

COMPAGNIE  
NATIONALE DES  
COMMISSAIRES AUX  
COMPTES

**CNCC**  
COMPAGNIE  
NATIONALE DES  
COMMISSAIRES AUX  
COMPTES

# De la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

**Agnès PINIOT**, *Membre de la Commission Evaluation des entreprises de la Compagnie Nationale des Commissaires aux comptes (CNCC)*

**Olivier PERONNET**, *Membre de la Commission Evaluation des entreprises de la Compagnie Nationale des Commissaires aux comptes (CNCC)*

**Olivier SCHWAB**, *Société française des analystes financiers (SFAF)*

1

## Sommaire

- Partie 1 : différence entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres ? ..... 3
- Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ? ..... 7
- Partie 3 : quelle structure d'endettement pour les paramètres financiers de l'évaluation ? ..... 27
- Partie 4 : conclusion ..... 40

**CNCC**  
COMPAGNIE  
NATIONALE DES  
COMMISSAIRES AUX  
COMPTES

JOURNÉE DE L'ÉVALUATION 2014 – Atelier 5

2

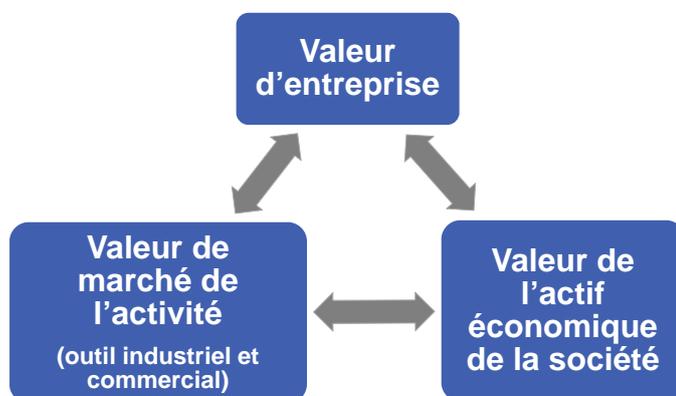


## Partie 1 : quelle est la différence entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres ?



## Quelle est la différence entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres ?

A quoi correspond la valeur d'une société ?



## Quelle est la différence entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres ?

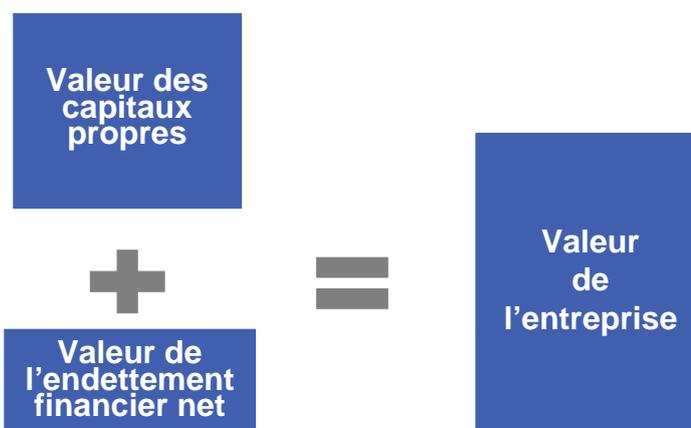
A quoi correspond la différence entre valeur d'entreprise et valeur des capitaux propres ?

- Pour passer de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des capitaux propres représentative de la valeur des titres d'une société, il faut tenir compte de la structure financière et donc de la situation d'endettement de la société :



## Quelle est la différence entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres ?

En résumé



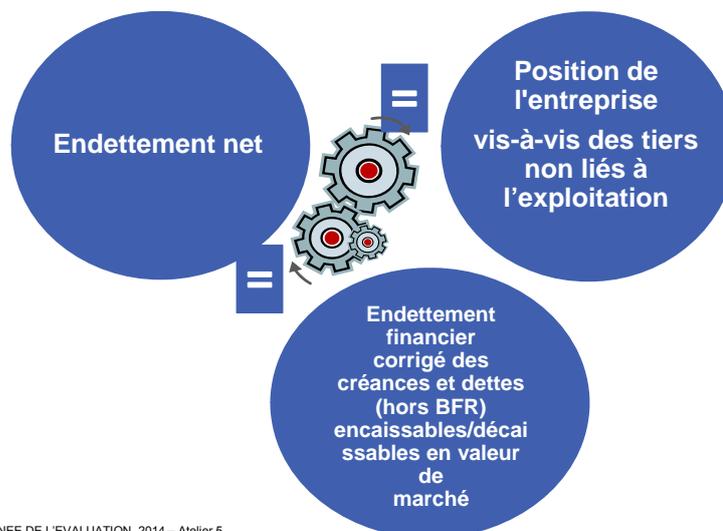


## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?



## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

Quelle différence entre endettement financier et endettement net ?



## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

Est-ce que l'endettement net est déterminé de la même manière quelle que soit la méthode d'évaluation ?

### Approches intrinsèques (Discounted cash Flow – DCF)

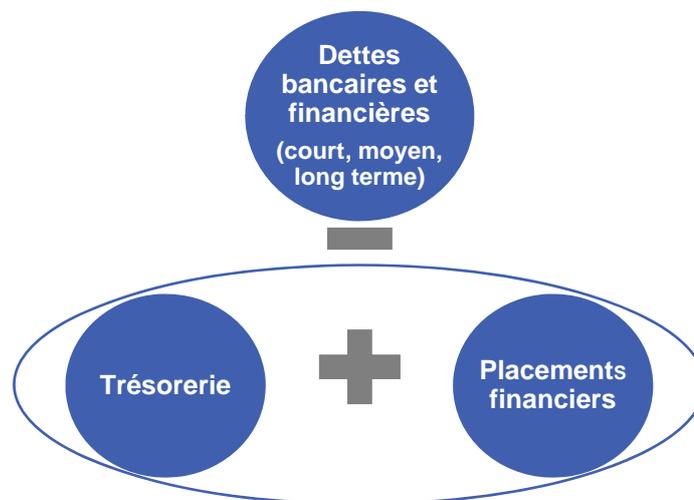
- ↳ Dans les approches intrinsèques, l'endettement net est déterminé de façon autonome, par agrégation de façon analytique de ses composantes

### Approches analogiques (comparaison avec les transactions et/ou les multiples observés sur les sociétés cotées)

- ↳ Dans ces approches d'évaluations, l'endettement net est déterminé en considérant une approche homogène avec celle retenue pour déterminer l'endettement net des entités de l'échantillon de référence

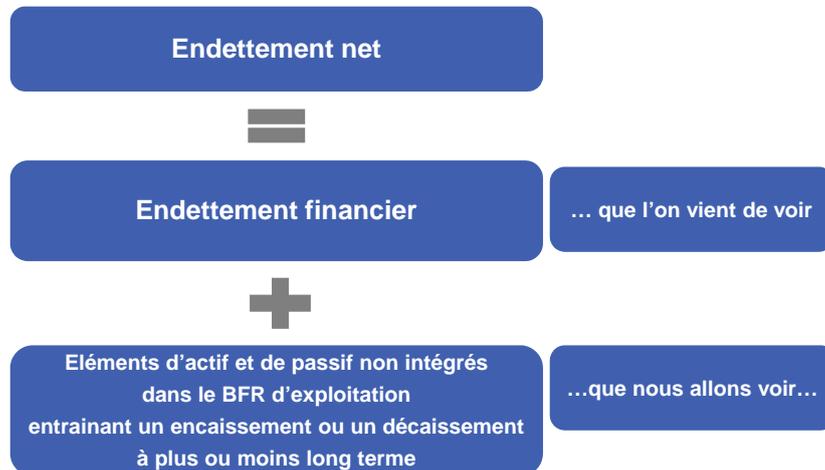
## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

Qu'est-ce que l'endettement financier ?



## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

Quels retraitements pour passer de l'endettement financier à l'endettement net ?



## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

Quels retraitements pour passer de l'endettement financier à l'endettement net ?

### Actifs

#### Immobilisations incorporelles et corporelles

- Deux options pour les immeubles de rapport ou les actifs négociables sur un marché actif :
  - Élément de la trésorerie : se positionner dans une perspective de cession immédiate par référence à une valeur de marché nette de droits, frais et impôts. Exclure les revenus nets associés des données d'exploitation utilisées (ou intégrer un loyer à payer) suite à la vente si le bien est utile à l'exploitation (données historiques ou prévisionnelles)
  - Attention aux impôts différés passifs éventuellement comptabilisés en regard de la valeur des actifs dans les comptes consolidés
  - Considérer leur maintien dans le patrimoine **sans correction de leur effet sur l'exploitation et la rentabilité (données historiques ou prévisionnelles)**

## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

Quels retraitements pour passer de l'endettement financier à l'endettement net ?

### Actifs

#### Immobilisations financières

- Créances à long terme :
  - Déterminer la valeur actuelle des prêts à long terme  
*(impôts existant sur le différentiel ?)*
  - Dépôts de garantie généralement pris en compte pour leur valeur nominale

## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

Quels retraitements pour passer de l'endettement financier à l'endettement net ?

### Actifs

#### Immobilisations financières (suite)

- Titres mis en équivalence :
  - Procéder à une évaluation autonome des participations en retraitant ensuite les données utilisées afin d'éviter de conserver le résultat des sociétés mises en équivalence dans les résultats d'exploitation
  - Tenir compte de l'effet impôt en cas de cession

## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

Quels retraitements pour passer de l'endettement financier à l'endettement net ?

### Actifs

#### Immobilisations financières (suite)

- Actifs disponibles à la vente (AFS) :
  - Procéder à une évaluation des titres en valeur de marché
  - Tenir compte de l'effet impôt en cas de cession

## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

Quels retraitements pour passer de l'endettement financier à l'endettement net ?

### Actifs

#### Actifs hors exploitation

- Procéder à une évaluation en valeur de marché
- Tenir compte de l'effet impôt en cas de cession
- Exclure les revenus nets des résultats prévisionnels

## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

### Quels retraitements pour passer de l'endettement financier à l'endettement net ?

#### Actifs

##### Comptes courants intragroupe

- Ne sont-ils pas à exclure en cas d'évaluation du prêteur et de l'emprunteur ensemble ? (attention à la présence de minoritaires dans l'une ou l'autre des entités)
- Comptes courants à apprécier en fonction de la valeur actuelle de recouvrement :
  - Échéancier de remboursement à définir
  - Modalités de rémunération à prendre en compte

## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

### Quels retraitements pour passer de l'endettement financier à l'endettement net ?

#### Actifs

##### Créances diverses hors exploitation ou liées à une situation atypique du besoin en fonds de roulement

- Toutes les créances qui ne sont pas intégrées dans le BFR peuvent être intégrées dans la trésorerie
- Exemples : créances sur cession d'actifs, crédits d'impôt, situations atypiques de BFR.....

## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

### Quels retraitements pour passer de l'endettement financier à l'endettement net ?

#### Actifs

##### Actifs de couverture

- À apprécier par référence à leur valeur de marché
- En général retenus pour leur valeur telle qu'elle ressort des comptes établis selon les normes IFRS (identification plus délicate dans les entités sans comptes consolidés pour lesquelles la référence aux engagements hors bilan est nécessaire)

## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

### Quels retraitements pour passer de l'endettement financier à l'endettement net ?

#### Actifs

##### Actifs d'impôts différés (IDA)

- Difficultés à définir un taux d'impôt dans un environnement instable y compris sur le maintien dans le temps des crédits d'impôts
- Identifier les éléments non au BFR qui doivent être inscrits en regard des éléments de passifs repris dans la détermination de l'endettement net (exemple : IDA associés aux provisions considérées comme décaissables)
- Déterminer les IDA attachés à des reports déficitaires dont l'utilisation est prévue à l'horizon des prévisions (en valeur actualisée) et considérer un impôt dans le plan prévisionnel pour l'évaluation intrinsèque. Difficultés rencontrées pour l'appréciation de la situation au moment de la détermination de la valeur résiduelle
- Point d'attention : traitement de l'effet impôt en fin de période de plan prévisionnel lorsque les investissements réalisés sur la période ne convergent pas avec les dotations aux amortissements pratiquées

## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

### Quels retraitements pour passer de l'endettement financier à l'endettement net ?

#### Passifs

- ↳ Emprunts obligataires convertibles (soit dette, soit effet dilutif)
- ↳ Selon leurs caractéristiques, les obligations peuvent être considérées comme un instrument de fonds propres ou un instrument de dette.
  - En cas d'instrument de fonds propres (critères sont le caractère obligatoire du remboursement en actions tel que OCA à l'initiative du porteur), il convient de tenir compte de l'effet dilutif de l'instrument comme s'il était converti
  - En cas d'instrument de dette (décision de l'émetteur de rembourser en cash), la valeur doit être prise en fonction du montant estimé du remboursement, ce qui est souvent établi dans les Offres Publiques lorsque la dette est rachetée à un prix d'offre
  - Ces évaluations ne sont pas nécessairement conformes aux valeurs d'inventaire résultant de l'application des règles IFRS et il faut y être très attentif, l'AMF demandant généralement une explication sur le passage de l'une à l'autre des valeurs

## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

### Quels retraitements pour passer de l'endettement financier à l'endettement net ?

#### Passifs

- ↳ Comptes courants (hors intragroupe)

Les comptes courants doivent être évalués en valeur actuelle en fonction de leur taux d'intérêt et surtout de leur échéance de remboursement, et plus généralement de leurs caractéristiques
- ↳ Intérêts minoritaires

Les intérêts minoritaires doivent être estimés en évaluant chaque situation au regard :

  - Des engagements contractuels (pactes) fixant une obligation de rachat en cas de changement de contrôle et une règle de valorisation le cas échéant, et l'appliquer
  - De la quote-part de valeur en consolidation et dans les évaluations des actifs concernés

## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

### Quels retraitements pour passer de l'endettement financier à l'endettement net ?

#### Passifs

- Dettes diverses (exploitation ou hors exploitation) et dettes sur acquisition des immobilisations

Ces dettes doivent faire l'objet de l'évaluation en fonction de chaque situation :

- Dette de BFR « anormale » ; ce peut être un moratoire URSSAF, qui a alors un caractère « financier »
- Dette sur acquisition d'immobilisation à sa valeur comptable

- Engagements de couverture

- À valoriser à leur valeur de marché
- En général idem IFRS mais il faut revisiter les critères d'analyse dans le contexte et mettre à jour à la date de l'évaluation

## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

### Quels retraitements pour passer de l'endettement financier à l'endettement net ?

#### Passifs

- Provisions pour risques et charges décaissables

Les provisions pour risques et charges sont à inventorier afin

- d'évaluer leur caractère décaissable
- d'éviter toute redondance avec les décaissements pris en compte dans les flux de trésorerie

Les provisions pour IDR sont en principe à prendre pour leur valeur actuarielle en dette

- Engagements hors bilan constituant une dette

Les engagements hors bilan doivent être inventoriés et examinés pour évaluer ceux qui ont une chance de décaissement significative, justifiant de les intégrer en dette, sans redondance avec les éléments pris en compte dans les flux de trésorerie

## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

### Retraitements : sur base de valeur comptable ou de valeur financière ?

On a vu, sur chaque, cas l'approche à suivre :

↳ Dans le cadre des retraitements, la valeur comptable peut être retenue sauf pour :

- créances et dettes à échéance longue
- participations et placements

*En cas de valeur de marché différente de la valeur comptable :*

#### **effet impôt associé à intégrer**

- Par ailleurs, il faut être attentif à l'absence de redondance, notamment avec les créances et dettes dont l'encaissement ou le paiement sont pris en compte dans le plan prévisionnel

## Partie 2 : comment déterminer l'endettement net ?

### L'endettement net est-il déterminé de la même façon quelle que soit la méthode d'évaluation retenue ?

↳ Endettement net, généralement déterminé de la même façon pour toutes les approches d'évaluation utilisées

↳ Toutefois, points d'attention selon les méthodes d'évaluation :

- approches intrinsèques : vérifier l'absence de doublon entre dette initiale et flux de trésorerie et l'homogénéité avec la dette pour calcul du WACC
- approches analogiques : normalement pas de divergence d'approche entre dette retenue pour déterminer les multiples (xEBIT/EBITDA) et celle privilégiée pour l'entité évaluée. S'assurer de la prise en compte des éléments prévisionnels qui ne peuvent être intégrés dans les multiples car spécifiques à l'entité évaluée

↳ La position de l'évaluateur est à exposer dans son rapport



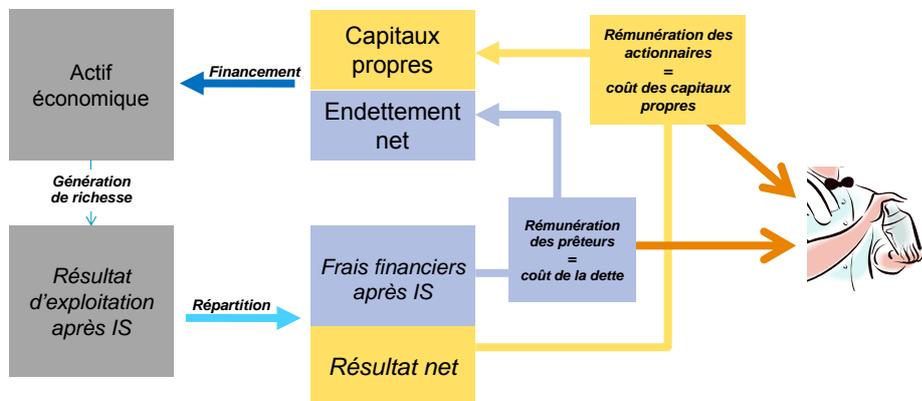
## Partie 3 : quelle structure d'endettement pour les paramètres financiers de l'évaluation ?



## Partie 3 : quelle structure d'endettement pour les paramètres financiers de l'évaluation ?

Comment apprécier la structure financière en évaluation ?

Structure d'endettement via taux d'actualisation (DCF)



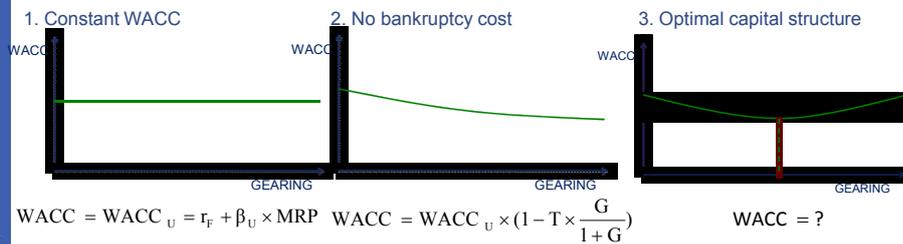
## Partie 3 : quelle structure d'endettement pour les paramètres financiers de l'évaluation ?

**WACC = Taux de rentabilité minimal exigé par les pourvoyeurs de fonds**

- Indépendant de la structure financière de l'entreprise selon la théorie des marchés en équilibre (M&M)
  - Pas de structure financière (levier) optimale

**Mais débat !**

- Peut-il exister une structure financière optimale maximisant la valeur de l'actif économique si on utilise l'endettement ayant un effet de levier ?
  - Diverses théories s'affichent !



## Partie 3 : quelle structure d'endettement pour les paramètres financiers de l'évaluation ?

**WACC direct ou intégration de la structure de dette ?**

**Effet Fiscal = Impact de la loi de finance 2013**

- Limitation de la déductibilité des charges financières
  - Si les charges financières nettes > 3M€ : déduction limitée (85% pour les exercices 2012 et 2013 puis 75% à partir du 1er janvier 2014)



**Le pourcentage de déductibilité s'applique sur l'ensemble des charges financières nettes dès le premier euro lorsque le seuil de 3M€ de charges financières nettes est franchi**

## Partie 3 : quelle structure d'endettement pour les paramètres financiers de l'évaluation ?

### Qu'est-ce que l'effet de levier ?

- Différence entre la rentabilité des capitaux propres et la rentabilité économique
- Proportionnel au bras de levier

$$\left( \text{Rentabilité économique} - \text{Coût net de l'endettement} \right) \times \frac{\text{Endettement net}}{\text{Capitaux propres}}$$



Différentiel de levier

Bras de levier  
« Gearing Leverage »

## Partie 3 : quelle structure d'endettement pour les paramètres financiers de l'évaluation ?

### Comment prend-on en compte le levier dans le taux d'actualisation ?

- Prise en compte à travers la pondération « capitaux propres/dettes » dans le calcul du WACC :

$$WACC = Kd \times (1 - IS) \times \frac{D}{D + CP} + Ke \times \frac{CP}{D + CP}$$

Kd = Coût de la dette  
Ke = Coût des Fonds Propres  
D = Valeur de marché de la dette  
CP = Valeur de marché des Fonds Propres

$$Ke = rf + \beta (rm - rf) + Prime$$

rf = taux sans risque  
rm-rf = prime de risque de marché  
 $\beta$  = Bêta de l'entreprise  
Prime = prime liée au pays ou à la liquidité (éventuellement)



## Partie 3 : quelle structure d'endettement pour les paramètres financiers de l'évaluation ?

### Doit-on prendre en compte la structure d'endettement actuelle ou la structure cible ?

Raisonner sur des valeurs financières de marché ou sur des structures cibles

- » Pondération réelle issue des agrégats de la société à évaluer ?
  - Quelles difficultés ?
  - Quels pièges ?
- » Attention au comportement du levier sur l'horizon du plan



## Partie 3 : quelle structure d'endettement pour les paramètres financiers de l'évaluation ?

### Comment déterminer un niveau d'endettement cible (1/2) ?

- » Pondération évolutive sur l'horizon du plan ?
  - Pratique du WACC annualisé peu fréquente
  - Quel levier pour la valeur terminale ?
  - Fiabilité des prévisions ?

## Partie 3 : quelle structure d'endettement pour les paramètres financiers de l'évaluation ?

### Comment déterminer un niveau d'endettement cible (2/2) ?

#### ↳ Pondération cible issue d'un échantillon de comparables

- **Difficultés**
  - Assurer la comparabilité de l'échantillon
  - Date de calcul
  - Cohérence avec le mode de détermination des capitaux propres
  - Méthode non prospective

## Partie 3 : quelle structure d'endettement pour les paramètres financiers de l'évaluation ?

#### ↳ Le coût du capital $K_e$ est basé sur la formule suivante:

$$K_e = R_f + \beta^*(R_m - R_f)$$

#### ↳ Ainsi, le **Beta**, qui représente l'impact des variations du marché sur les actions de l'entreprise considérée, influence le coût du capital.

#### ↳ Or, son calcul dépend de la structure financière de l'entreprise, du montant de la dette et de son **risque**. Il reste à savoir si le **risque** de cette dette est **influé par le marché**.

#### ↳ La relation d'Hamada nous donne une formule simplifiée du Beta endetté d'une entreprise, basée sur un **endettement constant** et un **Beta de la dette nul** (pas d'influence du marché sur la dette) :

$$\beta_{\text{endetté}} = \beta_{\text{désendetté}} * (1 + D/E * (1 - IS))$$

#### ↳ Cependant, si le **Beta de la dette est non-nul** la relation devient :

$$\beta_{\text{endetté}} = \beta_{\text{désendetté}} + (\beta_{\text{désendetté}} - \beta_{\text{dette}}) * D/E * (1 - IS)$$

Doit-on considérer un WACC avec un Beta endetté de l'entreprise basé sur un Beta de la dette non-nul ou pas ?

## Partie 3 : quelle structure d'endettement pour les paramètres financiers de l'évaluation ?

### Quel est le coût de la dette et comment la déterminer ?

- Ne peut être le « coût comptable » mesuré à partir du passé mais le coût possible à la date de l'évaluation
- Taux d'intérêt auquel l'entreprise pourrait refinancer son endettement à ce jour
- Comment faire en pratique pour une PME ?

## Partie 3 : quelle structure d'endettement pour les paramètres financiers de l'évaluation ?

### Quel est le coût de la dette et comment la déterminer ?

Illustration de la détermination d'un coût de la dette auquel l'entreprise pourrait refinancer son endettement

Inputs		Output	
EBIT	50	Interest coverage ratio	6
Interest expenses	8	Estimated Bond Rating	A+
Long-term government bond rate	1,93%	Estimated Default Spread	0,85%
		Estimated Cost of Debt	2,78%

If interest coverage ratio is		Rating is	Spread is
>	≤ to		
-100000	0,199999	D	12,00%
0,2	0,649999	C	10,50%
0,65	0,799999	CC	9,50%
0,8	1,249999	CCC	8,75%
1,25	1,499999	B-	7,25%
1,5	1,749999	B	6,50%
1,75	1,999999	B+	5,50%
2	2,249999	BB	4,00%
2,25	2,499999	BB+	3,00%
2,5	2,999999	BBB	2,00%
3	4,249999	A-	1,30%
4,25	5,499999	A	1,00%
5,5	6,499999	A+	0,85%
6,5	8,499999	AA	0,70%
8,50	100000	AAA	0,40%

Source : Aswath Damodaran / S&P bond ratings classes

## Partie 3 : quelle structure d'endettement pour les paramètres financiers de l'évaluation ?

### Peut-on déterminer le WACC directement hors structure d'endettement ?

#### › Détermination selon des approches « académiques » du WACC :

- Méthode indirecte
- Méthode directe
- Via la valeur de l'actif économique

#### › Valeur actuelle nette ajustée

›  
Conclusion

Vos questions ?