

Vous êtes **ACQUÉREUR**

Vous êtes **CÉDANT**

Vous êtes un **EXPERT**

Vous êtes **INVESTISSEUR**

IDENTIFIEZ-VOUS

Identifiant
Mot de passe
 Mémoriser Identifiants perdus

INSCRIVEZ-VOUS

dépôt d'annonces gratuit,
mise en relation,
alertes, favoris,
annuaires,...

DEVENEZ ACTIF SUR FUSACQ

TROUVEZ UN EXPERT

Pour vous accompagner
dans votre
reprise /
transmission

ANNUAIRE DES EXPERTS

L'ACTUALITÉ des EXPERTS

- 19/11 Fidufrance conseille...
- 16/11 La société VALEXCEL ...
- 09/11 FID&CEM a conseillé ...
- 08/11 Que peut apporter un...
- 03/11 Groupe Cesacq accomp...
- 28/10 Comment déterminer l...
- 25/10 Cession de PME : évi...

les derniers messages des blogs

**Référenciez-vous
dans l'Annuaire
des Experts !**

CONSULTEZ NOS FORMATIONS



FORMATIONS A LA REPRISE

BASE DES CONNAISSANCES

vous cherchez des informations sur
la reprise-transmission d'entreprise ?



DOCUMENTATION SUR LA REPRISE

FUSACQ RECRUTE

CDI / stages

Consultez nos offres

Suivez les annonces
sur votre iPhone

<http://iphone.fusacq.com>



Accueil > Avis d'expert > Qu'est-ce que la valorisation par les DCF ? Dans quel cas peut-on l'utiliser ?

Avis d'expert
Qu'est-ce que la valorisation par les DCF ? Dans quel cas peut-on l'utiliser ?

Par Lionel Canis (Groupe Cesacq)

[Retour](#)

[Voir tous les avis d'expert](#)

Lionel Canis [Groupe Cesacq](#)
Tél : 01 47 05 90 09 - E-mail : lionel.canis@cesacq.net

La réponse de l'expert

Qu'est-ce que la valorisation par les DCF ? Dans quel cas peut-on l'utiliser ?

Les DCF (discounted cash flows) est, si l'on analyse les choses à fond, la base de toutes les méthodes de valorisation ... même s'il n'est pas beaucoup utilisé notamment pour les petites transactions.

En effet, la valeur d'une entreprise dépend avant tout des cash-flows nets que les actionnaires recevront au cours des années.

Nous verrons plus loin que les méthodes couramment utilisées sont pour la plupart des simplifications des DCF.

Même les méthodes patrimoniales peuvent correspondre à cette vision : ces méthodes simulent la vente des actifs de l'entreprise, ce qui va générer un cash-flow immédiat. A cette occasion, il est utile de préciser qu'il convient pour ces méthodes de bien prendre en compte la réelle valeur de marché des actifs, après avoir vérifié qu'il existe bien un marché, et de ne pas oublier la fiscalité.

Rappelons comment se calculent les DCF.

Soit C1, C2, ... Cn les cash-flows générés au cours des années 1, 2, .. n.
Il s'agit des cash-flows nets reçus par les actionnaires, c'est à dire : après variation du BFR (besoin en fonds de roulement), après investissement, après remboursement des emprunts, après impôts, etc.
Normalement, il convient de raisonner jusqu'à l'infini. Pour faciliter la compréhension de l'infini par le commun des mortels, le calcul se fait en général sur un petit nombre d'années, par exemple 5 ans ... Puis on rajoute au cash-flow de la dernière année la « valeur finale », VF, calculée comme si on vendait alors l'entreprise, ce qui générerait un cash-flow supplémentaire. Comble de l'ironie, cette valeur est en général calculée avec une méthode simplifiée, comparable aux méthodes plus couramment utilisées à la place des DCF. Nous discuterons plus loin de la justification de cette originalité. Nous avons enfin besoin du taux d'actualisation, K, en général considéré comme constant dans le temps.

Ainsi :
Valorisation DCF = $C1/(1+K) + C2/(1+K)^2 + \dots + Cn/[(1+K)^{puissance\ n}] + VF/[(1+K)^{puissance\ n}]$

- Où :
- C1, ... Cn sont les cash-flows nets pour les actionnaires, des années 1 à n
- n se situe en général entre 4 et 6 ans
- K se situe en général entre 15% et 20% pour des entreprises existantes rentables en évolution lente ou modérée. Il est supérieur pour des start-up ou pour des entreprises au seuil d'un virage stratégique. Il augmente lorsque le risque augmente et diminue lorsque celui-ci diminue,
- VF est la valeur finale, en général calculée par la méthode de Gordon Shapiro : $VF = Cn+1 / (K-g)$, où Cn+1 est le cash-flow net et g la croissance annuelle de ce cash-flow après n+1, supposée constante, ou par une méthode des multiples, par exemple du REX (résultat d'exploitation).

Il est d'usage d'isoler la dette et la trésorerie initiales du calcul. La valorisation finale est alors obtenue en ajoutant la trésorerie excédentaire initiale et en soustrayant les dettes initiales.

Il est à noter que K ne doit en général pas être confondu avec le TRI (taux de rendement interne). En effet, pour l'achat d'une entreprise rentable, on fait appel à un LBO (leveraged by out), avec par conséquent de la dette. Le capital engagé dans un rachat, pour lequel on calcule le TRI, est donc inférieur à la valorisation retenue, et le TRI est donc dans ce cas supérieur à K.

Pourquoi tout cela ?

Pourquoi toute cette complication, alors que la valeur finale est calculée selon des méthodes couramment pratiquées et beaucoup plus simples ?
Nos méthodes habituelles, par exemple par les multiples, ne sont qu'une simplification de la méthode des DCF, suite à plusieurs hypothèses que nous faisons pour nous faciliter la vie. Par exemple si nous appliquons un multiple de 4 sur le REX de la dernière année, cela sous entend que nous avons appliqué le DCF avec les hypothèses suivantes :

- le REX aura une croissance constante dans le temps, g,
- les investissements seront chaque année égaux aux amortissements,

Suivez l'actualité

Recevez chaque semaine l'actualité des fusions acquisitions par e mail.

Témoignages

Acquéreurs et cédants ont fait confiance à Fusacq

Question de la semaine

Chaque semaine, une nouvelle question pour donner votre avis.

- le BFR sera constant,
- le résultat financier sera égal à 0,
- il n'y aura pas d'exceptionnel,
- il n'y aura pas de participation des salariés (d'ailleurs, lorsque ce n'est pas le cas, on utilise un multiple de l'EBIT, earnings before interest and taxes), - K-g = 16,7%.

Dans quel cas utiliser le DCF ?

Ce qui est dit ci-dessus rend la réponse évidente ... : on utilise les DCF lorsque les simplifications que sous tendent les autres méthodes ne sont pas adaptées à la situation de l'entreprise. Voici quelques exemples :

- une start up,
- une levée de fonds destinée à lancer une nouvelle activité ou une nouvelle stratégie,
- un rapprochement stratégique entre deux entreprises,
- et, généralement, lorsque l'entreprise va vivre des changements importants au cours des prochaines années.

Cette réflexion nous donne de plus la clé pour savoir sur combien d'années doit se faire le calcul : idéalement, on fait le calcul sur le nombre d'années qui permet à l'entreprise d'atteindre un régime de croisière, on pourra alors à ce stade appliquer une méthode simplifiée pour calculer la VF. Curieusement, en pratique, ce nombre se situe presque toujours entre 4 et 6 ...

Un exemple parlant

Voici un exemple réel qui va donner envie à de nombreux cédants de se pencher sur la méthode des DCF.

Groupe Cesacq a accompagné la cession d'une entreprise dont le REX et le RN avaient un niveau modeste, assez irrégulier et en baisse, et dont le produit devenait obsolète et nécessitait de nouveaux investissements. Une méthode simple, par exemple le RN pondéré sur 3 ans, même « retraité » selon les usages, multiplié par un généreux coefficient 6 aurait donné une valeur de V.

Or l'entreprise s'est vendue 3,1 V ! Comment un tel miracle a-t-il été possible ? La performance semble d'autant plus incroyable que les actionnaires majoritaires de l'entreprise qui a acheté étaient des fonds, qui disposent de toute la compétence financière pour calculer une valeur et négocier.

Les DCF ont permis ce miracle : l'entreprise vendue avait de très fortes synergies de clientèle et de marché avec l'entreprise acheteur (et, heureusement, 2 ou 3 autres acheteurs potentiels pouvaient avoir les mêmes synergies, ce qui a facilité les négociations). Le prix a été calculé en faisant les DCF du projet de rapprochement des deux entreprises, en partenariat avec l'équipe dirigeante de l'entreprise acquéreur, au prix de quelques négociations ... Il a été retenu un taux d'actualisation assez élevé, ce qui a rassuré les actionnaires de l'acheteur. Les synergies étaient telles que la valeur obtenue a été de 3,1 V.

Lionel Canis
 Dirigeant de Groupe Cesacq
 Membre de la commission évaluation de la CCEF

Pour en savoir plus

- Les avis de nos experts
- Témoignages
- La question de la semaine
- Actualités
- Newsletters Fusacq

Pour vous aider

- Première visite
- Questions fréquentes
- Plan du site
- Abonnements et tarifs

La société

- Qui sommes nous
- Partenaires
- Presse
- Contact
- Trophée Golf 2010**
- Publicité
- Fusacq Agency

Paiement sécurisé avec notre partenaire



Copyright Fusacq 2001-2010 - Conditions générales d'utilisation - Mentions légales

Site certifié

