

L'évaluation additive par les flux de fonds actualisés

Michel LEVASSEUR (2000)

L'évaluation additive conduit l'expert à s'interroger d'abord sur la valeur qu'il attribue à l'entreprise considérée comme [un outil industriel et commercial](#) comme il s'agissait d'un investissement, puis à estimer ce qu'il peut retirer des [éléments non nécessaires à l'exploitation](#). Enfin, il faut prendre en compte [le financement par dettes](#) pour d'une part estimer les effets de création ou de destruction de valeur à attendre du fait de ce type de financement et d'autre part retrancher ce passif des valeurs précédemment obtenues.

I. L'évaluation de l'exploitation

Le principe général est ici d'évaluer l'outil industriel et commercial indépendamment de son financement à travers les flux de fonds qu'il génère et de la valeur terminale qu'il permet d'accumuler. Trois problèmes se posent : l'estimation des flux prévisionnels pertinents, la détermination d'une valeur terminale et le choix d'un taux d'actualisation adapté. La présence de la fiscalité vient compliquer le débat.

1.1 : La mesure des flux de fonds

La capacité de l'expert à envisager l'avenir est toujours réduite. Il est donc important de fixer dans un premier temps un terme judicieux à la prévision. Il n'existe pas d'[horizon](#) standard en la matière. Tout dépend de la nature de l'activité, des phases successives envisageables et de l'information disponible. Pour une activité industrielle, ce peut être 5 ans. Pour une concession d'un ouvrage important, la durée peut s'élever jusqu'à 30 ou 50 ans.

Le second point à traiter est le choix de l'unité monétaire constante ou courante. Certes, l'inflation est plus ou moins forte selon les périodes et dans certains cas, elle peut apparaître négligeable. Dans d'autres, elle est si élevée et variable que sa prévision semble impossible. Il est clair que vouloir pratiquer une évaluation dans une monnaie connaissant l'hyper inflation n'est certainement pas une bonne idée. Mieux vaut choisir la devise étrangère naturelle de référence dans cette économie comme le dollar US par exemple. Pour le reste, on ne peut pas ignorer que l'inflation a une influence sur les flux de fonds et qu'il vaut mieux en tenir compte. Nous recommandons donc l'usage d'une [prévision monétaire en unités courantes](#).

Le troisième point à considérer est le fait que l'imposition des résultats est dans la plupart des pays un phénomène incontournable. Ces flux de fonds d'exploitation doivent donc être estimés après impôts.

Le quatrième point concerne l'organisation de la prévision. L'élément de départ est toujours une prévision des ventes à venir. Puis, il s'agit de déterminer :

- les [Excédents Bruts d'Exploitation prévisionnels](#) (EBE)
- les [variations attendues de Besoins en Fonds de Roulement](#) (Δ BFR)

- les [investissements et désinvestissements](#) (Investissements nets)
- les [impôts théoriques sur l'exploitation](#)

Toutes ces prévisions s'effectuent sans prise en compte des flux liés au financement (par dettes ou fonds propres).

1.2 : La valeur terminale

Il est clair que la valeur terminale peut représenter une part importante de la valeur de l'entreprise, tout simplement parce que son développement a permis d'accumuler un patrimoine ou encore a fait apparaître une capacité notable à générer des bénéfices au delà. Deux méthodes peuvent être utilisées : [l'évaluation patrimoniale](#) et [la capitalisation des résultats](#).

La seconde méthode fait intervenir dans l'évaluation toute la capacité à générer sur le long terme des profits. Si cette capacité est le fruit d'avantages compétitifs déjà présents au moment de l'évaluation, on comprend qu'elle intervienne dans ce calcul. Par exemple, si l'entreprise détient des marques prestigieuses à la durée de vie très longue, il est logique que le vendeur essaie dans la négociation d'en récupérer la plus grande partie de la valeur et l'acheteur de son côté sera plus disposé à payer plus cher. En revanche, si la capacité à générer des profits à long terme est le résultat de l'action de la nouvelle équipe, si elle est créée postérieurement à l'acquisition, il serait paradoxal de l'inclure dans la valeur présente. Cela reviendrait à faire payer par l'acheteur le résultat de son travail ou de son ingéniosité.

C'est pourquoi il est souvent plus raisonnable de décomposer le goodwill terminal en une part intégrable dans l'évaluation initiale et une part attribuable exclusivement à l'acheteur. Ce n'est que la première partie du goodwill qui mérite d'apparaître dans la valeur terminale.

1.3 : Le choix du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation à utiliser doit assurer une rémunération satisfaisante à l'acheteur. Elle est fonction du coût de l'argent à long terme et de la rémunération équitable des risques pris. Deux voies peuvent être empruntées.

La première est celle du coût d'opportunité des fonds. La cible étant considérée comme un investissement industriel et commercial, la rentabilité attendue par l'acheteur doit au moins être égale à celle qu'il exige pour tout investissement de même niveau de risque. Même si cette proposition reste vague, elle permet en pratique de se référer aux repères couramment utilisés.

La seconde vient des développements de la théorie financière. Le taux d'actualisation doit être la somme d'un taux sans risque et de primes de risque adéquates. Le problème est ici d'identifier les primes de risque et de disposer de mesures de risque adéquates. Autant la littérature est abondante lorsqu'il s'agit de primes de risque pour les fonds propres, autant

l'estimation pour des éléments non directement cotés sur des marchés reste délicate. On peut cependant suggérer ici d'estimer la rentabilité exigée par les actionnaires pour des entreprises de même risque économique puis de [corriger ce taux en fonction des leviers spécifiques](#).

Il est parfois recommandé d'utiliser le [coût moyen pondéré du capital](#) d'une entreprise de risque économique similaire. Si le traitement du risque peut paraître satisfaisant, cette façon de procéder a le désavantage d'intégrer dans le taux d'actualisation l'économie d'impôts éventuelle liée au financement par dettes. La valeur ainsi obtenue est donc la somme de la valeur de l'exploitation et de la valeur présente des économies d'impôts liées à l'endettement. Cette dernière est estimée en faisant l'hypothèse que la structure du capital en valeurs de marché reste constante, ce qui peut être non vérifié dans le cas étudié.

En conclusion, nous recommandons l'utilisation d'un taux qui soit indépendant du financement mis en place et qui ne contient que le taux sans risque et une rémunération des risques apportés par la seule exploitation.

1.4 : Le calcul de la valeur de l'exploitation

La valeur de l'exploitation est la somme de deux termes : la valeur actuelle des flux attendus de l'exploitation et la valeur présente de la valeur terminale retenue pour l'exploitation :

$$\text{Valeur de l'exploitation} = \sum_{j=1}^{j=n} \frac{\text{Flux d'exploitation}_j}{(1+tc)^j} + \frac{\text{Valeur terminale de l'exploitation}}{(1+tc)^n}$$

II. L'évaluation des éléments hors exploitation et financiers

On distingue en premier lieu l'ensemble des actifs qui ne sont pas strictement nécessaires à l'exploitation et qui ne sont pas financiers. L'entreprise acquéreuse souhaitera le plus souvent céder au plus vite ces éléments afin de limiter sa mise de fonds et pour rester cohérente avec sa stratégie de développement. Ces cessions exigent souvent des délais de mise en œuvre. Dans d'autres cas plus rares, ces actifs seront conservés. Viennent ensuite les placements financiers, l'endettement financier et les liquidités.

2.1 : La valeur du hors exploitation

Comme pour l'exploitation mais ici de manière simplifiée, l'étude conduit d'abord à estimer les flux de fonds prévisionnels, éventuellement une valeur terminale pour les actifs conservés et enfin à actualiser tous ces éléments à un taux approprié.

Parmi les flux, nous distinguerons les cessions, les produits et les impôts induits. Parmi les cessions, on trouvera principalement les valeurs de vente de terrains, de bâtiments non nécessaires à l'exploitation, des titres de participation qui n'entrent pas dans le périmètre stratégique de l'acheteur. Plus accessoirement, on pourra faire figurer d'autres actifs comme

la liquidation d'un stock afférent à une activité interrompue, l'encaissement de créances diverses non liées à l'exploitation.

Tant que ces actifs sont détenus, ils peuvent être à l'origine avant leur cession de revenus (loyers, dividendes, intérêts, redevances ...) qui figureront parmi les ressources en matière de flux de fonds prévisionnels.

Ces revenus ainsi que les plus-values (ou moins-values) de cessions affectent le résultat imposable. Il convient dès lors d'estimer les [flux d'impôts supplémentaires](#) que l'entreprise devra acquitter. Cette prévision doit tenir compte de la situation fiscale déjà créée par l'exploitation (en particulier en matière de report de pertes).

Les valeurs terminales posent généralement beaucoup moins de problème que dans le cas de l'exploitation, ces actifs ayant vocation à être le plus souvent liquidés avant l'horizon de prévision. Si certains subsistent néanmoins, une évaluation patrimoniale apparaît comme la mieux adaptée.

Le taux d'actualisation à utiliser doit au moins être égal au taux sans risque des marchés d'actions. Si les flux (et en particulier les valeurs de cession) sont incertains, ce taux doit être majoré d'une prime de risque correspondant à l'incertitude en jeu.

La somme de la valeur actuelle des flux et la valeur présente de la valeur terminale éventuelle représente la valeur totale des éléments hors exploitation.

2.2 : La valeur de l'exigible financier

Le but est d'une part d'estimer la valeur financière actuelle des dettes et des placements en cours au moment de l'évaluation et ainsi de prendre en compte les écarts entre les taux historiques et les taux présents et d'autre part, d'évaluer les avantages (ou désavantages) créés par les financements et les placements à travers la fiscalité. Le travail s'effectue en quatre temps.

Dans un premier temps, l'expert doit envisager les éléments de politique financière qui concernent les financements permanents. Parmi ces flux, on recense pour [les dettes à long et moyen terme](#) : les remboursements des capitaux empruntés, les nouveaux emprunts programmés et les charges financières afférentes. Pour [les fonds propres](#), interviennent les distributions de dividendes et les augmentations de capital.

Dans un second temps, en fonction des objectifs d'[encaisse](#) ou de liquidités immédiates et tenant compte des mouvements de trésorerie prévisionnels, il convient d'estimer [les variations d'endettement à court terme](#) ou en cas d'absence de tels financements du fait d'une trésorerie excédentaire [les variations des placements à court terme](#). Ces estimations sont mécaniques et découlent des éléments précédents.

Dans un troisième temps, toutes les données sont réunies pour mesurer [les résultats financiers](#) prévisionnels. [Leur impact fiscal](#) peut être chiffré en tenant compte des situations fiscales précédemment générées par l'exploitation et le hors exploitation.

Tous les flux étant estimés, il reste à recenser en fin de période d'étude les montants de dettes et de placements en cours. Pour les dettes et par souci de cohérence, il convient d'intégrer leur valeur après impôts. L'actualisation de tous les flux et des valeurs terminales au taux sans risque du marché des actions permet de mesurer à la fois la valeur financière des dettes et des placements actuels et la valeur présente d'éventuels avantages fiscaux.

III. Synthèse

La valeur de l'entreprise pour ses actionnaires s'obtient en faisant la somme de la valeur attribuée à l'exploitation, à celle revenant aux éléments hors exploitation et en retranchant la valeur présente mesurée pour les dettes et les placements financiers.

De plus, comme nous avons mesuré les valeurs terminales attribuées à l'exploitation, au hors exploitation, aux dettes et aux placements financiers, il est facile d'en déduire une valeur terminale implicite pour les fonds propres.

Deux contrôles peuvent être effectués à ce stade : d'une part, on peut rapprocher cette valeur terminale des fonds propres à un résultat net estimé pour l'exercice suivant l'horizon et comparer ce multiple implicite à ceux utilisés couramment sur le marché des actions ; d'autre part, on peut calculer le taux de rendement interne implicite à cette évaluation pour les actionnaires. Il suffit de prendre en compte la séquence de flux (dividendes et augmentations de capital) et la valeur terminale implicite.

Annexe 1 :

Le choix de l'horizon d'une prévision

Il ne dépend pas seulement de la capacité à amasser une information fiable sur l'avenir de l'activité. Il ne faut pas négliger le type d'activité et le stade de développement de l'entreprise à évaluer.

Les critères importants à retenir pour fixer de manière raisonnable un horizon sont :

- **le rythme de génération des flux.** Les activités à mise initiale élevée, avec des flux annuels relativement faibles mais à durée de vie longue exigent des horizons éloignés. Sinon, la méthode des flux n'est pas significative et la part laissée à la valeur terminale beaucoup trop grande. On n'évalue pas Eurotunnel sur 5 ans mais sur la durée totale de la concession ...
- **la durée totale des phases de développement ou de restructuration.** Le cas d'une « start-up » et celui d'une société en difficultés ne sont pas différents. L'évaluation par les flux donne ses meilleurs résultats quand il s'agit de capter des variations dans les conditions d'exploitation : par exemple, phase de croissance exponentielle puis stabilisation, périodes de pertes, de profits exceptionnels puis retour vers des normalités normales, phase d'investissement lourd ou de désinvestissement exceptionnel puis retour vers un actif stabilisé ... En tout état de cause, on peut dire que la prévision par les flux peut commencer à s'arrêter lorsque des conditions d'exploitation soutenables sur le long terme sont envisageables.
- **La qualité de l'information.** Il ne faut cependant pas exagérer ce dernier point. En effet, il vaut mieux disposer d'une prévision longue si le cas l'exige avec une information limitée que d'une prévision courte, précise mais inadaptée. En effet, dans ce dernier cas, l'évaluation laisserait à la valeur terminale une part prépondérante et la difficulté ne serait qu'artificiellement repoussée. En fait, il vaut mieux lorsque la prévision doit être longue concentrer son attention sur quelques facteurs clés qui jouent au plan du raisonnement économique un rôle essentiel.

[Retour](#)

Annexe 2 :

Inflation et Prévisions des flux de fonds

Le choix d'unités monétaires courantes est parfois contesté au motif qu'il exige une estimation du taux d'inflation futur ce qui n'est pas le cas avec les unités monétaires constantes.

Ce point n'est pas recevable. En effet, si les prévisions sont effectuées en unités monétaires constantes, le taux d'actualisation doit être un taux réel. Comme dans la pratique, seuls des taux nominaux sont observés en matière de coût du capital, la pratique de prévisions en unités monétaires constantes ne fait que repousser le problème au choix du taux d'actualisation. En effet, pour déterminer le taux réel, il faudra bien disposer d'une anticipation concernant le taux d'inflation à venir puisque nous avons :

$$(1+\text{taux réel}) = (1+\text{taux nominal}) / (1+\text{taux d'inflation anticipé})$$

Par ailleurs, l'inflation introduit des distorsions qu'il convient de prendre en compte au moins à trois niveaux :

- Les dotations aux amortissements ne sont pas indexées sur l'inflation puisqu'elles ne dépendent que de valeurs historiques. En période d'inflation, il y a un accroissement implicite de la base d'imposition.
- Les valeurs des stocks au début d'exercice et en fin d'exercice sont déterminées à partir de niveaux de prix différents. L'inflation génère un profit de détention imposable mais non disponible.
- Les composantes des besoins en fonds de roulement sont affectées par l'évolution des prix. A activité constante, il faut s'attendre à un besoin de financement né des effets directs de l'inflation.

[Retour](#)

Annexe 3 :

Prévision de l'EBE

La prévision des EBE conduit à estimer :

- [les ventes](#)
- [les productions](#)
- [les consommations de matières premières](#)
- [les autres charges proportionnelles à la production](#)
- [les charges proportionnelles aux ventes](#)
- [les charges à évolution autonome](#)

Les prévisions de ventes

doivent d'abord être réalisées en unités monétaires constantes et elles peuvent servir comme substitut à des prévisions en volume. Elles sont ensuite inflatées pour donner des prévisions en unités monétaires courantes. Comme il s'agit de données de flux engrangés tout au long de l'exercice, les chiffres en unités monétaires constantes sont multipliés par un facteur $(1+i)^{j-0,5}$.

Exemple avec un taux d'inflation de 3%

Années	1	2	3	4	5
I: Prévisions du Chiffre d'Affaires					
en unités monétaires constantes	12 000	15 000	16 500	18 000	19 500
en unités monétaires courantes	12 179	15 680	17 765	19 962	22 274
Taux de croissance		28,75%	13,30%	12,37%	11,58%

La prévision de la production

est le second niveau qui ne concerne essentiellement que les entreprises non commerciales. Dans un premier temps, il faut prévoir le flux de production en unités monétaires constantes pour apprécier les flux en volume. Pour ce faire, il est nécessaire de faire des hypothèses sur les niveaux de stocks de produits finis et en cours. Dans un second temps, les stocks de fin d'exercice sont inflatés. Comme il s'agit de données ponctuelles et de fin d'exercice, les chiffres en unités monétaires constantes sont multipliés par un facteur $(1+i)^j$. La production comptable en unités monétaires courantes est déduite par addition des ventes et de l'accroissement des stocks.

Exemple d'une prévision de productions

II: Prévisions de la Production

Années	1	2	3	4	5
en unités monétaires constantes					
Stocks de Produits au départ	1 600	1 250	1 375	1 500	1 625
Stocks de Produits à la fin	1 250	1 375	1 500	1 625	1 788
Production	11 650	15 125	16 625	18 125	19 663
en unités monétaires courantes					
Stocks de Produits au départ	1 600	1 288	1 459	1 639	1 829
Stocks de Produits à la fin	1 288	1 459	1 639	1 829	2 073
Production	11 867	15 851	17 945	20 152	22 518

Les charges prévues pour réaliser cette production peuvent être décomposées en 4 catégories. On trouve d'abord les consommations de matières premières qui manifestent une relation forte avec la production, puis les autres charges que nous classerons en 3 groupes : les charges reliées à la production, celles liées aux ventes et enfin celles à évolution autonome.

Pour les matières premières,

il est bon d'exprimer les consommations attendues en pourcentage des productions prévues. Les gains de productivité peuvent être pris en compte à ce stade. La prévision s'effectue d'abord en unités monétaires constantes pour obtenir une approximation des consommations en volume. Il est facile de prévoir les achats en unités monétaires constantes mais, pour ce faire, il est nécessaire de prévoir les stocks en fin d'exercice. Afin d'obtenir des prévisions en unités monétaires courantes, il reste à inflater les achats et les stocks en fin d'exercice (ceux en début se déduisent par simple égalité avec la fin précédente). Notons que les achats sont des flux réalisés tout au long de l'exercice, les chiffres en unités monétaires constantes sont multipliés par un facteur $(1+i)^{j-0,5}$. Les stocks sont des valeurs de fin d'exercice, les chiffres en unités monétaires constantes sont multipliés par un facteur $(1+i)^j$. La consommation comptable en unités monétaires courantes est déduite par soustraction des achats et de l'accroissement des stocks.

Exemple de prévisions de consommations de matières premières

III: Prévisions des Consommations Matières

en unités monétaires constantes					
Pourcentage Consommation / Production	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
Stocks Matières au départ	-	146	189	208	227
Stocks Matières à la fin	146	189	208	227	246
Consommation	1 748	2 269	2 494	2 719	2 949
Achats	1 894	2 312	2 513	2 738	2 968

en unités monétaires courantes

Stocks Matières au départ	-	150	201	227	255
Stocks Matières à la fin	150	201	227	255	285
Achats	1 922	2 417	2 706	3 036	3 390
Consommation	1 772	2 366	2 680	3 008	3 360
Taux de croissance		33,52%	13,27%	12,24%	11,70%

Les charges proportionnelles à la production

doivent être traitées comme les consommations de matières premières. Cependant, dans ce cas là, les comptes de charges constatées d'avance jouent un rôle identique à ceux de stocks de matières premières. Au lieu de faire apparaître des achats, on fait intervenir ici la notion de « prestations négociées dans l'année ».

Exemple de prévisions de charges proportionnelles à la production

IV: Prévisions des Autres Charges Proportionnelles

en unités monétaires constantes

Pourcentage Autres Charges / Production	31,00%	30,00%	29,00%	29,00%	29,00%
---	--------	--------	--------	--------	--------

Charges Constatées au départ	350	350	454	499	544
Charges Constatées à la fin	350	454	499	544	590
Charges consommées	3 612	4 538	4 821	5 256	5 702

Prestations négociées dans l'année	3 612	4 642	4 866	5 301	5 748
------------------------------------	-------	-------	-------	-------	-------

en unités monétaires courantes

Charges Constatées au départ	350	361	482	545	612
Charges Constatées à la fin	361	482	545	612	684
Prestations négociées dans l'année	3 666	4 852	5 239	5 879	6 566

Charges consommées	3 655	4 731	5 176	5 812	6 494
--------------------	-------	-------	-------	-------	-------

Taux de croissance		29,44%	9,41%	12,29%	11,73%
--------------------	--	--------	-------	--------	--------

Les charges proportionnelles aux ventes

ne posent pas de problèmes spécifiques. Dans le cas des entreprises industrielles, il est difficile de faire le partage entre les charges constatées d'avance qui concernent les charges proportionnelles à la production et celles liées aux ventes. Par simplicité, on peut supposer qu'elles ne concernent que les premières. Bien

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.

évidemment, pour les entreprises commerciales, il est indispensable de les introduire à ce stade et d'utiliser le concept de « prestations négociées dans l'exercice ».

Exemple de prévisions de charges proportionnelles aux ventes

V: Prévisions des charges proportionnelles au Chiffre d'Affaires

Pourcentages Charges / C.A.	12,00%	12,00%	11,00%	11,00%	11,00%
Charges proportionnelles au C.A.	1 461	1 882	1 954	2 196	2 450
Taux de croissance		28,82%	3,83%	12,38%	11,57%

Les charges à évolution autonome

concernent toutes les charges dites de structure. Il est bon de les prévoir d'abord en unités monétaires constantes et de comparer les montants aux productions en unités monétaires constantes afin de vérifier si les gains de productivité sont vraisemblables. Ensuite, comme il s'agit de flux réalisés tout au long de l'exercice, les chiffres en unités monétaires constantes sont multipliés par un facteur $(1+i)^{j-0,5}$.

Exemple de prévisions de charges à évolution autonome

VI: Charges à évolution autonome

Montant de base en monnaie constante	4 500				
Taux d'accroissement en unités monétaires constantes		7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
en unités monétaires constantes					
Charges à évolution autonome	4 500	4 815	5 152	5 513	5 899
en unités monétaires courantes					
Charges à évolution autonome	4 567	5 033	5 547	6 114	6 738
Ratio Charges / Production	38,48%	31,75%	30,91%	30,34%	29,92%

[Retour](#)

Annexe 4 :

les variations attendues de Besoins en Fonds de Roulement

Elles comprennent :

- les variations annuelles des [stocks](#) (produits finis et en cours) et matières
- les variations annuelles des comptes [clients](#)
- les variations annuelles des [charges constatées d'avance](#)
- les variations annuelles des comptes [fournisseurs](#)
- les variations annuelles des comptes de [charges à payer](#)

Les stocks :

Il suffit de reprendre les prévisions en unités monétaires courantes faites dans le cadre de la prévision des EBE concernant les stocks et de calculer les écarts entre les valeurs en fin et en début d'exercice.

Les charges constatées d'avance :

Il suffit de reprendre les prévisions en unités monétaires courantes faites dans le cadre de la prévision des EBE concernant ces comptes et de calculer les écarts entre les valeurs en fin et en début d'exercice.

Les clients :

On peut prévoir dans un premier temps les comptes clients en unités monétaires constantes comme un pourcentage des ventes en unités monétaires constantes. Il faut alors inflater ce nombre en multipliant par un facteur $(1+i)^j$. On calcule ensuite les variations annuelles.

Les fournisseurs :

On peut prévoir dans un premier temps les comptes fournisseurs en unités monétaires constantes comme un pourcentage des achats en unités monétaires constantes. Il faut alors inflater ce nombre en multipliant par un facteur $(1+i)^j$. On calcule ensuite les variations annuelles.

Les charges à payer :

On peut prévoir dans un premier temps les comptes charges à payer en unités monétaires constantes comme un pourcentage des prestations négociées et autres charges en unités

monétaires constantes. Il faut alors inflater ce nombre en multipliant par un facteur $(1+i)^J$. On calcule ensuite les variations annuelles.

Retour

Annexe 5 :

Les investissements nets

Les prévisions d'investissement et de désinvestissement reflètent avant tout des choix stratégiques. Elles doivent être en phase avec l'évolution de l'activité (ventes, production) mais elles obéissent aussi à d'autres impératifs (innovation technologique, amélioration de la productivité ...)

Il est bon de distinguer 3 catégories d'investissements : immobiliers, en matériels et équipements, immatériels. Pour la seconde catégorie, il convient de distinguer ce qui est du domaine du renouvellement et ce qui est lié à la croissance. Pour cette catégorie également, il est bon de vérifier la cohérence entre l'évolution des montants d'immobilisations brutes et les productions comptables projetées.

En cas de cessions importantes, il faut s'interroger sur les produits de cession et les plus-values (ou moins-values) escomptées.

Enfin, à partir de ce programme d'investissements, il peut être bon d'estimer l'évolution des dotations aux amortissements par catégorie à partir de quelques ratios moyens.

Exemple de prévisions d'investissements et d'amortissements

IX: Investissements

Valeur Brute des Terrains et Bâtiments	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000
Cessions de Bâtiments (valeur brute)					
Investissements prévus en Bâtiments					
Valeur Brute finales des Ter. & Bât.	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000
Amortissements cumulés Ter. & Bât.	1 000	1 100	1 200	1 300	1 400
Amortissements sur Bâtiments cédés					
Dotations aux amortissements Ter. & Bât.	100	100	100	100	100
Amortissements cum. Finaux Ter. & Bât.	1 100	1 200	1 300	1 400	1 500
Valeur Brute des Matériels et Equipements	3 000	3 000	3 963	4 486	5 038
Montant objectif des Mat. & Equip.	2 967	3 963	4 486	5 038	5 630
Investissements de croissance en Mat. & E.	-	963	523	552	592
Sorties d'immobilisations (valeur brute)	500	500	661	748	840
Investissements de remplacement	500	500	661	748	840
Valeur Brute finale des Mat. & Equip.	3 000	3 963	4 486	5 038	5 630
Amortissements cumulés Mat. & Equip.	1 500	1 600	1 893	2 129	2 389
Amortissements sur immo. Sorties	500	500	661	748	840
Dotations aux amortissements Mat. & E.	600	793	897	1 008	1 126

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.

Amortissements cum. Finaux Mat. & E. 1 600 1 893 2 129 2 389 2 675

Investissements totaux prévus	500	1 463	1 184	1 300	1 432
Dotations aux amortissements prévues	700	893	997	1 108	1 226
Valeur de cession des Bâtiments	-	-	-	-	-
Valeur de cession des Mat. & E. sortis	-	-	-	-	-
Produits de cession	-	-	-	-	-
Ratio Immobilisations nettes / Production	36,23%	30,72%	28,18%	26,05%	24,23%

[Retour](#)

Annexe 6 :

Les impôts théoriques sur l'exploitation

Il est d'abord important de fixer le cadre fiscal de l'acquisition. La société cible peut continuer à exister comme une entité indépendante, devenir pour des raisons de report de pertes le réceptacle de la société acheteuse ou encore disparaître dans le cadre d'une fusion. Dans le premier scénario, il est nécessaire de simuler l'évolution du résultat fiscal et la présence éventuelle à l'avenir de pertes reportables. Dans les autres, il faut prendre en compte le fait que d'autres activités vont générer des profits. Les pertes éventuellement générées par la cible peuvent constituer dans ce cas des « boucliers fiscaux » et générer immédiatement des économies d'impôts.

Dans ce qui suit, nous aborderons à titre d'exemple le premier cas. Le premier solde à déterminer est le résultat de l'exercice avant résultat financier. Il est obtenu en retranchant de l'EBE les dotations aux amortissements prévisionnelles et en imputant les plus-values (ou moins-values) de cessions attendues dans le cadre des désinvestissements programmés au niveau de l'exploitation. Le résultat imposable est soit la différence entre le résultat précédent et les pertes reportables si elle est positive, soit nul dans le cas contraire. Dans cette seconde situation, il convient de noter le montant de pertes à reporter vers l'exercice suivant.

Le dernier problème à résoudre et pas l'un des moindres est le choix d'un taux d'imposition. La situation la plus simple est d'utiliser le taux en vigueur dans le pays au moment de l'évaluation. Certes, ce taux peut évoluer dans le temps mais il est difficile d'anticiper les évolutions de la loi en la matière. Par ailleurs, il se peut que l'entreprise bénéficie d'avantages spécifiques ou manifeste une habileté particulière dans la gestion de ses résultats fiscaux. Une autre solution consiste à estimer un taux d'imposition effectif. Par exemple, on peut calculer le ratio suivant : impôts théoriques passés sur l'exploitation / (Résultat net + impôts théoriques passés sur l'exploitation)..... Les impôts théoriques sur l'exploitation sont obtenus en prenant le montant des impôts effectivement payés et en les majorant des montants estimés des déductions obtenues soit à travers le financement (résultat financier multiplié par le taux d'imposition en vigueur si l'entreprise a un résultat positif), soit à travers des éléments exceptionnels. Cette seconde solution souffre de deux faiblesses : l'estimation n'est pas très robuste ; des événements particuliers passés et non récurrents sont peut-être la cause de cet écart.

Exemple d'estimation du montant théorique d'impôts sur l'exploitation

X: Impôts sur l'exploitation

Résultat d'exploitation imposable

EBE	412	1 839	2 588	3 022	3 476
Dotations aux amortissements	700	893	997	1 108	1 226
Résultats sur cessions	-	-	-	-	-

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.

Perte reportable antérieure	-	288	-	-	-
Perte reportable de l'exercice	288	-	-	-	-
Base d'imposition	-	658	1 591	1 914	2 250
Impôts sur exploitation	-	219	530	638	750

[Retour](#)

Annexe 7 :

L'évaluation patrimoniale terminale

L'information de base dans ce cas est apportée par le bilan de départ et les mouvements prévus. La valeur patrimoniale associée à l'exploitation est composée de deux éléments : les immobilisations et les besoins en fonds de roulement.

Pour les besoins en fonds de roulement, il suffit de reprendre les besoins en fonds de roulement dans le dernier bilan connu et de cumuler les variations de BFR anticipées dans le tableau de prévisions des flux d'exploitation. Implicitement, on suppose que la valeur comptable est représentative de la valeur patrimoniale. Cette hypothèse est cohérente avec celle retenue en matière de provisions d'exploitation (c'est-à-dire généralement l'absence de dévalorisation).

Pour les immobilisations, on peut procéder de même. Aux immobilisations nettes au dernier bilan, il convient d'ajouter les montants d'investissements, de retrancher les valeurs nettes des immobilisations sorties et enfin de retirer le montant cumulé des dotations aux amortissements de la période. Cette manière de procéder suppose que les dotations aux amortissements sont significatives au plan économique. Par ailleurs, il est raisonnable de s'interroger sur les montants ainsi obtenus pour les immeubles. En effet, du fait de l'amortissement, ils baissent mécaniquement. Or, il se peut qu'en dépit d'un âge plus grand, leur valeur ait augmenté du fait de la hausse des prix. Nous proposons d'utiliser en période terminale les mêmes coefficients de correction pour ces seuls immeubles que ceux utilisés pour l'évaluation patrimoniale au départ.

Exemple d'évaluation terminale patrimoniale :

Méthode patrimoniale

Terrains et Bâtiments	
Valeur brute finale	4 000
Taux de correction	25,00%
Valeur estimée	5 000
Autres Immobilisations	2 955
BFR finaux	6 413
Valeur terminale patrimoniale	14 368

Retour

Annexe 8 :

L'évaluation terminale par la capitalisation du résultat

La mise en œuvre de cette méthode pose trois problèmes :

- le choix de l'année à prendre en compte
- la nature du résultat à capitaliser
- le choix d'un taux de capitalisation ou d'un multiple

1. : Le choix de l'année

Une erreur commune est de retenir le résultat attendu lors de la dernière année de prévision (année n). En fait, si on veut déterminer la valeur à l'année n, il faut capitaliser le résultat attendu l'année suivante c'est-à-dire en n+1. Il est donc nécessaire de prévoir l'évolution du résultat entre n et n+1 et d'intégrer ce taux de progression dans l'évaluation.

2. : La nature du résultat à capitaliser

Il s'agit d'un résultat permanent pour la seule exploitation. Il ne peut donc pas contenir des éléments de produits de cession, par exemple. Le plus simple est de ne prendre en compte que l'EBE prévisionnel, les dotations aux amortissements attendues (à condition qu'elles soient représentatives d'un amortissement économique « normal ») et des impôts théoriques calculés soit au taux en vigueur, soit au taux effectif.

3. : Le choix d'un taux de capitalisation ou d'un multiple

Le multiple peut bien évidemment être égal au multiple constaté pour des entreprises de même risque et au même niveau de développement. Cependant, le calcul de ce multiple n'est pas facile dans la réalité car il s'agit d'une statistique appliquée uniquement à l'exploitation. Les multiples observés concernent en règle générale les fonds propres. Une autre manière de procéder est de faire l'hypothèse que l'entreprise a atteint un stade de maturité au terme de la prévision ou plus précisément que les opportunités d'investissement à valeur actuelle nette positive qui pourraient apparaître au delà de l'horizon auront été générées par la seule action de l'acheteur et de ce fait n'ont pas à être intégrées dans l'évaluation présente. Dans ce cas, le taux de capitalisation peut être égal au taux d'actualisation ou encore le multiple peut être égal à l'inverse de ce taux d'actualisation. Notons que les effets de création de valeur sur le long terme provenant des actifs en place soit au moment de l'évaluation, soit durant la période de prévision sont bien incorporés en totalité dans cette valeur capitalisée.

Exemple d'évaluation terminale par la capitalisation

Multiple pour le résultat final	8,33
Taux de croissance attendu pour le résultat de l'année qui suit l'horizon	10%
Résultat prévu pour l'année qui suit l'horizon	1 650
Valeur de rentabilité	13 750

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](#)

Annexe 9 :

Estimation du taux d'actualisation pour l'exploitation

La méthode consiste à observer plusieurs entreprises comparables du point de vue de l'activité et de la taille et d'estimer pour chacune leur coût du capital si elles n'étaient point endettées. Le taux d'actualisation retenu est la moyenne de ces taux estimés, faisant l'hypothèse que les erreurs de mesure ont tendance à se compenser et que la moyenne obtenue est un indicateur plus robuste qu'une mesure isolée.

Pour obtenir une estimation pour chaque comparable, il faut d'une part estimer le coût de leur fonds propres puis corriger ce coût des effets de leur endettement. Pour comprendre les principes de cette correction, on peut se référer à des développements standards de la théorie financière, en particulier à ceux de Modigliani et Miller. Le résultat central qui va nous intéresser ici est que la valeur de la firme (au sens de la somme des valeurs de marché des fonds propres et des dettes financières) peut être affectée à travers la fiscalité par l'endettement suivant [la relation générale](#) :

$$V_E = V_{NE} + T * D_E$$

où T est un paramètre qui traduit l'effet de la fiscalité, V et D désignent la valeur totale et la valeur de la dette, E et NE sont des indices pour signaler l'entreprise endettée et la non endettée.

On peut facilement montrer que le taux corrigé des effets de l'endettement pour une entreprise i est donné par la [relation suivante](#) :

$$tc_i = k_i \frac{1}{1 + L_i * \frac{r}{r_A}} + r \frac{L_i}{1 + L_i * \frac{r}{r_A}}$$

où k_i désigne le coût des fonds propres, r_A le taux sans risque sur le marché des actions, r le taux actuel sur le marché de la dette, L_i le levier après impôts (c'est-à-dire le rapport entre la valeur financière des dettes après impôts des sociétés $D_i*(1-t)$ et la valeur de marché des fonds propres) et t le taux d'imposition des bénéfices au niveau de l'entreprise.

Le taux d'actualisation tc à retenir pour l'exploitation est alors la moyenne arithmétique des différentes estimations tc_i .

Retour

Annexe 10 :

Effet fiscal de l'endettement sur la valeur de la firme

Supposons deux entreprises identiques au plan de l'exploitation. Elles dégagent chacune un résultat annuel avant charges financières et impôts égal à X . Elles ont la même politique de dividende, à savoir une distribution intégrale des résultats. L'une E est endettée d'un montant égal à D_E et ses fonds propres ont une valeur de marché de K_E . Sa valeur totale V_E est la somme de K_E et D_E . L'autre NE n'a pas de dettes. Sa valeur est constituée uniquement de la valeur de ses fonds propres $K_{NE} = V_{NE}$.

Supposons qu'un investisseur dispose d'une somme S . Il compare deux stratégies d'investissement :

- investir l'intégralité de S dans NE
- investir une partie p de S dans les actions de E et le reste en titres de dettes émis par E

Il souhaite que les deux stratégies aient même risque. Comme elles nécessitent la même mise de fonds, l'absence d'opportunités d'arbitrage implique que leur espérance de rentabilité soit identique.

Le revenu versé aux actionnaires de NE est égal à $X*(1-t)$ où t est le taux d'imposition des bénéficiaires au niveau de la firme. Pour les actionnaires, les revenus après impôts personnels s'élèvent à $X*(1-t)*(1-t_A)$ où t_A désigne un taux d'imposition uniforme pour les actionnaires. Le revenu versé aux actionnaires de E est égal à $(X - r D_E)*(1-t)*(1-t_A)$ où r est le coût de la dette pour l'entreprise. Après impôts personnels, les porteurs de créances obtiennent une rémunération égale à $r*(1-t_D)$ où t_D désigne un taux d'imposition uniforme des revenus des porteurs de créances.

La première stratégie procure un revenu aléatoire annuel de $X*(1-t)*(1-t_A)*(S/K_{NE})$, la seconde un revenu aléatoire de $(X - r D_E)*(1-t)*(1-t_A)*(p*S/K_E) + r*(1-t_D)*(1-p)*S$. En prenant comme mesure de risque l'écart-type de chacun des revenus, la condition d'égalité des risques implique que p soit égal à K_E/K_{NE} . En introduisant cette valeur et en égalant les espérances de revenus, on obtient la condition :

$$V_E = V_{NE} + T * D_E$$

$$\text{avec } T = 1 - \frac{(1-t)(1-t_A)}{(1-t_D)}$$

En notant r_A le taux sans risque sur le marché des actions, l'absence d'opportunités d'arbitrage impose l'égalité suivante : $r_A (1-t_A) = r (1-t_D)$. On peut donc réécrire T comme :

$$T = 1 - (1-t) \frac{r}{r_A} = t - \frac{r - r_A}{r}$$

Retour

Annexe 11 :

Correction du coût des fonds propres pour l'endettement

Soit m_X le résultat espéré avant impôts et charges financières. Le taux de rentabilité attendu par les actionnaires k est égal au ratio du résultat net sur le montant des fonds propres quand l'entreprise ne connaît pas de phénomène de croissance. Pour une entreprise endettée, nous avons :

$$k_E = \frac{(m_X - rD_E)(1-t)}{K_E}$$

En utilisant la relation $V_E = V_{NE} + T*D_E$, on obtient :

$$k_E = \frac{(m_X - rD_E)(1-t)}{K_E} = \frac{m_X(1-t)}{K_{NE}} * \frac{(V_E - T*D_E)}{K_E} - r * \frac{D_E(1-t)}{K_E}$$

En notant $tc = \frac{m_X(1-t)}{K_{NE}}$, il découle :

$$k_E = tc + [tc(1-T) - r(1-t)] \frac{D_E}{K_E}$$

A partir de là, il est facile de déduire le coût des fonds propres avec un financement nul en dettes :

$$tc = k_E * \frac{K_E}{K_E + D_E[1-T]} + r(1-t) * \frac{D_E}{K_E + D_E[1-T]}$$

ou encore en divisant par K_E les numérateurs et dénominateurs, en remplaçant T par son expression et en notant $L = D_E(1-t)/K_E$:

$$tc = k_E \frac{1}{1 + L * \frac{r}{r_A}} + r \frac{L}{1 + L * \frac{r}{r_A}}$$

C'est ce taux tc qui peut servir de taux d'actualisation aux flux d'exploitation.

Retour

Annexe 12 :

Interprétation du coût moyen pondéré du capital

Le coût moyen pondéré du capital (wacc) est égal à la moyenne pondérée par les valeurs de marché des coûts après impôts pour l'entreprise des fonds propres et des dettes :

$$\text{wacc} = k_E * \frac{K_E}{K_E + D_E} + r(1 - t) * \frac{D_E}{K_E + D_E}$$

En remplaçant k_E par sa valeur : $k_E = tc + [tc(1 - T) - r(1 - t)] \frac{D_E}{K_E}$, on obtient :

$$\text{wacc} = tc \left[1 - T * \frac{D_E}{K_E + D_E} \right]$$

Si T est strictement positif, le coût moyen pondéré du capital est bien diminué du fait de l'endettement. Ce taux contient l'économie d'impôts secrétée par la dette.

[Retour](#)

Annexe 13 :

Estimation des impôts liés aux flux hors exploitation

Exemple de calcul

Calcul impôts sur résultats hors exploitation

Résultat de l'exploitation	-	288	946	1 591	1 914	2 250
Plus-values ou moins-values sur cessions d'immo. hors expl.						
Revenus immo hors expl.	-					
Plus-values ou moins-values sur autres actifs hors expl.	-	200				
Perte reportable antérieure	-		488	-	-	-
Perte reportable de l'exercice	488		-	-	-	-
Base d'imposition exploitation + hors exploitation	-		458	1 591	1 914	2 250
Impôts sur exploitation + hors exploitation	-		153	530	638	750
Impôts exploitation	-		219	530	638	750
Impôts hors exploitation	-	-	66	-	-	-

[Retour](#)

Annexe 14 :

Prévisions des flux concernant les financements permanents

L'endettement à long et moyen terme

A ce stade, il convient d'abord de distinguer les remboursements des dettes existantes. Ces flux sont connus avec certitude. Il suffit de se reporter aux échéanciers.

Les opérations d'emprunts à long et moyen terme font partie de la politique financière prévisionnelle. Il faut à ce stade distinguer les supports de ces opérations (à savoir les investissements prévus) et les éléments de gestion de bilan (ratio souhaité d'indépendance financière). Les deux fournissent une contrainte aux montants des opérations. Par ailleurs, il est nécessaire de faire une hypothèse sur l'amortissement de ces nouvelles dettes. Au cas où aucune information fiable n'est disponible, le plus simple est d'ignorer cette rubrique et de ne pas distinguer le recours à l'endettement à long et moyen terme de celui à l'endettement à court terme. Seul le ratio d'endettement total est surveillé dans ce cas.

Le dernier point à traiter dans cette rubrique est la prévision des charges financières afférentes aux dettes à long et moyen terme. Comme il est difficile de positionner à l'intérieur des exercices les dates exactes de remboursements ou d'emprunts, le plus simple est de calculer les charges financières sur l'encours moyen de l'année (comme si les flux se réalisaient au milieu de l'année).

Les fonds propres

Deux flux doivent être prévus : les dividendes et les augmentations de capital. Pour les dividendes, la distribution doit s'effectuer en fonction des résultats réalisés l'année précédente. Si le ratio de pay-out est constant, la règle est alors simple. Il faut cependant tenir compte des reports à nouveau (positifs et qui permettent une distribution en cas de pertes, négatifs qu'il convient par exemple d'effacer avant de distribuer). Il est clair que cette prévision ne peut être effectuée que si la prévision concernant l'année précédente est achevée.

Les augmentations de capital sont des opérations rares, coûteuses et stratégiques. En fait, la détermination du montant souhaité se fait par tâtonnement. Les premiers essais comprennent des montants nuls et en fonction de l'évolution des leviers prévisionnels sur la période, l'analyste est conduit à inclure un montant afin d'une part de satisfaire une contrainte en matière de levier limite mais aussi en tenant compte de la capacité des actionnaires ou de leurs souhaits en matière de souscription d'actions nouvelles.

Exemple de prévisions concernant les flux liés aux capitaux permanents :

	Années	1	2	3	4	5
Flux nets d'exploitation		11	- 634	325	509	647
Flux nets hors exploitation		200	66	-	-	-
Somme des flux nets		211	- 568	325	509	647
Dividendes		300	-	412	529	644
Augmentation de capital		700				
Remboursement dettes LMT initiales		250				
Encours en fin des dettes LMT initiales		1 750	1 500	1 250	1 000	750
Charges financières sur dettes LMT initiales		113	98	83	68	53
Emprunts nouveaux LMT		-				
Remboursements sur emprunts nouveaux LMT		-				
Encours en fin des dettes LMT nouvelles		-	-	-	-	-
Charges fin. Sur emp. Nouv. LMT		-	-	-	-	-

Retour

Annexe 15 :

Prévisions concernant l'endettement et les placements à court terme

Evolutions de l'encaisse

Ces postes sont en règle générale mineurs mais il convient de prendre en compte un objectif en la matière. Tous les écarts entre le montant en début d'exercice et le montant souhaité constituent des flux de trésorerie (une baisse engendre une ressource et une hausse un emploi).

Evolutions des dettes et des placements à court terme

Ces postes vont servir à équilibrer la trésorerie. Ils sont donc résiduels. Par principe, nous supposons que si les dettes à court terme sont positives, les placements sont nuls et vice-versa.

Pour estimer l'un ou l'autre montant en fin d'exercice, on part du montant en début d'exercice majoré par un facteur égal à 1 plus la moitié du taux d'intérêt présent pour tenir compte des effets sur la trésorerie des charges financières induites (ou des produits financiers). On prend en compte ensuite la totalité des flux prévus jusqu'à ce stade (exploitation, hors exploitation, financements permanents et encaisses). La somme de ces deux quantités (position au départ majorée et variations totales) est divisée par un facteur égal à 1 moins la moitié du taux d'intérêt présent pour tenir compte des charges financières induites par cette position finale (ou des produits financiers).

Comme pour l'endettement à long terme, comme nous ne connaissons pas l'évolution détaillée des encours, les charges financières (ou les produits financiers) sont ainsi calculées sur la base de l'encours moyen.

Résultats financiers prévisionnels

Les résultats financiers prévisionnels sont la somme de trois éléments : les produits financiers prévisionnels (calculés sur l'encours moyen des placements à court terme), les charges financières sur les dettes à long et moyen terme (calculées également sur l'encours moyen de ces dettes) et les charges financières sur les dettes à court terme.

Impacts fiscaux des dettes et placements

L'estimation de ces impacts fiscaux se fait d'abord en calculant les impôts exigibles en prenant en compte les résultats nets prévisionnels et les reports de pertes, puis en retranchant les impôts précédemment estimés pour l'exploitation et le hors exploitation.

Pour simplifier l'analyse, cet impact fiscal est supposé n'avoir aucun effet immédiat sur la trésorerie en fin d'exercice. Il est porté en compte d'attente au bilan et pris en compte l'année suivante en trésorerie. Cette hypothèse facilite la prévision et évite la boucle qui lie le niveau des dettes en fin d'exercice, le montant des charges financières et les impacts fiscaux. Elle peut être considérée comme réaliste dans la mesure où l'intégralité des impôts sur les bénéfices n'est pas nécessairement réglée dans l'exercice et que des mécanismes de régularisation existe le plus souvent.

Exemple de prévisions concernant l'endettement et les placements à court terme

Encaisse souhaitée	10	10	10	10	10
Retour vers l'encaisse souhaitée	-	-	-	-	-
Régularisation des impôts (impact du résultat financier de n-1)	-	-	153	113	102
Besoins (ou excès de liquidités en négatif) avant prise en compte des dettes et des placements à court terme	248	- 916	- 267	- 225	- 198
Placements de Trésorerie au départ	-	-	-	-	-
Dettes financières à court terme au départ	2 278	2 163	3 241	3 716	4 178
Placements de Trésorerie à la fin	-	-	-	-	-
Dettes financières à court terme à la fin	2 163	3 241	3 716	4 178	4 640
Lévier prévisionnel à la fin	1,03	1,16	1,12	1,07	1,00
Produits financiers sur Placements de Trésorerie	-	-	-	-	-
Charges financières sur dettes à court terme	133	162	209	237	265

Retour

Annexe 16 :

Détermination de la valeur associée aux dettes et placements

Valeurs finales des dettes et des placements

Ces valeurs finales se déduisent des montants prévus de remboursements, d'emprunts nouveaux ou encore de variations des niveaux pour les dettes et placements à court terme.

Le problème à ce stade est la prise en compte d'un effet fiscal sur le long terme. En effet, si le terme T qui mesure les effets nets de la fiscalité est différent de zéro, le maintien à long terme d'un endettement est à l'origine d'une création de valeur. Nous supposons que la valeur après impôts des dettes à long, moyen et court terme est égale à leur valeur au bilan multipliée par le facteur $1-T$, ou encore par les termes $(1-t) * (r/r_a)$ où r est le taux présent de la dette et r_a est le taux sans risque sur le marché des actions. En revanche, il est difficilement acceptable de diminuer la valeur des placements même si la fiscalité n'est pas favorable. Dans ce dernier cas, l'hypothèse raisonnable est de considérer que ces liquidités n'ont pas vocation à rester sur une longue période dans l'entreprise.

Actualisation des flux liés aux dettes et placements

L'actualisation d'une part des valeurs terminales des dettes après impôts diminuées des montants finaux des placements à court terme, d'autre part des flux nets liés aux dettes et placements (emprunts nouveaux moins remboursements, moins charges financières, moins impacts fiscaux plus variations des dettes à court terme et moins variations des placements à court terme) se fait au taux sans risque du marché des actions r_a .

Cette façon de procéder permet de prendre en compte une valeur financière des dettes et non plus une valeur comptable. Elle a aussi l'avantage de mesurer les conséquences fiscales des dettes actuelles et à venir. Si le taux r_a est égal au produit $r(1-t)$, alors les dettes ne génèrent aucune création de valeur puisque les flux après impôts sont actualisés à un taux après impôts. Au contraire, si r_a est égal à r , l'actualisation de flux après impôts au taux avant impôts fait apparaître une création de valeur. Selon le taux d'actualisation choisi, la thèse de la neutralité de l'endettement est privilégiée ou non.

Enfin, la mise en œuvre de l'actualisation doit tenir compte des hypothèses avancées en matière d'apparition des flux. Pour les flux, il convient d'actualiser en fonction d'une durée égale à $j-0,5$ (les mouvements ayant été positionnés en moyenne en milieu de période). Pour les impacts fiscaux, il convient d'utiliser $j+0,5$ pour être cohérent avec le décalage introduit en trésorerie d'une période.

[Retour](#)