

## Evaluation par la rentabilité

Michel LEVASSEUR (2000)

**Principe** : la valeur de l'entreprise réside dans sa capacité à générer à l'avenir des bénéfices.

**Mise en pratique** :

Deux problèmes sont soulevés :

- [l'appréciation de la capacité à générer des bénéfices sur le long terme](#)
- [la définition d'un lien entre valeur et mesure des bénéfices attendus](#)

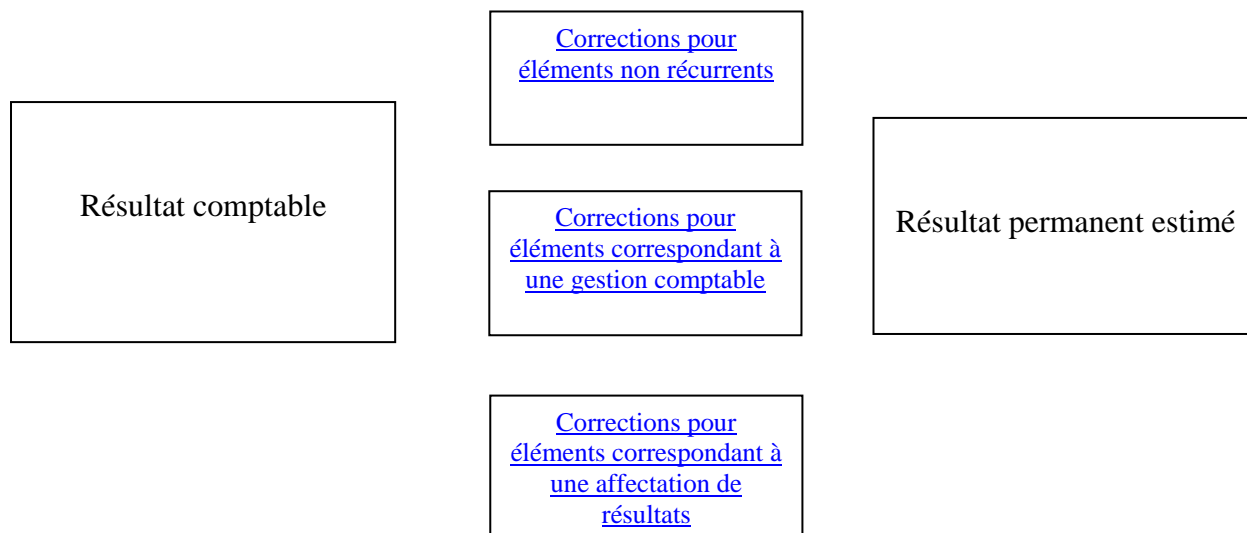
Deux approches sont privilégiées :

- [l'évaluation de l'exploitation seule, complétée](#) ensuite par une prise en compte indépendante des éléments hors exploitation, des actifs financiers et des passifs financiers
- [l'évaluation directe de l'entreprise dans sa globalité](#)

### **Mesure de la capacité à générer des bénéfices sur le long terme**

**Principe** : Dans tout résultat constaté, on peut supposer qu'une partie est récurrente : on parlera de résultat permanent, une partie est liée aux aléas conjoncturels, on parlera de résultat transitoire. La mesure de la capacité de l'entreprise à générer dans l'avenir des bénéfices tient compte uniquement du [résultat permanent](#).

**Mise en pratique** : L'information de base est fournie par les états comptables. Le problème est de reconstituer à partir des informations fournies une estimation de la part permanente des résultats publiés. Cela va nécessiter de mettre en place des [corrections](#) afin d'isoler les éléments extraordinaires (ou non récurrents), les effets de la gestion comptable des chiffres à des fins de communication financière et enfin les éléments qui ne sont pas constitutifs du résultat mais en constituent une affectation.



## ***Lien entre valeur et mesure des bénéfices attendus***

Deux types de liens sont couramment utilisés :

- les multiples : la valeur est définie comme m fois le résultat attendu
- les taux de capitalisation : la valeur est égale au résultat attendu divisé par le taux de capitalisation retenu (i)

**Principes** : L'approche est essentiellement d'ordre empirique. Il s'agit d'observer des transactions effectuées récemment sur des entreprises comparables (en terme de secteur d'activité, de taille, de phase de développement ...), d'estimer les valeurs moyennes prises dans ces cas et de les utiliser pour l'entreprise à évaluer.

**Mise en pratique** : la difficulté réside surtout dans la constitution d'un échantillon suffisamment large pour que les erreurs de mesure s'estompent et suffisamment homogène pour que la comparaison ait un sens.

L'utilisation de [modèles analytiques](#) permet de dégager les déterminants a priori de ces paramètres multiples ou taux de capitalisation.

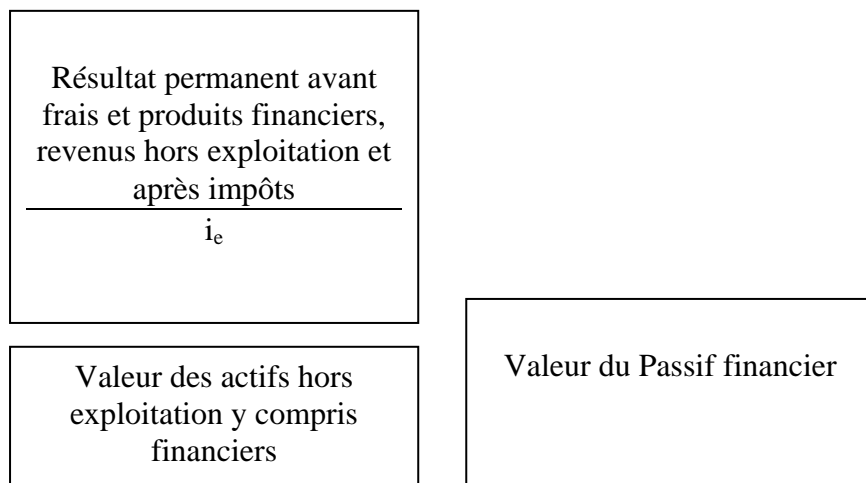
$$\begin{aligned} \text{Valeur}(t) &= m * \text{RP}(t+1) \\ &\text{ou} \\ \text{Valeur}(t) &= \text{RP}(t+1)/i \end{aligned}$$

## ***Evaluation additive à partir de l'exploitation***

**Principes** : L'idée principale est que l'exploitation industrielle, commerciale ou de services est la source même de création de richesse dans le temps. L'analyse du futur doit donc la concerner au premier chef. Pour obtenir la valeur de l'entreprise pour les actionnaires, il suffit dès lors d'ajouter à la valeur de l'exploitation, les évaluations patrimoniales des éléments non financiers hors exploitation (qui sont par ailleurs susceptibles d'être cédés rapidement), des actifs financiers et de retrancher les passifs financiers seuls.

**Mise en pratique** : La valeur de rentabilité de l'exploitation est obtenue en [capitalisant](#) ou en multipliant par un multiple une estimation du résultat permanent attendu généré par la seule exploitation. Ce résultat est donc avant frais ou produits financiers, avant revenus hors

exploitation ou exceptionnels mais après impôts. Pour obtenir la valeur de l'entreprise pour ses actionnaires, il convient d'ajouter la valeur patrimoniale des actifs hors exploitation (y compris des actifs financiers) et de déduire la valeur présente des passifs financiers. Notons qu'il n'y a pas lieu de retrancher ici le passif exigible d'exploitation. Ce dernier correspond aux éléments intervenant dans l'estimation des besoins en fonds de roulement. En effet, la valeur de rentabilité attribuée à l'exploitation recouvre la valeur de tous les capitaux engagés dans l'exploitation, c'est-à-dire les immobilisations et les besoins en fonds de roulement.

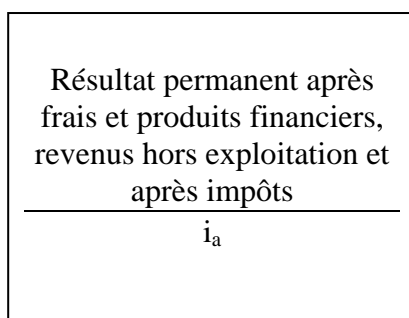


De cette estimation, doit être éventuellement retranchée la valeur du passif non inscrit (estimé dans une perspective de continuité d'exploitation).

### ***Evaluation directe et globale de l'entreprise***

**Principe :** L'idée principale est que l'entreprise dans sa globalité a pour but de créer de la richesse pour ses actionnaires. L'analyse du futur doit donc concerner toutes les sources simultanément : exploitation, hors exploitation, politique financière ... Pour obtenir la valeur de l'entreprise pour les actionnaires, il suffit dès lors d'estimer le résultat permanent net attendu par les actionnaires, puis de le capitaliser soit en le multipliant par une statistique adaptée, soit en le divisant par un taux de capitalisation approprié.

**Mise en pratique :** Le problème principal est d'estimer un résultat net permanent après charges et produits financiers et après impôts pour les actionnaires. Il est important de s'assurer que le développement pourra être autofinancé et ne nécessitera pas à court terme d'augmentation de capital importante qui serait source de dilution.



## Annexe 1

### Résultat permanent :

Soit  $RN(t)$  le résultat à l'année  $t$ . Il peut être décomposé en  $RP(t)$ , le résultat permanent à l'année  $t$  et  $RT(t)$ , le résultat transitoire à l'année  $t$ .

On peut écrire que  $E[RN(t+1)] = RP(t) \cdot (1+g)$  où  $g$  désigne le taux d'évolution (croissance ou déclin) du résultat permanent.

Pour estimer  $RP(t)$ , on peut utiliser l'information procurée par les résultats précédents. Une façon de procéder très courante consiste à calculer la moyenne arithmétique de résultats passés, soit :

$$RP(t+1) = \text{moyenne}(RN(t), RN(t-1), RN(t-2), \dots)$$

Pour être satisfaisante, cette méthode suppose que les taux d'évolution  $g$  attendu et passés soient nuls (hypothèse de stabilité) et que la moyenne des résultats transitoires passés soit raisonnablement voisine de zéro (ou encore que les différentes réalisations de  $RT$  soient distribuées indépendamment dans le temps). Dans toutes les situations où ces deux hypothèses ne sont pas vérifiées, cette méthode ne peut donner que des résultats médiocres.

[Retour au texte.](#)

## Annexe 2

### Multiple et taux de capitalisation :

Le taux de capitalisation est parfois défini comme le taux d'actualisation à retenir vu le taux d'intérêt à long terme dans l'économie et la prime de risque requise dans le cas traité. L'exemple fourni par un modèle analytique simple montre combien cette approche est particulière et souvent inappropriée.

Supposons que l'entreprise à évaluer connaisse un développement régulier de ses opportunités d'investissement à un taux  $c$  annuel. Dès lors, une partie des résultats dégagés devront être réinvestis pour faire face aux besoins de fonds  $BF(t)$  ou des apports de capitaux devront être réalisés  $AP(t)$ . La condition d'équilibre entre les emplois et les ressources prévisionnels implique l'égalité suivante :  $FD(t) + BF(t) = RP(t) + AP(t)$  pour toute année  $t$  considérée, où  $FD(t)$  désigne le flux de trésorerie disponible à l'année  $t$ .

Si  $\rho$  désigne le taux d'actualisation applicable à l'actualisation des flux disponibles attendus, alors la valeur recherchée peut s'écrire :

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{[FD(t)-AP(t)]}{(1+\rho)^t}$$

En utilisant l'égalité des emplois et des ressources, cette équation se réécrit comme :

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{[RP(t)-BF(t)]}{(1+\rho)^t}$$

L'hypothèse de développement constant des opportunités d'investissement permet d'écrire :

$$BF(t) = BF(1) * (1 + c)^{t-1}$$

Supposons par ailleurs que son résultat permanent augmente en fonction des investissements de croissance réalisés et de manière très particulière que le bénéfice permanent supplémentaire engendré par unité investie soit constant et égal à  $r$  :

$$RP(t) = RP(t-1) + BF(t-1) * r$$

ou encore

$$RP(t) = RP(1) + r * \sum_{j=1}^{j=t-1} BF(j) \quad \text{pour tout } t > 1$$

L'équation de la valeur se réécrit dans ce cas particulier comme (voir [démonstration](#)):

$$V = \frac{RP(1)}{\rho} + \frac{BF(1)}{\rho-c} * \left[ \frac{r}{\rho} - 1 \right] = RP(1) * \frac{1}{\rho} * \left[ 1 + \frac{BF(1)}{RP(1)} * \frac{r-\rho}{\rho-c} \right]$$

Nous pouvons constater qu'en règle générale, le taux de capitalisation  $i$  est différent du taux d'actualisation  $\rho$ . Il intègre des mesures de l'importance des opportunités de croissance  $BF(1)$  et  $c$  ainsi qu'une estimation de leur rentabilité anticipée :  $r$ . L'égalité n'est satisfaite qu'en cas d'absence d'opportunités de croissance ( $BF(1)=0$ ) ou de création de valeur  $r=\rho$ .

Ce document pédagogique a été rédigé par le Professeur Michel Levasseur dans le cadre des enseignements du Master Sciences de Gestion Administration des Affaires de la Faculté de Finance, Banque, Comptabilité de l'Université du Droit et de la Santé – Lille 2. Il a été écrit comme base de discussion lors d'un cours. L'université n'entend donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans ce document. Ces opinions doivent être considérées comme propres à l'auteur.

[Retour vers le texte](#)

## Démonstration :

$$\text{Notons : } \mathbf{RP}(1) + \mathbf{r} * \sum_{j=1}^{j=t-1} \mathbf{BF}(j) = \mathbf{RP}(1) + \mathbf{r} * \mathbf{BF}(1) * \frac{(1+c)^{t-1} - 1}{c}$$

$$\text{D'où : } \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\mathbf{RP}(t)}{(1+\rho)^t} = \frac{\mathbf{RP}(1)}{\rho} + \mathbf{r} * \mathbf{BF}(1) * \frac{1}{c} * \left[ \frac{1-c}{1+\rho} * \frac{1}{\rho-c} - \frac{1}{1+\rho} * \frac{1}{\rho} \right]$$

$$\text{Et après simplification : } \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\mathbf{RP}(t)}{(1+\rho)^t} = \frac{\mathbf{RP}(1)}{\rho} + \mathbf{r} * \mathbf{BF}(1) * \frac{1}{\rho} * \frac{1}{\rho-c}$$

$$\text{Par ailleurs : } \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\mathbf{BF}(t)}{(1+\rho)^t} = \mathbf{BF}(1) * \frac{1}{\rho-c}$$

$$\text{En soustrayant les deux sommes précédentes, on obtient : } \mathbf{V} = \frac{\mathbf{RP}(1)}{\rho} + \frac{\mathbf{BF}(1)}{\rho-c} * \left[ \frac{\mathbf{r}}{\rho} - 1 \right]$$

[Retour vers texte](#)

## **Annexe 3**

### **Les corrections à apporter au résultat comptable**

On peut distinguer :

- les corrections pour éléments non récurrents
- les corrections pour éléments correspondant à une gestion comptable
- les corrections pour éléments correspondant à une affectation de résultats

#### ***les corrections pour éléments non récurrents***

Si la technologie évolue ou si les conditions de marché changent, il est indispensable de prendre comme estimation des produits ou des charges futurs ceux qui vont raisonnablement se réaliser dans les années à venir. S'agissant d'une estimation d'un résultat permanent, il faut chercher à cerner le résultat attendu le mieux représentatif même s'il paraît sensiblement différent du dernier résultat réalisé.

Il est nécessaire de corriger les résultats d'exploitation des montants de charges qui auraient dû faire l'objet d'un étalement ou qui correspondent de fait à la réalisation d'une immobilisation par l'entreprise elle-même. Seule la part correspondant à une consommation normale d'un exercice doit être conservée.

Le montant passé des impôts peut être anormal du fait par exemple de reports de pertes ou d'avantages fiscaux conjoncturels. Il est préférable de retenir une estimation des impôts théoriques sur le résultat d'exploitation en fonction du taux légal ou du moins d'un taux apparent estimé sur une période significative (pour prendre en compte dans ce dernier cas d'avantages récurrents).

#### ***les corrections pour éléments correspondant à une gestion comptable***

A ce stade, il convient de bien veiller aux évaluations des stocks, des amortissements et des provisions. Le principe général est de ne retenir que les montants récurrents économiquement significatifs.

En matière d'amortissement, deux possibilités sont généralement suggérées : soit estimer une dotation théorique en fonction de la valeur à neuf et de la durée de vie totale prévue, soit reprendre une valeur d'usage patrimoniale et la diviser par la durée de vie résiduelle.

En matière de provisions, le principe est de ne retenir que celles correspondant à l'exploitation et récurrentes : par exemple, un pourcentage donné des ventes pour les provisions pour garantie ou de même un montant proportionnel pour les créances douteuses.

En matière de stocks, le point est plus délicat. En effet, si l'évaluation patrimoniale conduit à une valeur différente de celle retenue en comptabilité. Ceci indique que le résultat comptable est en partie entaché des conséquences de cette comptabilité d'inventaire. Toutefois, il serait déraisonnable d'imputer la totalité de la différence sur l'estimation du résultat permanent d'un exercice. En fait, le résultat comptable devrait être redressé de la différence entre l'écart d'évaluation constaté en fin d'exercice et celui constaté en début d'exercice : [stocks redressé en fin – stocks en comptabilité en fin] – [stocks redressés au début – stocks en comptabilité au début].

#### ***les corrections pour éléments correspondant à une affectation de résultats ou une rémunération des capitaux***

Ce document pédagogique a été rédigé par le Professeur Michel Levasseur dans le cadre des enseignements du Master Sciences de Gestion Administration des Affaires de la Faculté de Finance, Banque, Comptabilité de l'Université du Droit et de la Santé – Lille 2. Il a été écrit comme base de discussion lors d'un cours. L'université n'entend donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans ce document. Ces opinions doivent être considérées comme propres à l'auteur.

Dans le cas de petites entreprises, les dirigeants aussi propriétaires peuvent préférer prélever une partie de l'enrichissement en se versant des salaires avantageux. En toute théorie, il est nécessaire dans ce cas de retrancher de la ligne « frais de personnel » la différence entre les salaires versés et les charges sociales afférentes et la rémunération, charges sociales comprises, qu'il aurait été normal de verser. Cependant, il faut noter qu'il est difficile de comparer la situation d'un dirigeant propriétaire et celle d'un dirigeant salarié : dans le premier cas, il y a économie de coûts d'agence.

Les loyers de crédit-bail (leasing) ne peuvent pas être pris intégralement en compte dans les charges d'exploitation. S'agissant aussi d'un moyen de financement, il ne faudrait déduire que la partie correspondant à l'amortissement ou ce qui revient au même réintégré dans le résultat corrigé la partie correspondant à des charges financières. Cette correction ne concerne bien évidemment que l'estimation d'un résultat permanent d'exploitation.

[Retour vers le texte](#)

## **Annexe 4**

### **Le taux de capitalisation pour l'exploitation**

L'approche additive pose un problème pour l'estimation de la dette. En effet, il convient de s'interroger sur le caractère constructeur ou destructeur de valeur de la dette. Si par exemple, on se limite à la prise en compte de la seule déductibilité des charges financières du résultat imposable, la valeur financière de la dette doit comprendre la valeur de marché de la dette diminuée de la valeur présente des économies d'impôts attendues. Plus simplement, on peut retenir comme estimation la valeur actuelle de la dette multipliée par un facteur égal à 1 moins le taux d'imposition. Dans ce cas, pour être cohérent, le taux de capitalisation du résultat permanent d'exploitation ne doit pas être affecté par la politique de financement de la firme. Par exemple, il ne peut pas être estimé à partir du coût moyen pondéré des ressources (coût qui contient un coût après impôts de la dette). Il peut l'être à partir d'un taux contenant le taux sans risque et une prime rémunérant le risque d'exploitation mais en le corrigeant pour la croissance attendue.

Si on suit une approche statistique, il convient d'observer pour les entreprises comparables les ratios entre leur résultat permanent et une estimation de la valeur de marché de l'exploitation égale à la somme de la capitalisation boursière et des dettes en valeur de marché après impôts après corrections pour les actifs hors exploitation.

[Retour vers le texte](#)