pouvoir apporter une réponse aussi satisfaisante que possible à notre problématique de recherche, nous avons opté dans ce travail pour une méthodologie qualitative en se référant à l'étude de cas avec un recueil documentaire. Notre choix méthodologique peut être expliqué par notre approche consistant à exposer le cheminement explicatif permettant à l'évaluateur de l'entreprise de proposer une valeur raisonnable figurant à l'intérieur d'une fourchette de valeurs découlant des différentes méthodes d'évaluation adoptées.

Del Bayle (2000) affirme que la technique de l'étude de cas « a été mise au point dans la seconde moitié du XIXe siècle par le sociologue français Le Play (1806-1882) qui l'a utilisée pour étudier les problèmes sociaux nés du développement de la société industrielle à travers l'analyse monographique de familles ouvrières appartenant aux différents pays européens ».

L'étude de cas est aujourd'hui largement reconnue comme stratégie de recherche en sciences de gestion. Stake (2005) affirme que cette méthodologie est devenue l'une des méthodes les plus utilisées pour faire des études qualitatives. Plusieurs travaux de référence ont participé à établir sa légitimité (Eisenhardt 1989 ; Yin 1994 ; Yin 2003; Guba & Lincoln 1994). Ces travaux ont mis en évidence son intérêt scientifique et ont proposé des méthodes et des techniques d'investigation spécifiques afin d'améliorer sa validité.

²Certains auteurs suggèrent l'application d'une prime de risque de 25% à 50%.

Yin (1994) définit la méthode de recherche d'étude de cas comme une enquête empirique qui étudie un phénomène contemporain dans son contexte réel ; quand les frontières entre le phénomène et le contexte ne sont pas clairement. Le recours à l'étude de cas est approprié lorsque se pose une question du type «comment» ou « pourquoi» à propos d'un ensemble contemporain d'événements, sur lesquels le chercheur a peu ou pas de contrôle.

4. Cas pratique "CAS DE LA SOCIETE ABCD. SA"

4.1. Présentation de la société « ABCD³. SA » :

ABCD. SA est une société installée à la région de Tanger, elle a été créée en Mars 2009 avec un capital de 3 000 000 Dhs (actuellement 28 000 000 Dhs) détenu par cinq associés à parts égales.

La société a comme activité les travaux d'assainissement et de canalisation des réseaux d'eau potable. Elle est dirigée par un dirigeant non associé, adoptant une structure hiérarchique et compte un effectif de 1030 salariés.

La société détient un portefeuille client important dont le plus important est l'office national d'eau potable (ONEP).

Pour mener à bien l'évaluation de cette Entreprise, les états de synthèse et les documents suivants sont indispensables :

Tableau 1 : Liste des annexes

Annexes	Nature
Annexe 1	Bilan (actif) au 31/12/2018
Annexe 2	Bilan (passif) au 31/12/2018
Annexe 3	Compte de produits et charges (hors taxes) au 31/12/2018
Annexe 4	Etat des soldes intermédiaires de gestion (E.S.G) au 31/12/2018
Annexe 5	Tableau des locations et baux autres que le crédit-bail au 31/12/2018
Annexe 6	Tableau des biens en crédit-bail au 31/12/2018
Annexe 7	Tableau des flux nets de trésorerie prévisionnel au 31/12/2018

Source : Etats de synthèse de la société ABCD. SA

4.2. L'évaluation de l'entreprise :

▪ Hypothèses :

- Le taux d'actualisation des flux nets de trésorerie est de 10% ;
- Le taux de capitalisation du résultat est de 10% ;
- Les rentes du Goodwill seront actualisées sur une durée de 10 Ans ;
- Le taux de l'IS est 30% ;
- Le taux de la rémunération des C.P.N.E est 6.5%
- Le taux d'actualisation des rentes du Goodwill est 8%
- La rémunération de la V.S.B est de 6%
- La rémunération de l'actif net comptable corrigé est 8%

4.2.1. Les méthodes patrimoniales :

4.2.1.1. L'actif net comptable :

ANC = Actif réel – dettes et provisions

$$= 203\,344\,097.18 - (203\,344\,097.18^4 - 24\,380\,093.15^5)$$

= **24 380 093.15 Dhs**

Ou :

ANC = Capitaux propres – actif fictif

$$= 24\,380\,093.15 - 0.00^6$$

= **24 380 093.15 Dhs**

³ Dénomination fictive en vue de garantir l'anonymat de la société étudiée.

⁴ Le total passif (voir Annexe 2)

⁵ Les capitaux propres (voir Annexe 2)

⁶ Les frais de constitution sont totalement amortis (voir Annexe 2)

4.2.1.2. L'actif net comptable corrigé:

ANCC = Actif net comptable

(+) Plus-values

(-) Moins-values

(+)Fiscalité différée (actif)

(-) Fiscalité différée (passif)

(-)Impôt sur les reprises/subventions d'investissement et provisions réglementées

= 24 380 093.15

(+) 671 009.17⁷

(-) 95 402.75⁸

= **24 955 700.10 Dhs**

4.2.1.3. Valeur substantielle brute (V.S.B) :

VSB =Actif réel corrigé

(+) Biens exploités par l'entreprise (leasing, location, prêt)

(+) Dépenses de remise en état des équipements vétustes

(-) Actifs hors exploitation

=204 015 106.89⁹

(+) 44 747 149.71¹⁰

(+) 4 025 000.00¹¹

(-) 1 100 000.00¹²

= **251 687 256.60 Dhs**¹³

4.2.1.4. Les Capitaux Permanent Nécessaires à l'Exploitation :

CPNE = Immobilisations nettes d'exploitation ;

(+) Biens exploités par l'entreprise (leasing, location, prêt) ;

(+) Dépenses de remise en état des équipements vétustes ;

(+) Besoin en fonds de roulement d'exploitation.

= 34 655 587.21¹⁴

(+) 44 747 149.71

(+) 4 025 000.00

(+) 80 019 743.72¹⁵

= **163 447 480.64 Dhs**¹⁶

4.2.2. Les approches par les flux :

4.2.2.1. La valeur de rendement :

V.R =(Montant du bénéfice net)/ (Taux de capitalisation)

⁷ Plus-values sur les terrains et les constructions (1 100 000 – 747 000) + (1000 000 – 681 990.83)

⁸ L'impôt (IS) sur la plus-value réalisée sur les constructions (1 100 000 – 747 000) x 30%

⁹ L'actif réel corrigé = actif réel + plus-values = 203 344 097.18 + 671 009.17 = 204 015 106.89

¹⁰ - Le tableau des locations autres que le crédit-bail Annexe 5 (ETIC) fait apparaître une valeur estimative des biens loués, autres que le crédit-bail, de 12 730 000.00 Dhs ;

- Le tableau du crédit-bail Annexe 6 (ETIC) fait apparaître un capital restant à amortir de 32 017 149.71 Dhs. Soit un total, des biens loués et des biens en crédit-bail, de 12 730 000 + 32 017 149.71 = 44 747 149.71 Dhs.

¹¹ Voir le poste des **autres charges externes** en Annexe 3 (C.P.C)

¹² Voir le poste **Terrains** en Annexe 1 (Bilan/Actif)

¹³ La valeur substantielle brute (VSB) ne correspond aucunement à la valeur de l'entreprise ou au prix à payer par un acheteur éventuel, dans la mesure où elle ne constitue qu'une étape intermédiaire dans le processus de la détermination de la valeur de l'entreprise selon les méthodes basées sur le goodwill qui seront exposées plus loin.

¹⁴ L'actif réel – la valeur estimative des terrains = 35 755 587.21 – 1 100 000 = 34 655 587.21

¹⁵ Le BFR d'exploitation c'est la différence entre l'actif circulant d'exploitation et le passif circulant d'exploitation. Soit 166 184 282.91- (87 228 674.19-1 064 135) = 80 019 743.72 (voir Annexe 1 et 2)

¹⁶ La des capitaux nécessaires à l'exploitation ne correspond aucunement à la valeur de l'entreprise ou au prix à payer par un acheteur éventuel, dans la mesure où elle ne constitue qu'une étape intermédiaire dans le processus de la détermination de la valeur de l'entreprise selon les méthodes basées sur le goodwill qui seront exposées plus loin.

$$= 2\,438\,670.69 / 0.10$$

$$= 24\,386\,706.90 \text{ Dhs}$$

4.2.2.2. Les flux nets de trésorerie¹⁷ :

$$\text{La valeur de l'entreprise} = \sum_{t=1}^n \text{FNT}_t / (1+i)^t$$

(+) La valeur terminale actualisée

(-) L'endettement.

$$\begin{aligned} &= 2\,346\,000.00 \times (1.1)^{-1} \\ & (+) 2\,815\,200.00 \times (1.1)^{-2} \\ & (+) 3\,237\,480.00 \times (1.1)^{-3} \\ & (+) 3\,723\,102.00 \times (1.1)^{-4} \\ & (+) 4\,281\,567.00 \times (1.1)^{-5} \\ & (+) 4\,923\,802.00 \times (1.1)^{-6} \\ & (+) 5\,662\,373.00 \times (1.1)^{-7} \\ & (+) 6\,511\,729.00 \times (1.1)^{-8} \\ & (+) 7\,488\,488.00 \times (1.1)^{-9} \\ & (+) 8\,611\,761.00 \times (1.1)^{-10} \\ & (+) 464\,186\,536.00 \times (1.1)^{-10} \\ & (-) 178\,964\,004.00 \\ &= 27\,312\,027.43 \text{ Dhs} \end{aligned}$$

4.2.3. Les expressions mixtes de la valeur :

4.2.3.1. La méthode des praticiens :

$$\begin{aligned} \text{Valeur de l'entreprise} &= (\text{A.N.C.C} + \text{La valeur de rendement}) / 2 \\ &= (\text{A.N.C.C} + \text{B}/i) / 2 \end{aligned}$$

Où :

A.N.C.C: Actif net comptable corrigé

B : Montant du bénéfice net

i: Taux de capitalisation

Donc :

$$\begin{aligned} \text{Valeur de l'entreprise} &= (24\,955\,700.10 + 24\,386\,706.90^{18}) / 2 \\ &= 24\,671\,203.50 \text{ Dhs} \end{aligned}$$

4.2.3.2. La méthode de la rente abrégée du Goodwill

La valeur de la société = A.N.C.C + La rente du Goodwill actualisée.

La rente du Goodwill = Résultat

(-) K . Valeur économique ou patrimoniale

Avec :

(K . Valeur économique ou patrimoniale) : c'est la rémunération au taux de marché de valeur économique ou patrimoniale.

4.2.3.2.1. Le Goodwill à partir de l'actif net comptable corrigé :

➤ Le Goodwill à partir de l'actif net comptable corrigé :

$$\begin{aligned} \text{Goodwill} &= \text{Résultat net} - 8\%^{19} \times \text{A.N.C.C} \\ &= 2\,438\,670.69 - 0.08 \times 24\,955\,700.10 \\ &= 442\,214.68 \text{ Dhs} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Le Goodwill actualisé} &= 442\,214.68 \times ((1 - (1 + 0.08^{20})^{-10}) / 0.08) \\ &= 2\,967\,296.50 \text{ Dhs.} \end{aligned}$$

Donc :

¹⁷ Voir Annexe 7. (Les flux nets de trésorerie prévisionnels pour 10 Ans)

¹⁸ Voir la valeur de rendement déjà calculée plus haut dans la partie des approches par les flux.

¹⁹ La rémunération dès l'actif net comptable corrigé est 8% (voir les hypothèses au début du cas pratique).

²⁰ Le taux d'actualisation des rentes du Goodwill est 8% (voir les hypothèses au début du cas pratique).

La valeur de l'entreprise = A.N.C.C + Goodwill actualisé

$$= 24\,955\,700.10 + 2\,967\,296.50$$

= 27 922 996.60 Dhs

4.2.3.2.2. Le Goodwill à partir de la V.S.B :

Goodwill (VSB) = Résultat d'exploitation qui ne tient pas compte les charges à court et long terme.

(-) $6\%^{21}$ x V.S.B

$$= (10\,214\,769.33^{22} + 6\,726\,919.98^{23} \times 0.70^{24})$$

$$(-) 0.06 \times 251\,687\,256.60$$

= -177 622.08 Dhs (**Badwill**)

Le Badwill actualisé = $-177\,622.08 \times ((1-(1+0.08)^{-10})/0.08)$

$$= -1\,191\,858.61 \text{ Dhs}$$

Donc :

La valeur de l'entreprise = A.N.C.C + Badwill actualisé

$$= 24\,955\,700.10 - 1\,191\,858.61$$

= 23 763 841.49 Dhs

4.2.3.2.3. Le Goodwill à partir des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (C.P.N.E) :

Goodwill (C.P.N.E) = Résultat d'exploitation qui ne tient pas compte les Charges à Long terme.

(-) $6.5\%^{25}$ x C.P.N.E

$$= (10\,214\,769.33^{26} + (5\,026\,919.98^{27} \times 0.70^{28}))$$

(-) $0.065 \times 163\,447\,480.64 \text{ Dhs}$

$$= 3\,109\,527.00 \text{ Dhs}$$

Le Goodwill actualisé = $3\,109\,527.00 \times ((1-(1+0.08)^{-10})/0.08)$

$$= 20\,865\,179.28 \text{ Dhs}$$

Donc :

La valeur de l'entreprise = A.N.C.C + Goodwill actualisé

$$= 24\,955\,700.10 + 6\,519\,614.93$$

$$= \mathbf{45\,820\,879.38 \text{ Dhs (à ne pas retenir).}}$$

○ Synthèse de l'évaluation:

En partant des toutes les valeurs obtenues à l'aide des différentes méthodes utilisées, nous pouvons déterminer la fourchette de valeurs servant de référence pour proposer une valeur à l'entreprise « ABCD. SA ». En effet, cette valeur sera comprise entre 23 763 795.60 Dhs (valeur reçue en appliquant la méthode du Goodwill à partir de la V.S.B) et 27 922 996.60 Dhs (valeur découlant de la méthode du Goodwill à partir de l'actif net comptable corrigé).

L'éventuel évaluateur de l'entreprise peut retenir la moyenne arithmétique de toutes les valeurs calculées précédemment par toutes les méthodes :

Soit :

$$\mathbf{La\ valeur\ de\ la\ société = (24\,380\,093.15 \text{ Dhs} + 24\,955\,700.10 \text{ Dhs} + 24\,386\,706.90 \text{ Dhs} + 27\,312\,027.43 \text{ Dhs} + 24\,671\,203.50 \text{ Dhs} + 27\,922\,996.60 \text{ Dhs} + 23\,763\,841.49 \text{ Dhs})/7}$$

$$= \mathbf{25\,341\,795.60 \text{ Dhs}}$$

La valeur de chaque action = La valeur de l'entreprise / Nombre d'actions

$$= \mathbf{25\,341\,795.60 \text{ Dhs} / 192\,000}$$

$$= \mathbf{132 \text{ Dhs}}$$

²¹ La rémunération de la V.S.B est 6% (voir les hypothèses au début du cas pratique).

²² Résultat d'exploitation Voir Annexe 3 (C.P.C)

²³ Les charges d'intérêts de l'exercice (à Court et Long terme) Voir Annexe 3 (C.P.C)

²⁴ Les charges d'intérêts nettes d'IS de 30%.

²⁵ La rémunération des C.P.N.E est 6.5% (voir les hypothèses au début du cas pratique).

²⁶ Résultat d'exploitation Voir Annexe 3 (C.P.C)

²⁷ Les charges d'intérêts de l'exercice (à Court et Long terme) Voir Annexe 3 (C.P.C)

²⁸ Les charges d'intérêts à long terme nettes d'IS de 30%.

Conclusion :

Les méthodes d'évaluation d'entreprise sont nombreuses et variées. Par conséquent, il est intéressant de comparer les différentes valeurs obtenues pour avoir une vue d'ensemble de l'entreprise étudiée.

Une entreprise n'a donc pas qu'un prix mais une fourchette de valeurs dont les bornes sont les valeurs extrêmes fournies par les différentes méthodes. A partir de ce constat, on peut examiner et s'interroger sur les convergences et les divergences soulevées par les méthodes d'évaluation. Cette mise en perspective doit permettre de retenir ou d'écarter les différentes méthodes d'évaluation et d'avoir une approche multicritère.

La démarche d'évaluation doit aboutir à la rédaction d'un rapport dans lequel l'évaluateur exprime son opinion sur la valeur de l'entreprise.

Le rapport d'évaluation doit impérativement rappeler :

- Le contexte dans lequel l'évaluation est opérée,
- Les travaux effectués,
- Les limites éventuellement apportées aux travaux, soit à la demande du client, soit en raison de l'absence d'un expert technique qui serait seul compétent sur des points très précis (audit d'environnement...),
- Les méthodes écartées dûment motivées et les méthodes retenues,
- La justification des hypothèses retenues dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation (coefficient multiplicateur appliqué au chiffre d'affaires retenu, prime de risque...),

Une synthèse des calculs avec renvoi des détails de calcul en annexe et, en conclusion, non pas une valeur figée, mais un intervalle de valeurs et/ou nuage de points

Enfin, il ne faut pas oublier que dans un contexte d'acquisition d'entreprise, l'acheteur doit avoir une notion assez précise de l'enveloppe financière globale qu'il devra affecter à ce projet. (Celle-ci devra inclure, outre le paiement du prix et le remboursement des comptes courants d'associés, la mise à niveau éventuellement nécessaire des investissements et de la structure financière)

LES ANNEXES :

ANNEXE 1: BILAN (ACTIF)

Société : ABCD. SA

Exercice clôturé au 31/12/2018

	ACTIF	EXERCICE			EXERCICE
		Brut	Amortissements et Provisions	Net	PRECEDENT
					Net
	IMMOBILISATION EN NON VALEUR (a)	90 400.00	90 400.00	0.00	0.00
	²⁹ Frais préliminaires	90 400.00	90 400.00	0.00	0.00
	Charges à répartir sur plusieurs exercices				
	Primes de remboursement des obligations				
A	IMMOBILISATIONS INCORPORELLES (b)				
C	Immobilisations en recherche et développement				
T	Brevets, marques, droits et valeurs similaires				
I	Fonds commercial				
F	Autres immobilisations incorporelles				
	IMMOBILISATIONS CORPORELLES (c)	42 650 469.62	9 141 875.36	33 508 594.26	19 964 602.17
	³⁰ Terrains	747 000.00		747 000.00	747 000.00
I	³¹ Constructions	749 166.67	67 175.84	681 990.83	619 490.83
M	Installations techniques, matériel et outillage	21 782 093.48	3 275 835.60	18 506 257.88	9 043 171.73
M	Matériel de transport	17 977 413.27	5 399 526.59	12 577 886.68	8 808 052.36
O	Mobiliers, matériel de bureau et aménagements divers	1 394 796.20	399 337.33	995 458.87	746 887.25

²⁹Les frais préliminaires correspondent à des frais de constitution engagés en Mars 2009 et qui sont totalement amortis.

³⁰Le poste Terrains comprend trois terrains nus acquis par la société il y a 4 ans à SIDI KASSEM. Leur valeur actuelle est estimée à 1 100 000 Dhs.

Ces terrains ne sont pas destinés à l'exploitation (Immobilisations hors exploitation).

³¹ Le poste construction correspond au Bureau (siège) de la société à Tamara. Sa valeur actuelle est estimée à 1000 000 Dhs.

B	Autres immobilisations corporelles				
I	Immobilisations corporelles en cours				
L	IMMOBILISATIONS FINANCIERES (d)	2 246 992.95		2 246 992.95	1 164 042.95
I	Prêts immobilisés	61 672.60		61 672.60	42 672.60
S	Autres créances financières	2 185 320.35		2 185 320.35	1 121 370.35
E	Titres de participation				
	Autres titres immobilisés				
	ECARTS DE CONVERSION - ACTIF (e)				
	Diminution des créances immobilisées				
	Augmentation des dettes de finance				
	TOTAL I (a+b+c+d+e)	44 987 862.57	9 232 275.36	35 755 587.21	21 128 645.12
	STOCKS (f)	58 563 425.13		58 563 425.13	42 632 176.00
	Marchandises				
	Matières et fournitures consommables	22 578 673.98		22 578 673.98	18 536 620.00
A	Produits en cours	35 984 751.15		35 984 751.15	24 095 556.00
C	Produits intém. et produits résid.				
T	Produits finis				
I	CREANCES DE L'ACTIF CIRCULANT (g)	107 620 857.78		107 620 857.78	71 594 465.54
F	Fournis. débiteurs, avances et acomptes	806 221.71		806 221.71	806 221.71
	Clients et comptes rattaches	98 742 611.70		98 742 611.70	60 085 307.40
C	Personnel				
I	Etat	8 072 024.37		8 072 024.37	10 515 540.68
R	Comptes d'associés				
C	Autres débiteurs				
U	Compte de régularisation actif				187 395.75
L	TITRES ET VALEUR DE PLACEMENT (h)				
A					
N	ECART DE CONVERSION - ACTIF (i)				
T	(Eléments circulants)				
	TOTAL II (f+g+h+i)	166 184 282.91		166 184 282.91	114 226 641.54
T	TRESORERIE - ACTIF				
R	Chèques et valeurs à encaisser				
E	Banques, T.G & CP	1 333 417.21		1 333 417.21	
S	Caisses, régies d'avances et accreditifs	70 809.85		70 809.85	47 355.86
O	TOTAL III	1 404 227.06		1 404 227.06	47 355.86
	TOTAL GENERAL I+II+III	212 576 372.54	9 232 275.36	203 344 097.18	135 402 642.52

ANNEXE 2 : BILAN (PASSIF)

Société: ABCD. SA

Exercice clôturé au 31/12/2018

	PASSIF	Exercice	Exercice Précédent
	CAPITAUX PROPRES		
	Capital social ou personnel (1)	19 000 000.00	19 000 000.00
	moins: Actionnaires, capital souscrit non appelé dont vers..		
F	Prime d'émission, de fusion, d'apport		
I	Ecart de réévaluation		
N	Reserve légale	146 763.53	67 840.12
A	Autres réserves		
N	Report à nouveau (2)	+ 2 594 658.93	+ 1 095 114.13
C	Résultat nets en instance d'affectation (2)		
E	Résultat net de l'exercice (2)	+ 2 438 670.69	+ 1 578 468.21
M	TOTAL DES CAPITAUX PROPRES (a)	24 380 093.15	21 941 422.46
E	CAPITAUX PROPRES ASSIMILES (b)		
N	Subventions d'investissement		
T	Provisions réglementées		
P	DETTES DE FINANCEMENT (c)	11 598 418.14	8 453 892.13
E	Emprunts obligataires		
R	Autres dettes de financement	11 598 418.14	8 453 892.13
M			
A	PROVISIONS DURABLES POUR RISQUES ET CHARGES (d)		
N	Provisions pour charges		
E	Provisions pour risques		
N	ECARTS DE CONVERSION - PASSIF (e)		
T	Augmentation des créances immobilisées		
	Diminution des dettes de financement		
	TOTAL I (a+b+c+d+e)	35 978 511.29	30 395 314.59
P	DETTES DU PASSIF CIRCULANT (f)	87 228 674.19	65 405 149.58
A	Fournisseurs et comptes rattachés	44 395 336.40	40 474 608.47
S	Clients créditeurs, avances et acomptes	5 270 000.00	91 000.00
S	Personnel		
I	Organismes sociaux	686 603.46	484 639.05
F	Etat	16 899 061.66	10 441 698.71
	Comptes d'associés	13 652 524.67	13 652 524.67

C	Autres créances	6 325 148.00	
I	Comptes de régularisation - passif		260 678.68
R	AUTRES PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES (g)		
C	ECARTS DE CONVERSION - PASSIF (h) (Eléments circulants)		
U	TOTAL II (f+g+h)	87 228 674.19	65 405 149.58
T	TRESORERIE PASSIF		
R	Crédits d'escompte	32 073 000.00	13 579 651.83
E	Crédit de trésorerie	40 529 822.07	22 085 815.07
S	Banques (soldes créditeurs)	7 534 089.63	3 936 711.45
O	TOTAL III	80 136 911.70	39 602 178.35
	TOTAL I+II+III	203 344 097.18	135 402 642.52

(1) Capital personnel débiteur .(2) Bénéficiaire (+), déficitaire (-)

ANNEXE 3: COMPTE DE PRODUITS ET CHARGES (HORS TAXES)

Société: ABCD. SA

Exercice clôturé au 31/12/2018

		OPERATIONS		Totaux de L'exercice 3 = 1 + 2	Totaux de L'exercice Précédant 4	
		Propres à L'exercice 1	Concernant les exercices précédents 2			
E X P L O I T I O N	I	PRODUITS D'EXPLOITATION				
		Ventes de marchandises				
		Ventes de biens et services produits	172 605 022.08		172 605 022.08	105 399 844.07
		Chiffres d'affaires	172 605 022.08		172 605 022.08	105 399 844.07
		Variation de stock de produits	11 889 195.15		11 889 195.15	3 894 457.50
		Immobilisations produites par l'Ese p/elle même				
		Subvention d'exploitation				
		Autres produits d'exploitation				
		Reprises d'exploitation; transfert de charges				
		TOTAL I	184 494 217.23		184 494 217.23	109 294 301.57
A T I O N	II	CHARGES D'EXPLOITATION				
		Achats revendus de marchandises				
		Achat consommés de matières et de fournitures	124 447 960.81		124 447 960.81	72 904 158.81
		Autres charges externes	20 926 668.83		20 926 668.83 ³²	13 129 838.99
		Impôts et taxes	347 217.01		347 217.01	295 458.23
		Charges de personnel	24 178 319.09		24 178 319.09	12 924 981.72
		Autres charges d'exploitation				
		Dotations d'exploitation	4 379 282.16		4 379 282.16	5 549 946.44
	TOTAL II	174 279 447.90		174 279 447.90	101 804 384.19	
	III	RESULTAT D'EXPLOITATION (I - II)				
F I N A N C I E R E	IV	PRODUITS FINANCIERS				
		Produits des titres de participation et autres titres immobilisés				
		Gains de change				
		Intérêts et autres produits financiers				
		Reprises financières; transfert de charges				
		TOTAL IV				

³²Le poste des autres charges externes comprend un montant de 4 285 159.01 Dhs des frais d'entretien et réparation dont 4 025 000 Dhs des dépenses de remise en état des équipements vétustes

I E R	V	CHARGES FINANCIERES				
		Charges d'intérêts ³³	6 726 919.98		6 726 919.98	5 229 805.41
		Pertes de changes				
		Autres charges financières				
		Dotations financières				
		TOTAL V	6 726 919.98		6 726 919.98	5 229 805.41
	VI	RESULTAT FINANCIER (IV - V)			-6 726 919.98	-5 229 805.41
	VII	RESULTAT COURANT (III - V I)			3 487 849.35	2 260 111.97

1) Variation de stocks : stocks final - stocks initial ;augmentation (+) ;diminution (-)

2) Achats revendus ou consommés : achats - variation de stocks.

COMPTE DE PRODUITS ET CHARGES (HORS TAXES) (suite)

Société: ABCD. SA

Exercice clôturé au 31/12/2018

			OPERATIONS		Totaux de L'exercice 3 = 1 + 2	Totaux de L'exercice Précédant 4
			Propres à L'exercice 1	Concernant les exercices précédants 2		
	VII	RESULTAT COURANT (Report)			3 487 849.35	2 260 111.97
N O N C O U R A N T	VIII	PRODUITS NON COURANTS				
		Produits des cessions d'immobilisations				
		Subventions d'équilibre				
		Reprises sur subventions d'investissement				
		Autres produits non courants		59 267.09	59 267.09	70 612.70
		Reprises non courantes; transferts de charges				
		TOTAL VIII		59 267.09	59 267.09	70 612.70
	IX	CHARGES NON COURANTES				
		Valeurs nettes d'amortissements des immobilisations cédées				
		Subventions accordées				
	Autres charges non courantes	44 310.75		44 310.75	32 636.46	
	Dotations non courantes aux amortiss. et provision					
	TOTAL IX	44 310.75		44 310.75	32 636.46	
	X	RESULTAT NON COURANT (VIII- IV)			14 956.34	37 976.24
	XI	RESULTAT AVANT IMPOTS (VII+ X)			3 502 805.69	2 298 088.21
	XII	IMPOTS SUR LES RESULTATS	-1 064 135.00		-1 064 135.00	-719 620.00
	XIII	RESULTAT NET (XI - XII)			2 438 670.69	1 578 468.21

XIV	TOTAL DES PRODUITS (I + IV + VIII)			184 553 484.32	109 364 914.27
XV	TOTAL DES CHARGES (II + V + IX + XII)			182 114 813.63	107 786 446.06
XVI	RESULTAT NET (XIV - XV)			2 438 670.69	1 578 468.21

³³ Les charges financières à long terme sont de 5 026 919.98 Dhs et celles à court terme sont de 1 700 000 Dhs

ANNEXE 4 : ETAT DES SOLDES INTERMEDIAIRES DE GESTION (E.S.G)

1 - TABLEAU DE FORMATION DU RESULTAT (T.F.R)

Société: ABCD. SA

Exercice clôturé au 31/12/2018

			EXERCICE	EXERCICE PRECEDENT
	1		Ventes de marchandises (en l'état)	
	2	-	Achats revendus de marchandises	
I		=	MARGES BRUTES SUR VENTES EN L'ETAT	
II		+	PRODUCTION DE L'EXERCICE (3+4+5)	184 494 217.23
	3		Ventes de biens et services produits	172 605 022.05
	4		Variation de stocks de produits	11 889 195.15
	5		Immobilisations produites par Le/se pour elle même	
III		-	CONSOMMATION DE L'EXERCICE (6+7)	145 374 629.64
	6		Achats consommés de matières et fournitures	124 447 960.81
	7		Autres charges externes	20 926 668.83
IV		=	VALEUR AJOUTEE (I+II+III)	39 119 587.59
	8	+	Subventions d'exploitation	
V		-	Impôts et taxes	347 217.01
	9			295 458.23
	10	-	Charges de personnel	24 178 319.09
		=	EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (E.B.E)	14 594 051.49
		=	INSUFFISANCE BRUT D'EXPLOITATION (I.B.E)	10 039 863.82
	11	+	Autres produits d'exploitation	
	12	-	Autres charges d'exploitation	
	13	+	Reprises d'exploitation: transfert de charges	
	14	-	Dotations d'exploitation	4 379 282.16
VI		=	RESULTAT D'EXPLOITATION (+ ou -)	10 214 769.33
VII			RESULTAT FINANCIER	-6 726 919.98
VIII		=	RESULTAT COURANT (+ ou -)	3 487 849.35
IX			RESULTAT NON COURANT (+ ou -)	14 856.34
	15	-	Impôts sur les résultats	-1 064 135.00
X		=	RESULTAT NET DE L'EXERCICE (+ ou -)	2 438 670.69
				1 578 468.21

2 - CAPACITE D'AUTOFINANCEMENT (C.A.F) - AUTOFINANCEMENT

	1	RESULTAT NET DE L'EXERCICE (+ ou -)		
		* Bénéfice + * Perte -	2 438 670.69	1 578 468.21
	2 +	Dotations d'exploitation	4 379 282.16	2 549 946.44
	3 +	Dotations financières		
	4 +	Dotations non courantes		
	5 -	Reprises d'exploitation		
	6 -	Reprises financières		
	7 -	Reprises non courantes		
	8 -	Produits de la cession des immobilisations		
	9 +	Valeurs nettes des immobilisations cédées		
I		CAPACITE D'AUTOFINANCEMENT (C.A.F)	6 817 952.85	4 128 414.65
	10 -	Distributions de bénéfices		
II		AUTOFINANCEMENT	6 817 952.85	4 128 414.65

ANNEXE 5 : TABLEAU DES LOCATIONS ET BAUX AUTRES QUE LE CREDIT-BAIL (31/12/2018)

Nature du bien loué	Lieu de situation	Date de conclusion du contrat	Montant annuel de location	Montant du loyer compris dans les charges de l'exercice	Valeur estimative du bien au 31/12/18
Bureau	Témara	01/09/09	42 000.00	42 000.00	650 000.00
Magasin	Skhirat	01/07/13	36 000.00	36 000.00	700 000.00
Bureau	Témara	17/11/13	42 000.00	42 000.00	400 000.00
Bureau	Témara	01/09/18	36 000.00	12 000.00	500 000.00
Matériel de transport	Casablanca	01/01/18	579 584.30	579 584.30	8 000 000.00
Engins	Oujda	02/06/18	36 666.67	36 666.67	700 000.00
Engins	Ain saf	02/06/18	24 166.67	24 166.67	800 000.00

Terrains	Oujda	21/03/18	2 916.67	2 916.67	200 000.00
Camion	Oujda	02/06/18	8 333.33	8 333.33	180 000.00
Matériel de transport	Khouribga	01/12/18	132 000.00	132 000.00	600 000.00
Totaux			939 667.64	915 667.64	12 730 000.00

ANNEXE 6: TABLEAU DES BIENS EN CREDIT-BAIL (31/12/2018)

Rubriques	Durée des contrats (mois)	Valeur estimée des biens (Montant global)	Durée théorique d'amorti. des biens	Capital restant à amortir	Valeur résiduelle en fin du contrat	observations
Matériel de transport	Entre 48 et 60 mois	7 111 672.71	5 Ans	4 270 932.15	711 162.27	<ul style="list-style-type: none"> o MAGHREBAIL o BMCI LEASING o SOGELEASE o WAFABAIL o EQDOM
Matériel et outillage	Entre 48 et 60 mois	38 589 467.66	10 Ans	27 027 154.62	3 858 946.76	
Constructions	120 mois	850 000.00	25 Ans	719 062.94	85 000.00	
Totaux		46 551 140.37	-	32 017 149.71	4 655 114.03	

ANNEXE 7 : TABLEAU DES FLUX NETS DE TRESORERIE PREVIONNELS (A PARTIR DU BUSINESS PLAN)

ANNEES	FLUX NETS DE TRESORERIE PREVIONNELS
2019	2 346 000
2020	2 815 200
2021	3 237 480
2022	3 723 102
2023	4 281 567
2024	4 923 802
2025	5 662 373
2026	6 511 729
2027	7 488 488
2028	8 611 761

NB : la valeur terminale de l'entreprise est de 464 186 536 Dhs.

Bibliographie:

- [1]. Alain C. (1995). « Eléments de gestion financière ». Edition "Masson".
- [2]. Belkahia R. & Oudad H. (2007). « Finance d'entreprise ». Edition "Consulting".
- [3]. Charqi A. (2002). « Maîtriser les mathématiques financières ». Edition "Beni Snassen".
- [4]. Christian H. (2008). « Analyse et évaluation financières des groupes ». Edition "Vuibert".
- [5]. Eisenhardt, K.M., (1989). « Building Theories from Case Study Research ». *Academy of Management Review*, 14(4), pp.532–550.
- [6]. Guba, E. & Lincoln, Y., (1994). « Competing paradigms in qualitative research. In N. K. Denzin & Y. S. Lincoln ». eds. *Handbook of qualitative research*. London: Sage Publications, pp. 105–117.
- [7]. Guedj N. (2000). « Finance d'entreprise : les règles du jeu ». Edition "Editions d'organisations".
- [8]. Henri N. (1990). « Evaluation des entreprises non cotés ». Edition "Dunod".
- [9]. Jean-Michel P. (2008). « Les méthodes d'évaluation d'entreprise ». Edition "Groupe revue fiduciaire".
- [10]. Najib B. A. (2001). « Diagnostic financier et évaluation d'entreprise ». Edition "Consulting".
- [11]. Nmili M. (2011). « Les impôts au Maroc/ techniques et procédures » Edition "Oser".
- [12]. Pierre V. (2011). « Finance d'entreprise ». Edition "Daloz".
- [13]. Stake R.E., (2005). « Qualitative Case Studies. In N. K. Denzin & Y. S. Lincoln ». eds. *Handbook of Qualitative Research*. Thousand Oaks: "Sage Publications", pp. 443–466.
- [14]. Thiétrat R. A. et al. (2007), « Méthodes de recherche en management », "Duond", 3ème Edition, 586 p.
- [15]. Yin R.K., (2003). « Applications of Case Study Research (Applied Social Research Methods), Sage Publications, Inc.
- [16]. Yin, R.K., 1994. « Case study research: Design and methods Second ». Sage Publications.
- [17]. Youssef S. & Kabbaj S. (2012). « Gestion financière /pratique de la finance d'entreprise ». Edition "EDISOFT".