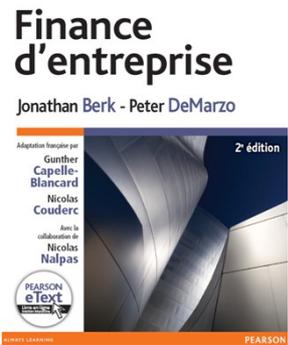


Finance d'entreprise - 2^{ème} édition Chapitre 19. L'évaluation d'une entreprise : un cas pratique



**Finance
d'entreprise**
Jonathan Berk - Peter DeMarzo
Adaptation française par
Gunther
Capelle-Blancard
Nicolas
Couderc
Avec la
collaboration de
Nicolas
Nalpas
PEARSON
eText
PEARSON

Chapitre 19

L'évaluation d'une entreprise : un cas pratique



J. Berk & P. DeMarzo-G. Capelle-Blancard, N. Couderc & N. Nalpas © 2011 Pearson Education France

Finance d'entreprise - 2^{ème} édition Chapitre 19. L'évaluation d'une entreprise : un cas pratique

Introduction

- Ce chapitre consiste en une mise en pratique des outils d'évaluation présentés dans les chapitres précédents
- L'entreprise Sport 3000, non cotée, opère dans le secteur de l'habillement. Son fondateur souhaite vendre ses parts à un fonds de *privateequity*, qui pense conserver ses actions 5 ans avant de revendre l'entreprise
- Jim Halaya, le fondateur de Sport 3000, demande 150 millions d'euros pour vendre ses parts, soit près du double de leur valeur comptable (78 millions).
- Le fonds de privateequity a-t-il intérêt à accepter la proposition de Jim Halaya? Pour répondre à cette question, il convient d'évaluer Sport 3000...

J. Berk & P. DeMarzo-G. Capelle-Blancard, N. Couderc & N. Nalpas © 2011 Pearson Education France

Plan

- 19.1. Une évaluation par la méthode des comparables
- 19.2. Les hypothèses du business plan
- 19.3. La construction du business plan
- 19.4. L'estimation du coût du capital du projet
- 19.5. La décision financière
- 19.6. L'analyse de sensibilité

TABLEAU 19.1

Compte de résultat et bilan de Sport 3000

		Année	N			Année	N
Compte de résultat* (en K€)				Bilan (en K€)			
1	Chiffre d'affaires		75 000	Actif			
2	- Coût des ventes (3 + 4)		-34 000	1	Total actif immobilisé		49 500
3	<i>Dont : Coût des matières premières</i>		-16 000	2	Stocks et en-cours		6 165
4	<i>Coût de la main-d'œuvre</i>		-18 000	3	Créances clients		18 493
5	- Coûts commerciaux		-11 250	4	Disponibilités		12 664
6	- Coûts administratifs		-13 500	5	Actif circulant (2 + 3 + 4)		37 322
7	= Excédent brut d'exploitation		16 250	6	Total Actif (1 + 5)		86 822
8	- Amortissements et provisions		-5 500	Passif			
9	= Résultat d'exploitation		10 750	1	Capitaux propres		77 668
10	- Résultat financier		-75	2	Dettes bancaires et financières		4 500
11	= Résultat courant		10 675	3	Dettes d'exploitation		4 654
12	- Impôt sur les sociétés		-3 736	4	Total Passif (1 + 2 + 3)		86 822
13	= Résultat net		6 939				

* Le compte de résultat est présenté par fonction, mais conserve dans un poste unique les amortissements et provisions, au lieu de les éclater entre coûts des ventes, coûts commerciaux et coûts administratifs selon la nature de l'actif amorti.

19.1. Une évaluation par la méthode des comparables

- Le plus simple pour obtenir une première estimation de la valeur de Sport 3000 est de trouver des entreprises comparables cotées en Bourse et de se fonder sur leurs résultats pour en déduire par analogie la valeur de Sport 3000 (chapitre 9).
- Exemple : avec une valeur de marché des capitaux propres estimée par Jim Halaya à 150 millions d'euros, le PER de l'entreprise serait de $150\,000 / 6\,939 = 21,6$. Un tel ratio est-il raisonnable ?

Une évaluation par la méthode des comparables

TABLEAU 19.2

Ratios financiers de Sport 3000 et de ses comparables

Ratio	Formule	Sport 3000 (au prix demandé)	Rudidas	Stop Sport	Heptathlon	Moyenne sectorielle
PER	Capitalisation boursière / Résultat net	21,6	24,8	28	18,2	20,3
Multiple du CA	Actif net / Chiffre d'affaires	2,0x	2,0x	2,7x	1,5x	1,4x
Multiple d'EBE	Actif net / EBE	9,1x	11,6x	14,4x	9,3x	11,4x
Marge d'EBE	EBE / Chiffre d'affaires	21,7 %	17,0 %	18,5 %	15,9 %	12,1 %

Une évaluation par la méthode des comparables

- Résultats de l'évaluation :
 - En termes de PER et de multiple de CA, le prix demandé pour Sport 3000 est inférieur à celui de Rudidaset de Stop Sport et supérieur à celui d'Heptathlon et de la moyenne du secteur.
 - En termes de multiple d'EBE, Sport 3000 est l'entreprise la moins chère du groupe : le multiple est seulement de 9,1, car Sport 3000 réalise des marges plus élevées que celles de ses concurrents ($EBE / CA = 16,25 / 75 = 21,7 \%$, contre 18,5 % max. pour ses concurrents)
- Le prix demandé par Jim Halaya semble raisonnable. Acheter les actions de Jim Halaya est-il pour autant une bonne idée ?
 - Rien ne permet de l'affirmer à ce stade, car la méthode des multiples ignore des aspects essentiels pour acheter une entreprise : efficacité productive, perspectives de croissance, etc.

Exemple 19.1. -Évaluation par les comparables

Quelle fourchette de prix obtient-on pour Sport 3000 à partir des multiples de ses concurrents (tableau 19.2) ?

19.2. Les hypothèses du business plan

- La méthode des comparables est utile, mais ne peut pas répondre à la question essentielle : l'achat de Sport 3000 est-il un investissement à VAN positive ?
- Pour y répondre, il faut analyser :
 - l'activité,
 - les investissements,
 - la structure financière
 - les opportunités de croissancede Sport 3000

La prévision de l'activité

- Le marché des vêtements sportifs devrait connaître une croissance annuelle de 5 %
- Le compte de résultat de Sport 3000 (tableau 19.1) permet de comprendre pourquoi la croissance passée de Sport 3000 a été inférieure à celle du marché : les dirigeants ont limité les coûts commerciaux, alors que les dépenses administratives sont élevées.
- Eurozée envisage donc de diminuer drastiquement les emplois administratifs au siège social pour embaucher à la place des commerciaux et des spécialistes du marketing sportif. Grâce à ce virage stratégique, la part de marché de Sport 3000 devrait passer de 10 à 15 % en cinq ans.

La prévision de l'activité

- Cette croissance anticipée des ventes nécessitera :
 - A court terme, une meilleure utilisation des capacités existantes de production. Ces solutions de court terme contribueront à l'augmentation des volumes produits de 50 % au maximum.
 - Au-delà, il faudra investir pour accroître les capacités de production de l'entreprise.

La prévision de l'activité

TABLEAU 19.3

Ventes et coûts d'exploitation de Sport 3000

		Année	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Ventes		Croissance (% par an)						
1	Marché des équipements sportifs (En milliers d'unités)	5,0 %	10 000	10 500	11 025	11 576	12 155	12 763
2	Part de marché de Sport 3000	1,0 %	10,0 %	11,0 %	12,0 %	13,0 %	14,0 %	15,0 %
3	Prix de vente moyen (€ / unité)	2,0 %	75,00	76,50	78,03	79,59	81,18	82,81
Coût des ventes								
4	Coût unitaire des matières premières (€ / unité)	1,0 %	16,00	16,16	16,32	16,48	16,65	16,82
5	Coût unitaire de la main-d'œuvre (€ / unité)	4,0 %	18,00	18,72	19,47	20,25	21,06	21,90
Autres coûts et impôts								
6	Coûts commerciaux (% des ventes)		15,0 %	16,5 %	18,0 %	19,5 %	20,0 %	20,0 %
7	Coûts administratifs (% des ventes)		18,0 %	15,0 %	15,0 %	14,0 %	13,0 %	13,0 %
8	Taux d'impôt sur les sociétés		35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %

Finance d'entreprise - 2^{ème} édition Chapitre 19. L'évaluation d'une entreprise : un cas pratique

Exemple 19.2. -Capacités de production de Sport 3000

À partir du tableau 19.3, quelles seront les ventes annuelles de Sport 3000 ? En quelle année faudra-t-il augmenter les capacités de production de Sport 3000 ?

J. Berk & P. DeMarzo-G. Capelle-Blancard, N. Couderc & N. Nalpas
© 2011 Pearson Education France

Finance d'entreprise - 2^{ème} édition Chapitre 19. L'évaluation d'une entreprise : un cas pratique

L'augmentation des capacités de production

- Les investissements seront stables jusqu'en $N + 2$ (utilisation plus efficace de l'outil productif existant). En revanche, en $N + 3$, il faudra accroître les capacités de production de l'usine, ce qui nécessitera un investissement important en $N + 3$ et $N + 4$ (exemple 19.2).

TABEAU 19.4 Actif immobilisé et investissements de Sport 3000 (en K€)

		Année	N	$N + 1$	$N + 2$	$N + 3$	$N + 4$	$N + 5$
1	Actif immobilisé net (début d'année)		50 000	49 500	49 050	48 645	61 781	69 102
2	+ Investissements		5 000	5 000	5 000	20 000	15 000	8 000
3	- Amortissements et provisions		-5 500	-5 450	-5 405	-6 865	-7 678	-7 710
4	= Actif immobilisé net (fin d'année)		49 500	49 050	48 645	61 781	69 102	69 392

J. Berk & P. DeMarzo-G. Capelle-Blancard, N. Couderc & N. Nalpas
© 2011 Pearson Education France

L'amélioration du besoin en fonds de roulement

- Sport 3000 tente actuellement de compenser une politique commerciale désastreuse par un allongement des délais de ses créances clients, espérant ainsi conserver ses principaux clients.

- Ainsi, le délai de rotation des créances clients est égal à :

$$\begin{aligned} \text{Délai de rotation des créances clients} &= \frac{\text{Créances clients} \times 365}{\text{Chiffre d'affaires annuel}} \quad (19.1) \\ &= \frac{18\,493 \times 365}{75\,000} = 90 \text{ jours} \end{aligned}$$

- L'objectif d'Eurozéeaest de ramener ce délai au niveau de ses concurrents (60 jours).
- De même pour les stocks, qui pourraient être limités à 30 jours

La restructuration du passif

- Sport 3000 a actuellement un taux d'endettement très faible, une trésorerie abondante et un résultat net positif. On est loin d'une structure financière optimale, et, du point de vue d'Eurozéea, il faut donc augmenter la dette de Sport 3000 (taux d'intérêt annuel : 6,8 %).

TABLEAU 19.5

Dette et charges d'intérêts de Sport 3000 (en K€)

	Année	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
1 Dette financière à moyen et à long terme		100 000	100 000	100 000	115 000	120 000	120 000
2 Charges d'intérêts ($r_D = 6,8\%$)			-6 800	-6 800	-6 800	-7 820	-8 160

Montage financier de l'opération du point de vue du fonds

- En plus des 150 millions d'euros demandés par Jim Halaya, il faudra rembourser la dette de l'entreprise (4,5 millions) et payer les frais (juridiques, bancaires...), soit un total de 159,5 millions d'euros.
- Le recours à l'emprunt (100 millions) et la récupération par Eurozée de la trésorerie excédentaire de Sport 3000 (6,5 millions) permettront de financer une partie de l'opération.

TABLEAU 19.6

Plan de financement de l'achat de Sport 3000 par Eurozée

Ressources		Emplois		
1	Nouvel emprunt	100 000	1 Achat des actions de Jim Halaya	150 000
2	Trésorerie excédentaire	6 500	2 Remboursement des dettes	4 500
3	Investissement d'Eurozée	53 000	3 Frais divers	5 000
4	Total	159 500	4 Total	159 500

19.3. La construction du business plan

- La valeur d'un projet est fonction de ses flux de trésorerie disponibles futurs. Pour estimer ceux-ci, il est nécessaire :
 - De prévoir les résultats nets futurs de Sport 3000
 - D'anticiper les évolutions du BFR et de la trésorerie.

Prévision des résultats nets de Sport 3000

- Il faut établir le compte de résultat prévisionnel de Sport 3000 pour les cinq prochaines années. Les ventes anticipées de Sport 3000 sont :

$$\text{Chiffre d'affaires} = \text{Taille du marché} \times \text{Part de marché} \times \text{Prix de vente moyen} \quad (19.3)$$

- Le coût des ventes est la somme du coût des matières premières et du coût de la main-d'œuvre nécessaires à la production :

$$\text{Coût des matières premières} = \text{Taille du marché} \times \text{Part de marché} \times \text{Coût unitaire des matières premières}$$

$$\text{Coût de la main-d'œuvre} = \text{Taille du marché} \times \text{Part de marché} \times \text{Coût unitaire de la main-d'œuvre} \quad (19.4)$$

TABLEAU 19.7

Compte de résultat prévisionnel (en K€)

	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
1 Chiffre d'affaires	75 000	88 358	103 234	119 777	138 149	158 526
2 - Coût des ventes (3 + 4)	-34 000	-40 286	-47 351	-55 279	-64 167	-74 119
3 <i>Dont : Coût des matières premières</i>	-16 000	-18 665	-21 593	-24 808	-28 333	-32 193
4 <i>Coût de la main-d'œuvre</i>	-18 000	-21 622	-25 757	-30 471	-35 834	-41 925
5 - Coûts commerciaux	-11 250	-14 579	-18 582	-23 356	-27 630	-31 705
6 - Coûts administratifs	-13 500	-13 254	-15 485	-16 769	-17 959	-20 608
7 = Excédent brut d'exploitation	16 250	20 238	21 816	24 373	28 393	32 094
8 - Amortissements et provisions	-5 500	-5 450	-5 405	-6 865	-7 678	-7 710
9 = Résultat d'exploitation	10 750	14 788	16 411	17 508	20 715	24 383
10 - Résultat financier	-75	-6 800	-6 800	-6 800	-7 820	-8 160
11 = Résultat courant	10 675	7 988	9 611	10 708	12 895	16 223
12 - Impôt sur les sociétés	-3 736	-2 796	-3 364	-3 748	-4 513	-5 678
13 = Résultat net	6 939	5 193	6 247	6 960	8 382	10 545

Finance d'entreprise - 2^{ème} édition Chapitre 19. L'évaluation d'une entreprise : un cas pratique

Prévision du besoin en fonds de roulement

- Le BFR d'exploitation anticipé de Sport 3000 intègre l'amélioration de la gestion des créances clients et la réduction du stock de matières premières.

TABLEAU 19.8 **BFR d'exploitation prévisionnel (en jours spécifiques)**

	Poste	Base de calcul	N	N + 1 à N + 5
Actif				
1	Créances clients	Chiffre d'affaires	90 j	60 j
2	Stock de matières premières	Coût des matières premières	45 j	30 j
3	Stocks de produits finis	Coût des matières premières + coût de la main-d'œuvre	45 j	45 j
Passif				
4	Dettes fournisseurs	Coût des matières premières + coûts commerciaux	45 j	45 j
5	Autres dettes d'exploitation	Coût de la main-d'œuvre + coûts administratifs	15 j	15 j

J. Berk & P. DeMarzo-G. Capelle-Blancard, N. Couderc & N. Nalpas © 2011 Pearson Education France

Finance d'entreprise - 2^{ème} édition Chapitre 19. L'évaluation d'une entreprise : un cas pratique

Prévision du besoin en fonds de roulement

- Grâce à ces prévisions, il est possible de calculer le BFR (en euros) de Sport 3000

TABLEAU 19.9 **BFR d'exploitation prévisionnel (en K€)**

	Année	N	N + 1	N + 2	N + 3	N + 4	N + 5
1	Créances clients	18 493	14 525	16 970	19 689	22 709	26 059
2	+ Stock de matières premières	1 973	1 534	1 775	2 039	2 329	2 646
3	+ Stock de produits finis	4 192	4 967	5 838	6 815	7 911	9 138
4	- Dettes fournisseurs	-3 360	-4 099	-4 954	-5 939	-6 900	-7 879
5	- Autres dettes d'exploitation	-1 294	-1 433	-1 694	-1 941	-2 210	-2 569
6	= BFR	20 004	15 494	17 935	20 664	23 839	27 395
7	Variation du BFR		-4 510	2 441	2 730	3 175	3 556

J. Berk & P. DeMarzo-G. Capelle-Blancard, N. Couderc & N. Nalpas © 2011 Pearson Education France

Prévision de la trésorerie de précaution

- Sport 3000 souhaite conserver l'équivalent de 30 jours de chiffre d'affaires en trésorerie de précaution, afin de faire face aux aléas de production et aux décalages imprévus entre dépenses et recettes.

TABLEAU 19.10

Trésorerie prévisionnelle (en K€)

	Année	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
1	Chiffre d'affaires	75 000	88 358	103 234	119 777	138 149	158 526
2	Trésorerie de précaution	6 164	7 262	8 485	9 845	11 355	13 030
3	Variation annuelle de la trésorerie		1 098	1 223	1 360	1 510	1 675

Calcul des flux de trésorerie disponibles

- Pour calculer les flux de trésorerie disponibles de Sport 3000, il faut calculer le résultat net à endettement nul, afin de neutraliser l'effet des flux de trésorerie liés à la dette de l'entreprise. Cela implique d'ajouter au résultat net de l'entreprise les charges d'intérêts après impôt :

$$\text{Charges d'intérêts nettes après impôt} = (1 - \tau_{IS}) \times (\text{Charges d'intérêts} - \text{Produits d'intérêts}) \quad (19.6)$$

- Ensuite, il faut :
 - ajouter au résultat net à endettement nul les amortissements et provisions (qui ne correspondent pas à des charges décaissables)
 - soustraire la variation du BFR, la trésorerie de précaution et les investissements

Calcul des flux de trésorerie disponibles

- Si l'on s'intéresse aux flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires, il faut de plus enlever aux flux de trésorerie disponibles de Sport 3000 :
 - La variation de la dette nette (différence entre la dette nette de l'année t et celle de l'année précédente)
 - Les flux de trésorerie revenant aux créanciers (les charges d'intérêts nettes après impôt)

Calcul des flux de trésorerie disponibles

TABLEAU 19.11

Prévision des flux de trésorerie disponibles (en K€)

	Année	N	$N + 1$	$N + 2$	$N + 3$	$N + 4$	$N + 5$
1	Résultat net		5 193	6 247	6 960	8 382	10 545
2	+ Charges d'intérêts nettes après impôt		4 420	4 420	4 420	5 083	5 304
3	= Résultat net à endettement nul		9 613	10 667	11 380	13 465	15 849
4	+ Amortissements et provisions		5 450	5 405	6 865	7 678	7 710
5	– Variation du BFR		4 510	–2 441	–2 730	–3 175	–3 556
6	– Augmentation de la trésorerie de précaution		–1 098	–1 223	–1 360	–1 510	–1 675
7	– Investissement		–5 000	–5 000	–20 000	–15 000	–8 000
8	= Flux de trésorerie disponibles		13 475	7 409	–5 845	1 458	10 328
9	+ Hausse de la dette		–	–	15 000	5 000	–
10	– Charges d'intérêts nettes après impôt		–4 420	–4 420	–4 420	–5 083	–5 304
11	= Flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires		9 055	2 989	4 735	1 375	5 024

Exemple 19.3. - Dette et flux de trésorerie disponibles

Si Sport 3000 n'augmente pas sa dette en $N + 3$ et $N + 4$, quels seront les flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires ?

Bilan prévisionnel

TABLEAU 19.12

Bilan prévisionnel (en K€)

	Année	N	$N + 1$	$N + 2$	$N + 3$	$N + 4$	$N + 5$
Actif							
1 Écart d'acquisition		72 332	72 332	72 332	72 332	72 332	72 332
2 Immobilisations nettes		49 500	49 050	48 645	61 781	69 102	69 392
3 Total actif immobilisé		121 832	121 382	120 977	134 113	141 434	141 724
4 Stocks et en-cours		6 165	6 501	7 613	8 854	10 240	11 784
5 Créances clients		18 493	14 525	16 970	19 689	22 709	26 059
6 Disponibilités		6 164	7 262	8 485	9 845	11 355	13 030
7 Total actif circulant		30 822	28 288	33 067	38 388	44 304	50 872
8 Actif (3 + 7)		152 654	149 670	154 044	172 501	185 738	192 597

Finance d'entreprise -2^{ème} édition Chapitre 19. L'évaluation d'une entreprise : un cas pratique

Bilan prévisionnel

TABLEAU 19.12 **Bilan prévisionnel (en K€)**

Passif

9	Capitaux propres à l'ouverture		48 000	44 138	47 396	49 621	56 628
10	Augmentation de capital	53 000	-	-	-	-	-
11	Résultat de l'exercice	-5 000	5 193	6 247	6 960	8 382	10 545
12	Dividendes à payer		-9 055	-2 989	-4 735	-1 375	-5 024
13	Capitaux propres	48 000	44 138	47 396	49 621	56 628	62 149
14	Dettes bancaires et financières	100 000	100 000	100 000	115 000	120 000	120 000
15	Dettes d'exploitation	4 654	5 532	6 648	7 879	9 110	10 448
16	Total dettes	104 654	105 532	106 648	122 879	129 110	130 448
17	Passif (13 + 16)	152 654	149 670	154 044	172 501	185 738	192 597

J. Berk & P. DeMarzo-G. Capelle-Blancard, N. Couderc & N. Nalpas © 2011 Pearson Education France

Finance d'entreprise -2^{ème} édition Chapitre 19. L'évaluation d'une entreprise : un cas pratique

TABLEAU 19.13 **Tableau des flux de trésorerie prévisionnel (en K€)**

	Année	N + 1	N + 2	N + 3	N + 4	N + 5
1	Résultat net	5 193	6 247	6 960	8 382	10 545
2	Amortissements et provisions	5 450	5 405	6 865	7 678	7 710
3	Augmentation des créances clients	3 968	-2 445	-2 719	-3 020	-3 350
4	Augmentation des stocks	-336	-1 112	-1 242	-1 385	-1 544
5	Diminution des dettes fournisseurs	-878	-1 116	-1 231	-1 231	-1 338
6	Variation du BFR (3 + 4 - 5)	4 510	-2 441	-2 730	-3 175	-3 556
7	Flux de trésorerie liés à l'activité (1 + 2 + 6)	15 153	9 211	11 095	12 885	14 699
8	Acquisition d'immobilisations	-5 000	-5 000	-20 000	-15 000	-8 000
9	Cessions d'immobilisations	-	-	-	-	-
10	Flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement (8 + 9)	-5 000	-5 000	-20 000	-15 000	-8 000
11	Dividendes	-9 055	-2 989	-4 735	-1 375	-5 024
12	Augmentation de capital	-	-	-	-	-
13	Hausse de la dette	-	-	15 000	5 000	-
14	Flux de trésorerie liés aux opérations de financement (11 + 12 + 13)	-9 055	-2 989	10 265	3 625	-5 024
15	Variation de la trésorerie (7 + 10 + 14)	1 098	1 223	1 360	1 510	1 675

J. Berk & P. DeMarzo-G. Capelle-Blancard, N. Couderc & N. Nalpas © 2011 Pearson Education France

19.4. L'estimation du coût du capital du projet

- Maintenant que les flux de trésorerie associés à l'achat de Sport 3000 sont connus, il convient de les actualiser pour calculer la valeur actuelle. Pour ce faire, il faut déterminer le coût du capital de l'entreprise, et donc mesurer son risque..
- Sport 3000 étant non cotée, il est impossible de se fonder sur les rentabilités boursières passées de l'entreprise. Il faut utiliser la méthode des comparables :
 - Estimer le coût des fonds propres d'entreprises cotées comparables à Sport 3000 (partie IV),
 - Estimer leur coût du capital à endettement nul pour déterminer par comparaison celui de Sport 3000
 - Calculer le coût moyen pondéré du capital (ou le coût des capitaux propres, suivant la méthode d'évaluation choisie) de Sport 3000.

Coût des capitaux propres des entreprises comparables

- Le MEDAF permet d'estimer le coût des fonds propres des trois entreprises comparables à Sport 3000 à partir du bêta de leurs actions (chapitre 12).

TABLEAU 19.14

Bêta des actions des comparables

	Rentabilités 30 jours		Rentabilités 10 jours	
	β_{CP}	Intervalle de confiance à 95 %	β_{CP}	Intervalle de confiance à 95 %
Rudidas	1,99	1,2 à 2,8	1,37	0,9 à 1,9
Stop Sport	0,56	0,0 à 1,1	0,86	0,5 à 1,2
Heptathlon	0,48	-0,1 à 1,0	0,69	0,4 à 1,0

Bêta à endettement nul des entreprises comparables

- La seconde étape consiste à neutraliser les différences de structures financières entre entreprises comparables. Pour cela, il convient de calculer le bêta de l'actif des entreprises, ou bêta désendetté ou bêta à endettement nul :

$$\beta_U = \left(\frac{\text{Valeur des capitaux propres}}{\text{Valeur de l'entreprise}} \right) \beta_{CP} + \left(\frac{\text{Valeur de la dette}}{\text{Valeur de l'entreprise}} \right) \beta_D$$

$$= \frac{V_{CP}}{V_D + V_{CP}} \beta_{CP} + \frac{V_D}{V_D + V_{CP}} \beta_D \quad (19.9)$$

Bêta à endettement nul des entreprises comparables

TABLEAU 19.15

Bêtas à endettement nul des comparables de Sport 3000

	$\frac{V_{CP}}{V_D + V_{CP}}$	$\frac{V_D}{V_D + V_{CP}}$	β_{CP}	β_D	β_U
Rudidas	1,00	0,00	1,50	-	1,50
Stop Sport	0,83	0,17	0,75	0,00	0,62
Heptathlon	1,05	-0,05	0,60	0,00	0,63

Coût du capital à endettement nul de Sport 3000

- L'activité de Sport 3000 n'est pas aussi exposée aux variations conjoncturelles que celle de Rudidas.
- Pour autant, le positionnement plus spécialisé de Sport 3000 par rapport à Stop Sport et Heptathlon ne permettra pas à Sport 3000 de bénéficier d'un bêta aussi faible que le leur. D'après les banquiers d'affaires consultés par Eurozéo, le bêta de l'activité équipements sportifs est d'environ 1,2.

- Le bêta à endettement nul de Sport 3000 est donc fixé à 1,2. Le coût du capital à endettement nul de Sport 3000 est donc :

$$r_U = r_f + \beta_U (E[R_M] - r_f) = 4\% + 1,20 \times 5\% = 10\%$$

Exemple 19.4. -Estimer une fourchette pour le coût du capital à endettement nul

En utilisant le tableau 19.14 (rentabilités 30 jours), quel est le coût du capital minimum et maximum des entreprises comparables à Sport 3000 ?

19.5. La décision financière

- Les flux de trésorerie futurs de Sport 3000 et son coût du capital à endettement nul sont maintenant connus.
- Eurozéo doit-il acheter les actions de Jim Halaya, le fondateur de Sport 3000 ? Pour répondre à cette question, il faut
 - Estimer la valeur à laquelle on pourra revendre Sport 3000 dans cinq ans : ce que l'on appelle la valeur terminale.
 - Calculer la valeur de l'entreprise par la méthode de la VAN ajustée
 - Enfin, obtenir la VAN de l'opération pour Eurozéo.

Estimation de la valeur terminale par la méthode des multiples

- La valeur terminale d'une entreprise est la valeur de celle-ci à la fin de la période de prévision (ici, cinq ans).
- Pour estimer cette valeur, on utilise généralement la méthode des multiples. En effet, à plus long terme, toutes les entreprises d'un secteur affichent des performances qui convergent vers la performance moyenne du secteur.
- Parmi tous les multiples possibles, le multiple d'excédent brut d'exploitation est le plus fréquemment utilisé, car il traduit ses performances économiques et opérationnelles. La valeur terminale d'une entreprise est

$$V_T = EBE_T \times \text{Multiple d'EBE} \quad (19.10)$$

Finance d'entreprise - 2^{ème} édition Chapitre 19. L'évaluation d'une entreprise : un cas pratique

Estimation de la valeur terminale par la méthode des multiples

TABLEAU 19.16 Valeur terminale selon la méthode des multiples (en K€)

1	EBE _{N+5}	32 094	Avec cette valeur terminale :	
2	× Multiple d'EBE	9,1x	Multiple de CA	1,8x
3	= Valeur terminale de l'entreprise	292 052	PER	16,3x
4	- Dette	-120 000	PER à endettement nul	18,4x
5	= Valeur terminale des capitaux propres	172 052		

J. Berk & P. DeMarzo-G. Capelle-Blancard, N. Couderc & N. Nalpas © 2011 Pearson Education France

Finance d'entreprise - 2^{ème} édition Chapitre 19. L'évaluation d'une entreprise : un cas pratique

Estimation de la valeur terminale par la méthode des flux de trésorerie actualisés

- Le défaut de la méthode des multiples est qu'elle suppose implicitement la stabilité du multiple entre aujourd'hui et la date à laquelle la valeur terminale est calculée.
- Il convient de vérifier le résultat obtenu à l'aide de la méthode des multiples par la méthode habituelle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs
- Pour cela, on suppose que le taux de croissance g que connaîtra l'entreprise après la fin de la période de prévision est constant, de même que son taux d'endettement.

J. Berk & P. DeMarzo-G. Capelle-Blancard, N. Couderc & N. Nalpas © 2011 Pearson Education France

Estimation de la valeur terminale par la méthode des flux de trésorerie actualisés

- Sous ces hypothèses, la méthode des flux de trésorerie actualisés est très simple à appliquer. La valeur terminale est :

$$V_T = \frac{FTD_{T+1}}{r_{CMPC} - g} \quad (19.11)$$

- Et le flux de trésorerie disponible de l'année $T+1$ se calcule comme :

$$FTD_{T+1} = \text{Résultat net à endettement nul}_{T+1} + \text{Amortissements}_{T+1} - \text{Augmentation du BFR}_{T+1} - \text{Investissements}_{T+1} \quad (19.12)$$

Estimation de la valeur terminale par la méthode des flux de trésorerie actualisés

TABLEAU 19.17

Valeur terminale par la méthode des flux de trésorerie actualisés (en K€)

1	Taux de croissance à long terme (g)	5,34 %		
2	Taux d'endettement cible $V_D / (V_{CF} + V_D)$	40,0 %		
3	CMPC anticipé	9,05 %		
Flux de trésorerie disponibles en $N + 6$				
4	Résultat net à endettement nul	16 695	Valeur terminale en $N + 5$	292 052
5	- Augmentation du BFR	-1 463	Multiple d'EBE implicite	9,1x
6	- Augmentation de la trésorerie de précaution	-696		
7	- Augmentation des immobilisations nettes*	-3 705		
8	= Flux de trésorerie disponibles	10 832		

* Différence entre les investissements et les amortissements : la soustraire revient donc à à ajouter les amortissements et à soustraire les investissements .

Exemple 19.5. -Estimation de la valeur terminale par la méthode des flux de trésorerie actualisés

Estimez la valeur terminale de Sport 3000 en $N + 5$ avec la méthode des flux de trésorerie actualisés si, à partir de cette date, le taux de croissance anticipé annuel est de 5 %, le taux d'endettement est de 40 % et le coût du capital de l'entreprise est de 6,8 %.

Valorisation de Sport 3000 par la méthode de la VAN ajustée

- La valeur terminale de Sport 3000 en $N + 6$ résume ce que l'on sait des flux de trésorerie disponibles après cette date.
- En combinant cette valeur terminale aux flux de trésorerie disponibles entre $N + 1$ et $N + 5$, il est possible d'obtenir la valeur actuelle de Sport 3000..
- Puisque la dette sera remboursée à un rythme prédéterminé sur la période, la méthode de valorisation la plus simple à mettre en œuvre est la méthode de la VAN ajustée
 - Estimation de la valeur actuelle de l'entreprise à endettement nul
 - Estimation de la valeur actuelle nette des économies d'impôt réalisées grâce à la déductibilité des charges d'intérêts

Finance d'entreprise - 2^{ème} édition Chapitre 19. L'évaluation d'une entreprise : un cas pratique

Valorisation de Sport 3000 par la méthode de la VAN ajustée

TABLEAU 19.18 Valorisation de Sport 3000 par la méthode de la VAN ajustée (en K€)

	Année	N	N + 1	N + 2	N + 3	N + 4	N + 5
1 Flux de trésorerie disponibles			13 475	7 409	-5 845	1 458	10 328
2 Valeur de l'entreprise à endettement nul V^0		202 732	209 530	223 075	251 227	274 891	292 052
3 Économies d'impôt			2 380	2 380	2 380	2 737	2 856
4 VA(Économies d'impôt)		10 428	8 757	6 972	5 067	2 674	-
5 Valeur totale V^0 (2 + 4)		213 160	218 287	230 047	256 294	277 566	292 052
6 - Valeur de la dette V_D		-100 000	-100 000	-100 000	-115 000	-120 000	-120 000
7 = Valeur des capitaux propres V_{CP}		113 160	118 287	130 047	141 294	157 566	172 052

J. Berk & P. DeMarzo-G. Capelle-Blancard, N. Couderc & N. Nalpas © 2011 Pearson Education France

Finance d'entreprise - 2^{ème} édition Chapitre 19. L'évaluation d'une entreprise : un cas pratique

Test de vraisemblance

- Valoriser Sport 3000 à 213 millions est-il vraisemblable ?
La méthode des multiples permet de comparer les multiples de Sport 3000 implicitement contenus dans cette valorisation à ceux de ses concurrents

TABLEAU 19.19 Ratios financiers pour Sport 3000 et ses comparables

	Sport 3000 (Valeur estimée)	Sport 3000 (Prix d'achat)	Ruididas	Stop Sport	Heptathlon	Moyenne du secteur
PER	31,0	21,6	24,8	28,0	18,2	20,3
Multiple de CA	2,8x	2,0x	2,0x	2,7x	1,5x	1,4x
Multiple d'EBE	13,1x	9,1x	11,6x	14,4x	9,3x	11,4x

J. Berk & P. DeMarzo-G. Capelle-Blancard, N. Couderc & N. Nalpas © 2011 Pearson Education France

Test de vraisemblance

- Ces multiples sont supérieurs à ceux des comparables, mais, compte tenu de l'amélioration de la gestion de Sport 3000, ne semblent pas déraisonnable.
- Cela souligne toutefois que les hypothèses retenues pour la valorisation de Sport 3000 sont optimistes, et que leur réalisation dépend de la capacité d'Eurozèa à améliorer la gestion de Sport 3000.

TRI de l'achat de Sport 3000

- Pour calculer le TRI de l'investissement d'Eurozèa dans Sport 3000, il faut calculer les flux de trésorerie reçus par Eurozèa pendant toute la durée de l'opération.

TABLEAU 19.20

TRI de l'investissement d'Eurozèa dans Sport 3000

	Année	N	N + 1	N + 2	N + 3	N + 4	N + 5
1 Investissement d'Eurozèa		-53 000					
2 Flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires			9 055	2 989	4 735	1 375	5 024
3 Valeur terminale des capitaux propres							172 052
4 Flux de trésorerie reçus par Eurozèa (1 + 2 + 3)		-53 000	9 055	2 989	4 735	1 375	177 077
5 TRI							33,3 %

- Attention : le taux d'endettement de Sport 3000 change au cours des cinq ans, ce qui modifie le risque de ses actions. Il est donc impossible de comparer ce TRI à un coût du capital unique

19.6. L'analyse de sensibilité

- La valorisation d'une entreprise dépend des hypothèses retenues.
- Il est donc indispensable, avant d'achever un tel exercice, d'analyser la sensibilité des résultats à ces hypothèses :
 - Un changement mineur sur l'une des hypothèses du modèle a-t-il une influence importante sur l'estimation de la valeur de l'entreprise ?

L'analyse de sensibilité

TABLEAU 19.21

Analyse de sensibilité

Multiple d'EBE utilisé pour la valeur terminale	6,0x	7,0x	8,0x	9,1x	10,0x	11,0x
Taux de croissance implicite de long terme (<i>g</i>)	1,60 %	3,43 %	4,53 %	5,34 %	5,81 %	6,21 %
Valeur actuelle de Sport 3000	151,4	171,3	191,2	213,2	231,1	251,0
Valeur actuelle des capitaux propres de Sport 3000	51,4	71,3	91,2	113,2	131,1	151,0
TRI pour Eurozéa	14,8 %	22,1 %	28,0 %	33,3 %	37,1 %	40,8 %
Coût du capital à endettement nul	9,0 %	10,0 %	11,0 %	12,0 %	13,0 %	14,0 %
Taux de croissance implicite de long terme (<i>g</i>)	3,86 %	5,34 %	6,81 %	8,29 %	9,76 %	11,24 %
Valeur actuelle de Sport 3000	222,1	213,2	204,7	196,7	189,1	181,9
Valeur actuelle des capitaux propres de Sport 3000	122,1	113,2	104,7	96,7	89,1	81,9