

Les **10** erreurs les plus fréquentes

en matière d'évaluation d'entreprise



1	L'actif net comptable	p. 3
2	Les moyennes de méthodes	p. 7
3	Le PER	p. 8
4	Valeur d'entreprise et valeur des actions	p. 9
5	L'absence ou l'insuffisance d'analyse stratégique	p. 11
6	Les prévisions de cash-flow irréalistes	p. 14
7	Approches DCF : les erreurs de calcul de la valeur terminale	p. 17
8	Détermination du taux d'actualisation	p. 17
9	La mauvaise utilisation des comparables	p. 18
10	Évaluation des entreprises nouvelles ou en difficulté	p. 18

Cette série a pour objectif de sensibiliser les professionnels du chiffre aux dix erreurs les plus fréquentes en matière d'évaluation d'entreprise. Il ne s'agit pas ici d'ouvrir un débat de professionnels de l'évaluation mais, au contraire, partant du principe que nous sommes tous confrontés à des problématiques d'évaluation, de proposer ce rapide mémento, ne serait-ce que pour détecter les erreurs les plus flagrantes dans le raisonnement d'un interlocuteur ou d'un rapport auquel nous sommes confrontés. Ce premier article s'intéresse à l'utilisation erronée de l'actif net (comptable, corrigé, réévalué...) et des moyennes de méthodes.

par *Jean-François Pansard*,
président de la commission évaluation et
transmission des entreprises de la CCEF
et *Pierre Préau*,
évaluateur d'entreprise et de marques



1 L'actif net comptable

L'actif net comptable est avant tout une notion comptable et juridique sans signification économique, une mesure qui peut être remise en cause par un changement de normes. De manière générale, les approches patrimoniales ne s'appliquent bien qu'aux sociétés de détention et aux contextes liquidatifs.

Hors liquidations, la difficulté réside alors dans l'évaluation en valeur de marché des principaux actifs (notamment titres de participations et immobilier) et passifs (on revient alors à la difficulté des entreprises industrielles au sens large). Utiliser l'actif net dans ce type de cas reviendrait à supposer un arrêt de l'exploitation.

Si l'on considère acquis le fait que la valeur de la société est – en dehors de sa trésorerie nette – pour une large part dépendante de sa capacité bénéficiaire, deux entreprises qui ont investi les mêmes sommes dans deux outils industriels différents ont peu de chance d'être valorisées de la même manière avec la même situation nette¹.

Deux cas antinomiques sont utiles pour illustrer cette vérité : une société industrielle en déclin qui s'efforcera de réinvestir coûte que coûte dans son outil de travail alors que sa rentabilité chute continuellement verra sa valeur de marché baisser alors que ses fonds propres augmentent.

Une société d'experts pointus très rentable pourra régulièrement distribuer une part importante de son résultat en conservant de faibles fonds propres et en étant fortement valorisée par le marché.

Ceci peut également se constater dans le contexte d'une transaction : le vendeur évoquera les fonds propres comptables quand le résultat est faible, un multiple de la rentabilité si celle-ci est élevée. L'acheteur fera l'inverse !

Autre illustration : si l'on observe le Price to Book Ratio du CAC40, on constate qu'il est très dispersé entre 0.5 et 3.5. Les fonds propres comptables ne sont donc pas considérés comme un repère de marché par les investisseurs.

1. Toutes choses étant égales par ailleurs – ce qui n'est jamais le cas dans la réalité ! Le lecteur voudra bien nous dispenser de cette précision par la suite.

L'actif net comptable ou toute combinaison artificielle entre l'approche par la capacité bénéficiaire et l'approche par l'actif net peut conduire à envisager une évaluation en décalage complet par rapport au marché. Examinons le cas de cette belle entreprise, rentable, que le dirigeant propriétaire souhaite céder.

Il s'agit d'une entreprise française qui conçoit et fabrique des produits propres destinés au grand public. Ses ventes se font en totalité par le canal de la grande distribution, sous marques distributeurs, en majorité en France, et pour 20% à l'export par l'intermédiaire de ses grands clients français. La fabrication se fait pour une part dans une usine française, elle est sous traitée en Asie pour une autre part.

L'activité est régulière depuis plusieurs années, avec un CA en croissance de l'ordre de 10% par an, de l'ordre de 10 M€ la dernière année, de faibles à coups lors de la crise, et un résultat d'exploitation stable pendant cette période d'environ 800 k€.

Les nouveaux produits sortent régulièrement, ne sont pas en concurrence avec des technologies de rupture et le positionnement stratégique permet de conclure que la situation de cette entreprise et les tendances actuelles sont pérennes.

Le vendeur :

- Regardez, j'ai fait expertiser tout mon matériel par un spécialiste reconnu : les machines de l'usine et mes moules qui appartiennent tous à l'entreprise et sont un atout important : 2,2 M€, (même si ceci n'est qu'à 300 k€ au bilan, mais ce chiffre n'est qu'une valeur comptable),



par Lionel Canis

Membre de la Commission
évaluation de la CCEF.
Dirigeant de Groupe Cesacq,
spécialisé en cession de PME
et levées de fonds



- J'ai des stocks : 3,2 M€ qui sont tous de qualité car ils tournent très vite. En effet, ils servent de stocks tampons pour garantir des délais de livraison très courts à mes clients,
- Je n'ai plus de dette : toutes mes machines sont payées,
- J'ai un peu de trésorerie, qui permet à l'entreprise de fonctionner sans problème,
- J'ai même un compte client de 2,5 M€, tous de grandes signatures, sans aucun risque,
- D'ailleurs, j'ai 4,2 M€ de fonds propres, et si on corrige la valeur du matériel cela fait plus de 6 M€ (que je veux bien corriger de l'IS),
- Et en plus, mon fonds de commerce a de la valeur : regardez mon chiffre d'affaire est en croissance régulière, malgré la crise !

Nous comprenons donc que dans la tête du vendeur, le prix est au minimum de 6 M€, plus le fonds de commerce.

L'acheteur :

- Votre matériel fonctionne mais il est assez ancien et il va bien falloir réinvestir : je vais donc devoir injecter des fonds propres ou générer de la dette,
- Vos stocks sont en croissance régulière car je comprends que les fabrications en Asie engendrent des délais et qu'il faut de plus en plus de stocks pour satisfaire les délais des clients : donc si je veux continuer à croître, il faudra immobiliser de plus en plus d'argent ...
- Grâce à la loi LME, on devrait réduire un peu votre compte client, mais vos clients sont grands et forts, ils sont solides et leurs délais de paiement sont conformes aux contrats que vous avez signés : j'aurai du mal à faire baisser ce compte, surtout si je poursuis la croissance,
- Ce qui intéresse mes actionnaires, c'est l'argent disponible in fine,
- Votre chiffre d'affaire est en croissance, mais votre REX est stable. Donc vos marges et la rentabilité baissent,
- Votre résultat d'exploitation doit être « retraité » car les 2 dirigeants actuels, le DG et le directeur commercial, ne se rémunèrent qu'en dividendes.

Nous comprenons donc que dans l'esprit de l'acheteur le REX doit être retraité à environ 600 k€, qu'il n'y a ni dette ni trésorerie disponible et donc que le prix se situe entre 3 et grand maximum 4 M€.

Et lorsque tous les acheteurs disent la même chose, ils ont raison : cette entreprise est toujours à vendre.

2 Les moyennes de méthodes

Les moyennes de méthodes sont le plus souvent pratiquées par l'administration fiscale² ou des personnes peu accoutumées aux techniques d'évaluation, sans réflexion sur la compatibilité des valeurs (ou alors, pour justifier un prix !). En effet, notamment quand elle combine des valeurs patrimoniales et de rendement, elle conduit à supposer simultanément la liquidation de l'activité et sa continuité. Introduire une valeur inexacte dans une moyenne a pour résultat principal de produire une valeur inexacte !

Voici une évaluation qui nous a été proposée, sortie d'un logiciel fréquemment utilisé :

De quoi s'agissait-il et pourquoi de tels écarts ?

- Il s'agit d'une entreprise de location de matériel, elle a donc beaucoup d'amortissements,
- Son REX est négatif. Elle a du résultat exceptionnel issu de la revente de matériel après la période de location.

Que signifie donc la capitalisation de la MBA ?

- Un examen de l'entreprise permet de conclure que les amortissements correspondent bien au capital qui doit être régulièrement réinvesti pour financer le renouvellement du matériel à louer, renouvellement indispensable pour maintenir l'activité,
- En conséquence, le cash-flow, net du capital qui doit être réinvesti, est bien mesuré par le bénéfice net,
- Par conséquent, la capitalisation de la MBA ne représente rien de bien utile du point de vue d'un acheteur ...

L'analyse du modèle de l'entreprise démontre donc que, si l'on prend l'hypothèse de la continuité de l'entreprise, la méthode de valorisation à retenir est



bien la capitalisation du bénéfice net moyen. Il est regrettable que la valorisation à retenir soit plus de 10 fois inférieure à la « moyenne » proposée ...

Une autre option serait un arrêt de l'activité et une cession des actifs. Ce projet aurait été différent : cela n'intéresse pas un acheteur potentiel qui n'aurait rien à gagner et des ennuis à gérer ... Mais, pour les actionnaires actuels, c'est une option à envisager, à condition de tenir compte de tous les frais inhérents au licenciement du personnel et à la clôture de l'activité.

2. Formules de type : $1 / (+) \times (\times VM + \times VR)$.

