

Introduction

I. Principes de GW

1. Notion du GW

2. Calcul du GW

2.1 Rente annuelle de GW

2.2 Actualisation de la rente de GW

2.3 Exemple

II. La mise en œuvre de la méthode

1. Evaluation de l'actif économique

1.1 L'ANCC

1.2 La VSB

1.3 Les CPNE

1.4 Exemple

2. Les méthodes directes ou des "anglo-saxons"

3. Les méthodes indirectes ou méthodes des praticiens

4. Comparaison entre les différentes méthodes

Conclusion

Introduction

L'évaluation des entreprises présente un grand intérêt pour l'activité économique et le fonctionnement du marché financier. De ce fait, la valeur de l'entreprise peut être dégagée selon différentes méthodes basées aussi bien sur le passé, faisant essentiellement références aux données comptables ainsi que sur des approches axées sur le devenir de l'entreprise, considérant que la valeur d'une action est avant tout liée à sa rentabilité future, c'est-à-dire aux dividendes. Il existe enfin des méthodes mixtes qui combinent à la fois les notions de valeur patrimoniale et de valeur de rentabilité.

Ces méthodes sont dites combinées du fait qu'elles font appel à la fois aux méthodes statiques d'évaluation d'entreprise (**approche patrimoniale**) et aux approches dynamiques (**basées sur le rendement**). La valeur de l'entreprise s'écrit donc :

$$\text{VE} = \text{valeur patrimoniale} + \text{valeur dynamique.}$$

Selon ces approches, la valeur patrimoniale constitue une valeur de base de l'entreprise qui peut en outre bénéficier d'une rente économique (la valeur dynamique) donnée par le calcul du **Goodwill** (GW). Dans le cas d'un manque à gagner on détermine le **Bidwill**¹.

Toute l'incertitude provient de la difficulté d'évaluer les actifs immatériels non comptabilisés et qui mesurent l'aptitude que possède l'entreprise à générer plus ou moins des bénéfices dans un cadre d'exploitation donné.

Pour calculer ainsi la valeur de l'entreprise, **le Goodwill fait intervenir trois notions** :

¹ Mondher CHERIF ; « Ingénierie financière et Private Equity » ; Revue Banque Edition 2003.

- L'actif net comptable corrigé (ANCC)
- Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)
- La valeur substantielle brute (VSB)

Ces approches, dites « mixtes » parce qu'elles combinent les approches précédentes de valorisation de l'entreprise, cherchent à éviter les reproches faits à ces deux dernières. Les méthodes de goodwill tiennent compte en effet de la valeur patrimoniale et de la rentabilité de l'entreprise.

Tout en s'appuyant sur la méthode de l'Actif Net Corrigé, les méthodes du Goodwill tentent de combler ses défaillances en matière d'exclusion de la rentabilité actuelle et future et l'omission de la valorisation des éléments incorporels de l'entreprise (clientèle, savoir-faire etc....).

Les méthodes développées à partir de l'évaluation patrimoniale de l'entreprise considèrent en générale que la valeur de l'entreprise est la somme d'une valeur patrimoniale (représentée le plus souvent par l'actif net comptable corrigé) et d'une survalueur encore appelée Goodwill représentant la valorisation des éléments incorporels propres à l'entreprise précédemment cités.

I. Principes de goodwill

1. Notion de GW

L'évaluation par le Goodwill a pour principe de concilier deux méthodes d'évaluation: l'évaluation par l'actif net et l'évaluation par la rentabilité.

En effet, l'intérêt de cette technique est qu'elle inclut l'évaluation d'éléments incorporels impossibles, par définition, à évaluer par une méthode patrimoniale.

Le Goodwill n'est que la valeur actualisée des superbénéfices futurs. On peut donc actualiser ce Goodwill de deux façons, selon que le superbénéfice est considéré comme infini ou à durée limitée.

De manière générale, on peut écrire que la valeur de l'entreprise est égale à l'actif net auquel on ajoute un complément appelé Goodwill.

$$V = AN + GW$$

$$GW = V - AN$$

De nombreuses méthodes se sont développées à partir de ce principe général.

Le Goodwill étant défini simplement comme un supplément de résultat par rapport à la rentabilité théorique de l'actif engagé, il convient de procéder en plusieurs étapes successives:

Déterminer l'actif engagé :

Plusieurs concepts peuvent être utilisés, tels que l'actif net corrigé, la valeur substantielle ou les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation.

Déterminer la rentabilité théorique :

Comme vu précédemment, elle est égale au bénéfice nécessaire pour procurer une rémunération « normale » par rapport aux capitaux engagés. Le taux retenu

correspond soit à celui négocié pour un placement long non risqué au même moment, soit à la rentabilité théorique obtenue avec les actifs engagés, en s'appuyant sur les données d'entreprises comparables.

Déterminer le superbénéfice ou la rente de Goodwill

Ce qu'on va traiter dans la section suivante

2. Calcul du GW

2.1 Rente annuelle de goodwill

Pour réaliser son activité, l'entreprise dispose d'un actif d'exploitation ou actif économique. C'est cet actif économique qui génère le résultat d'exploitation RE. Ce résultat, net d'impôt, offre une rentabilité R_E .

$R_E =$ RE net d'impôt par rapport à l'actif économique.

Par ailleurs, les détenteurs de capitaux susceptibles d'investir dans cette entreprise exigent, compte tenu de risque qu'elle présente, une rentabilité R_E , donc un résultat d'exploitation net d'impôt de : actif économique * R_E' .

Ce résultat, exigé par les investisseurs, est appelé « capacité bénéficiaire normale ».

Par définition, la rente de goodwill est la différence entre le résultat généré par l'entreprise et le résultat exigé par les investisseurs.

$$\text{Rente de goodwill} = \text{actif économique} (R_E - R_E')$$

Si R_E inférieur au R_E' : le goodwill est négatif ; on parle alors de Badwill.

Les éléments du calcul sont prévisionnels. Le résultat d'exploitation RE est calculé :

- Après retraitement du crédit-bail,
- Net d'impôt

La rente de Goodwill correspond simplement à la différence entre le résultat réel retraité et la rentabilité théorique.

Pour une année donnée n, désignons par :

- B_n le bénéfice prévu,
- A_nl'actif nécessaire à l'exploitation
- r le taux de rentabilité exigé de l'actif

La rente de goodwill (R_n) de l'année n est égal à :

$$R_n = B_n - (r * A_n)$$

Avec

$$r = RE/Actif$$

$$R_n = B_n - RE/Actif * A_n$$

2.2 Actualisation de la rente de GW

Le goodwill (GW) est égal à la valeur actualisée des rentes annuelles prévues dans l'avenir.

Désignons par i le taux d'actualisation des rentes de goodwill.

L'actualisation peut porter :

- Soit sur les rentes de goodwill prévisionnelles d'un nombre **limité** d'années : en pratique, ce nombre est de cinq ans car au-delà de cinq ans la prévision de la rente est trop incertaine :

$$GW = R_1 (1+i)^{-1} + R_2 (1+i)^{-2} + R_3 (1+i)^{-3} + R_4 (1+i)^{-4} + R_5 (1+i)^{-5}$$

- Soit sur une suite **infinie** de rentes supposés constants; le goodwill est ainsi obtenu en “actualisant” la rente annuelle :

$$GW = \frac{R}{i}$$

2.3 Exemple

On dispose des informations suivantes au sujet de société X

- résultat d’exploitation prévisionnel avant impôt 20 000.00dhs
- L’actif économique a été évalué à 120 000.00dhs
- Taux de rentabilité exigé par les investisseurs pour un niveau de risque équivalent à celui de la société de 10% (après impôt)
- Durée retenue pour l’actualisation 5 ans.
- Taux d’actualisation est de 10% (après impôt)
- Taux de l’IS est de 30%.

Déterminer le goodwill dans l’hypothèse d’infinité de la durée et avec durée infinie ?

Solution :

1 . Calcul du superbénéfice

- Résultat d’exploitation net d’impôt $2000 - (2000 * 0.3) = 14\ 000$
- Capacité bénéficiaire normale $120\ 000 * 10\% = 12\ 000$
- Super bénéfice $= 2\ 000$

2. Détermination du goodwill à l’horizon t+5

$$2\ 000 \frac{(1 - 1.10)^{-5}}{0,1} = 7\ 581.57$$

3. Détermination du goodwill dans le cas d’infinité des rentes

$$2000/0,1 = 20000$$

II. La mise en œuvre de la méthode

1. Evaluation de l'actif économique

1.1 L'ANCC

Tel qu'il a été défini auparavant dans l'exposé précédent.

1.2 La Valeur Substantielle Brute

La valeur substantielle encore appelée valeur fonctionnelle est un concept introduit en 1960 par les experts allemands et repris ensuite par l'Union Européenne des Experts Comptables.

Cette valeur repose sur l'idée que le bénéfice de la société provient de l'ensemble des moyens mis à la disposition de l'entreprise, quelle qu'en soit l'origine. Le concept de la VSB vise à obtenir une valeur de l'entreprise abstraction faite des modalités de financement. Elle comprend donc la valeur de certains biens qui ne sont pas inscrits à l'actif du bilan.

Pour calculer la VSB, il convient donc d'ajouter à l'actif la valeur des biens nécessaires à l'exploitation dont l'entreprise n'est pas propriétaire (location, crédit-bail...).

Enfin, la VSB sert à évaluer l'ensemble des biens utilisés pour les besoins de l'exploitation, tous les éléments hors exploitation en sont donc exclus.

La VSB est donc égale à l'actif du bilan, corrigé en vue d'exprimer la véritable valeur de l'actif économique.

Les corrections à effectuer sont :

La réévaluation des actifs réels : il s'agit de la prise en compte des plus ou moins-values latentes.

Les ajouts ou compléments :

- **les biens dont l'entreprise n'est pas propriétaire**, c'est à dire les biens loués ou prêtés à l'entreprise ou utilisés par celle-ci dans le cadre d'un crédit-bail ;
- **les effets escomptés non échus**, ceci en vue de rendre l'évaluation de la VSB indépendante du mode de financement de l'entreprise.

- les dépenses Les réductions :

- **actif hors exploitation ;**
- **actif fictif.**

La valeur substantielle brute

$$\begin{aligned}
 &= \\
 &\quad \text{Actif réel corrigé} \\
 &\quad + \\
 &\text{Biens exploités par l'entreprise (leasing, location, prêts)} \\
 &\quad + \\
 &\text{Dépenses de la remise en état des équipements vétustes} \\
 &\quad - \\
 &\quad \text{Actif hors exploitation}
 \end{aligned}$$

1.2 Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)

a) Définition

La notion de capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE) représente la masse de capitaux permanents nécessaires pour financer les investissements et le besoin en fonds de roulement afin que l'entreprise soit en situation d'équilibre financier.

Cette méthode permet de mettre en évidence le coût minimum de reconstitution du patrimoine d'exploitation de l'entreprise partant d'éléments financiers inexistant.

b) Méthodes de Calcul des CPNE

Méthode classique

CAPITAUX PERMANENTS NECESSAIRES A L'EXPLOITATION (CPNE)

$$\begin{aligned}
 &= \\
 &\quad \text{Immobilisations nettes d'exploitation} \\
 &\quad + \\
 &\quad \text{Biens exploités par l'entreprise (leasing, locations, prêts)} \\
 &\quad + \\
 &\quad \text{Dépenses de remise en l'état des équipements vétustes} \\
 &\quad + \\
 &\quad \text{Besoin en fonds de roulement d'exploitation}
 \end{aligned}$$

Avec

$$\begin{aligned}
 &\text{Immobilisations nettes d'exploitation} \\
 &= \\
 &\quad \text{Actif Immobilisé (net)} \\
 &\quad - \\
 &\quad \text{Immobilisations hors exploitation}
 \end{aligned}$$

Avec

$$\begin{aligned}
 & \textbf{Actif Immobilisé net} \\
 & \quad = \\
 & \textbf{Immobilisations nettes (valeurs réelles)} \\
 & \quad - \\
 & \textbf{Immobilisation en Non valeurs} \\
 & \quad - \\
 & \textbf{Ecart de Conversion Actif}
 \end{aligned}$$

Méthode utilisant la VSB

Ces capitaux peuvent être calculés autrement en se basant sur la valeur substantielle brute en utilisant la formule suivante :

$$\begin{aligned}
 & \textbf{CAPITAUX PERMANENTS NECESSAIRES A L'EXPLOITATION} \\
 & \quad \textbf{(CPNE)} \\
 & \quad = \\
 & \quad \textbf{VSB} \\
 & \quad - \\
 & \quad \textbf{Dettes à court terme} \\
 & \quad - \\
 & \quad \textbf{Effets escomptés non échus}
 \end{aligned}$$

Les CPNE sont donc composés d'une partie de capitaux propres et d'une partie de capitaux d'emprunt ; cette répartition doit être prise en compte pour calculer leur taux de rémunération moyen en vue de l'estimation du Goodwill.

En calculant l'actif économique moyennant les CPNE, on est obligé de passer par un certain nombre de retraitements qui pourront nous clarifier à propos de la situation financière de l'entreprise il s'agit précisément de ce qui suit :

- **Elimination des produits et charges liés aux biens hors exploitation qui ne figurent pas dans les CPNE**, du fait que leur valeur ajoutée ne concerne pas l'exploitation qu'on veut évaluer.

- **Les intérêts des dettes financières doivent être réintégrés dans le bénéfice**. Les dettes financières sont en effet, ici, assimilées à des capitaux propres et en conséquence, il est fait abstraction des charges correspondantes.

- **Substituer aux redevances de crédit-bail l'amortissement calculé sur la valeur d'utilité du bien**.

1.4 Exemple

Soit une entreprise dont le bilan se présente comme suit :

Bilan comptable en KMAD

Actif immobilisé	28 840 ²	Actif net comptable	31 820
Stocks	15 800 ³	Passif exigible	23 120
Créances de l'actif circulant	10 000 ⁴		
Trésorerie-actif	300		
	54 940		54 940

² Valeur réelle 36 600

³ Valeur réelle 15 200

⁴ Valeur réelle 9 980

Informations complémentaires :

- Dépenses de remises en état de certains actifs immobilisés : 500
- Valeur de remplacement d'un matériel prêté par un fournisseur dans l'attente de la livraison d'une commande 260
- Les immobilisations hors exploitation ressortent à 720 (valeur bilan) et 1460 (valeur de marché)
- Le niveau de chiffre d'affaires prévisionnel est de 60 000 KMAD hors taxes. le besoin en fond de roulement est égal à 60 jours de chiffre d'affaires hors taxes.

TAF

- a) Déterminer la valeur substantielle brute VSB
- b) Déterminer les capitaux propres nécessaires à l'exploitation CPNE

SolutionsCalcul de la valeur substantielle brute :

Actif comptable réel	62 080 ⁵
Dépense de remise en état	+500
Matériel prêté exploité	+260
Actif hors exploitation	-1460
Valeur substantielle brute	61 380

Calcul des capitaux propres nécessaires à l'exploitation :

Actif immobilisé	36 600
Dépense de remise en état	+500
Matériel prêté exploité	+260
Immobilisations hors exploitation	-1460
Besoin en fond de roulement ⁶	+10 000
Capitaux propres nécessaires à l'exploitation	45900

⁵ 36 600+15 200+9 980+300

⁶ 60 000*60j/360j

2. Les méthodes des ‘praticiens’ ou méthodes ‘indirectes’

La méthode d'évaluation de synthèse la plus simple est appelée la ‘méthode des praticiens’. La valeur de l'entreprise (VE) est définie comme la simple moyenne de la valeur patrimoniale (VA), c'est-à-dire l'actif net comptable corrigé (ANCC), et de sa valeur de rendement (VR) ; à savoir : le dernier bénéfice (B) connu divisé par le taux sans risque i ($VR = B/i$) :

$$VE = \frac{VR + ANCC}{2}$$

Avec

$$GW = VE - ANCC$$

Donc le goodwill est égal à la demi-différence entre la VR et l'ANCC :

$$GW = \frac{VR - ANCC}{2}$$

$$GW = \frac{\frac{B}{i} - ANCC}{2}$$

Si on mesure le goodwill (ou le badwill) par la différence entre la valeur de l'entreprise et la valeur patrimoniale, il est facile de vérifier que, dans ce cas, on obtient :

$$\text{Goodwill} = (VR - VA) / 2$$

En introduisant la définition de la valeur de productivité dans cette expression, on trouve :

$$\text{Goodwill} = \frac{1}{2} * \frac{\text{résultat courant} - (i * VA)}{i}$$

Cette décomposition permet de mieux comprendre la logique économique d'une méthode aussi rudimentaire que la méthode des praticiens. Le terme $(i * VA)$ représente le bénéfice qu'il eût été normal d'attendre vu l'objectif de taux d'intérêt (i) et vu l'importance des capitaux investis (VA). La différence ($\text{résultat courant} - (i * VA)$) mesure la part de résultat exceptionnelle. Si elle est positive, elle est le fruit de l'avantage compétitif dont dispose l'entreprise. Si elle est négative, elle traduit le poids de ses difficultés. Selon la méthode des praticiens, le goodwill est donc implicitement égal à la capitalisation d'un 'super profit' (s'il est positive), pondéré par un coefficient $1/2$.

Ainsi, la valeur de rentabilité et la valeur d'actif net comptable corrigé présentent le même poids.

Si cette approche est très simple, elle accuse cependant certaines faiblesses.

On peut, en effet, regretter une pondération égale entre l'actif net et le dernier bénéfice connu qui résulte de l'arbitraire. Ensuite, l'utilisation d'un taux sans risque est incompatible avec la réalité des marchés financiers et l'existence d'une prime de risque corollaire d'un résultat par définition aléatoire.

3. Les méthodes des Anglo-Saxons ou méthodes directes

Ce retraitement du goodwill ne repose bien évidemment sur aucun fondement théorique. C'est le fruit d'une approche totalement empirique du problème. Ainsi, ne faut-il pas s'étonner qu'elle ne satisfasse pas l'ensemble des praticiens. La méthode dite des "anglo-saxons" propose une autre réponse au même problème de l'évaluation du goodwill. Plutôt que de traiter le risque par une réfaction arbitraire de 50%, les tenants de cette méthode proposent de calculer le goodwill en proposant de calculer le goodwill en capitalisant le 'super profit' à un taux i' supérieur à i :

$$\text{Goodwill} = \frac{\text{résultat} - i \cdot VA}{i'}$$

La valeur de l'entreprise (VE), comme on a vu, est définie comme la somme de son ANCC et ce goodwill.

$$VE = ANCC + \text{Goodwill}$$

La méthode des 'Anglo-Saxons' n'est pas fondamentalement différente de celle des praticiens. Elle reste une moyenne pondérée de la valeur rendement. En effet, à partir de sa définition, il est facile de montrer que la valeur de l'entreprise est :

$$VE = ANCC \left(1 - \frac{i}{i'}\right) + VR \left(\frac{i}{i'}\right)$$

Si i' est le double de i , on retrouve le cas particulier de la méthode des praticiens.

4. Exemple de comparaison entre les deux méthodes

Soit une entreprise dont l'actif net corrigé ANC est de 500. Le bénéfice courant est de 100. Le taux d'intérêt du marché est de 10 %. On suppose que le taux $i' = 15\%$ correspond au taux requis sur les fonds propres.

Méthode des praticiens :

$$\text{La valeur de rentabilité VR} = \frac{\text{BNC}}{i'} = \frac{100}{0,15} = 666,7.$$

$$\text{La valeur des fonds propres est alors de } V_{cp} = \frac{(\text{VR} + \text{ANC})}{2} = \frac{(666,7 + 500)}{2} = 583,3$$

$$\text{Par conséquent, le Goodwill est égal à : } \text{GW} = V_{cp} - \text{ANC} = 583,3 - 500 = 83,3.$$

Méthode des Anglo-Saxons :

$$V_{cp} = \text{ANC} + \left[\frac{(\text{BNC} - i \cdot \text{ANC})}{i'} \right] = 500 + \left[\frac{(100 - 0,1 \times 500)}{0,15} \right] = 833.$$

Le Goodwill est égal à :

$$\text{GW} = V_{cp} - \text{ANC} = 833 - 500 = 333.$$

Conclusion générale

Le Goodwill est une méthode permettant de corriger les approximations et les lacunes d'évaluation données par l'approche patrimoniale et celle basée sur les flux. Cette méthode présente des avantages très intéressants.

Tout d'abord, cette méthode est la seule qui permet de tenir compte de la mise en œuvre des éléments incorporels et de leur utilité.

C'est un complément indispensable de la méthode patrimoniale, qui néglige totalement les éléments incorporels. De plus, cette méthode possède un mécanisme de « compensation des erreurs » qui peuvent intervenir lors de la réévaluation des actifs : une surévaluation des actifs diminuera le superprofit et donc le goodwill, tandis qu'une sous évaluation des actifs sera partiellement compensée par un accroissement du goodwill.

Le goodwill permet de traduire en termes d'évaluation les notions d'intensité du capital et de risque d'exploitation. Plus l'intensité en capital est forte, plus le goodwill est faible.

Inversement, les entreprises à faible intensité en capital possèdent un goodwill plus élevé puisque l'essentiel de leur rentabilité est générée par les éléments incorporels.

De même, les entreprises fortement dotées en capital sont soumises à de fortes charges fixes en raison des dotations aux amortissements, ce qui rend leur résultat très dépendant de leur chiffre d'affaires. De ce fait, ces sociétés présentent un risque plus élevé qui entraîne un goodwill plus faible que les entreprises à faible intensité en capital. Dans ce cadre, la méthode du goodwill permet la prise en compte du « risque d'exploitation ».

Toutefois, il faut souligner qu'aucune méthode ne fournit une évaluation exacte et indiscutable. Les méthodes mixtes présentent des limites dont la première tient au fondement même de la méthode qui utilise la notion de rente économique alors qu'en économie de marché, toute rente marginale attire de nouveaux concurrents annulant peu à peu l'avantage initial. La deuxième vient du fait que la durée et le taux d'actualisation sont des paramètres difficiles à déterminer objectivement. Si la

visibilité est faible, la durée d'actualisation doit être courte et le taux d'actualisation doit être proportionnellement élevé au risque encouru.

Enfin, La méthode ne tient pas compte de l'équilibre financier de l'entreprise. (Investissement, financement).

Malgré ces limites, la méthode du goodwill est très prisée par l'acquéreur de l'entreprise puisqu'elle est fondée sur deux notions essentielles : l'accumulation d'un superprofit et la rentabilité des capitaux investis.

Bibliographie

Ouvrages

Rachid BELKAHIA, Hassan Oudad, Finance d'entreprise, Tome 1, analyse et diagnostic financiers

Abdelaziz ENASRI, Ingénierie financière.

Jean BARREAU, Jacqueline DELAHAYA, Gestion financière, 12^{ème} édition

Michel LAVASSEUR, Finance, 2^{ème} édition

Mémoires

Radia OUFKIR, Analyse financière et méthodes d'évaluation des entreprises.