

SOCIETE EXEMPLE

EVALUATION

SOMMAIRE

	Page
1. <u>ANALYSE DES ELEMENTS FINANCIERS</u>	3
1.1 ANALYSE DE L'EXPLOITATION	3
1.2 ANALYSE DU BILAN ET DE LA STRUCTURE FINANCIERE	7
2. <u>EVALUATION</u>	9
2.1 METHODOLOGIE D'EVALUATION	9
2.1.1 Méthode de l'actif net comptable retraité	9
2.1.2 Méthode de capitalisation de rendement	9
2.1.3 Méthode dite du « Goodwill »	10
2.2 EVALUATION DE LA SOCIETE EXEMPLE	10
2.2.1 Méthode de l'actif net comptable retraité	10
2.2.2 Méthode de la valeur de rendement	12
2.2.3 Méthode dite du « Goodwill »	12
2.3 ESTIMATION DE LA VALEUR MOYENNE	13
2.4 RECOMMANDATION	14

1. ANALYSE DES ELEMENTS FINANCIERS

1.1 ANALYSE DE L'EXPLOITATION

En K€	05/14	%	05/13	%	05/12	%
CA TOTAL	3 216		3 005		2 920	
Vente marchandises	669		247		304	
Coût achat marchandises	532		165		137	
MARGE COMMERCIALE	137	20.48	82	33.20	167	54.92
Production vendue	2 547		2 758		2 616	
Coût matières premières consommées	402		497		658	
MARGE BRUTE PRODUCTION	2 145	84.22	2 261	81.20	1 958	74.84
MARGE BRUTE GLOBALE	2 282	70.96	2 243	77.97	2 125	72.77
Autres achats et charges externes	943		1 036		754	
Impôts et taxes	30		32		32	
Salaires et charges sociales	1 032		1 055		1 010	
EBE	277	8.61	220	7.32	329	11.27
Production immobilisée	6		0		0	
Dotations amort. et prov.	50		55		56	
Reprises sur prov. et autres produits	0		73		5	
Autres charges d'exploitation	1		0		0	
RESULTAT EXPLOITATION	231	7.18	238	7.92	278	9.52
Produits financiers	12		9		2	
Charges financières	5		6		6	
RESULTAT FINANCIER	7		3		(4)	
RESULTAT COURANT	238		241		274	
Produits exceptionnels	12		182		6	
Charges exceptionnelles	22		175		4	
Résultat exceptionnel	(10)		7		2	
IS	54		73		82	
Résultat net comptable	175	5.44	175	5.82	193	6.61

Notes :

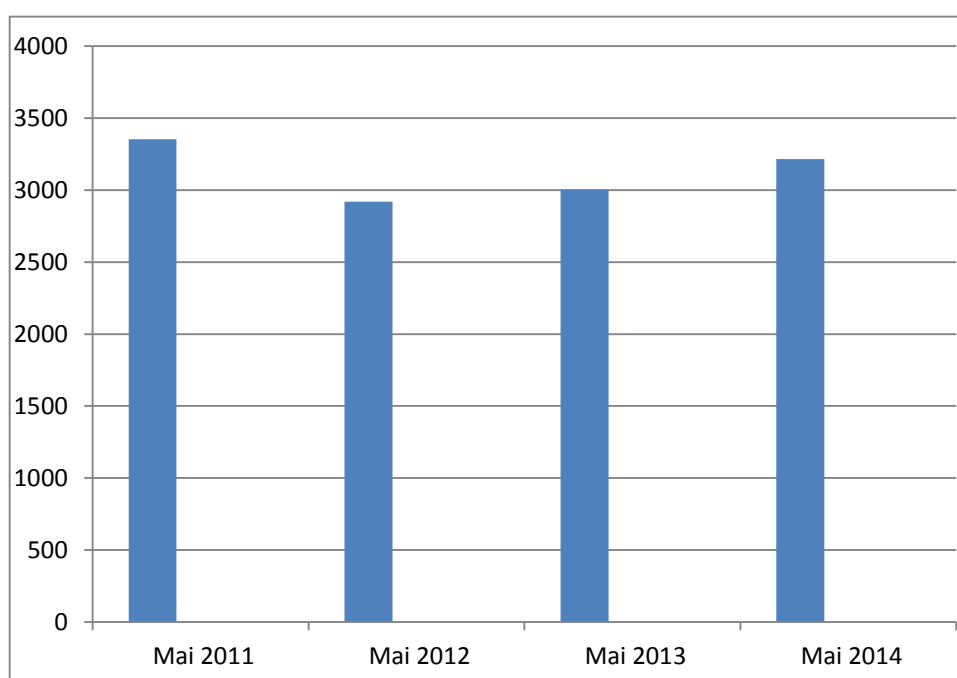
- ✓ Le dernier exercice écoulé, clos le 31/05/2014 a confirmé la bonne tenue du CA total de l'activité, avec une hausse de près de 7 %.

En particulier, l'activité « négoce » a été plus forte avec 670 K€ de CA.

L'activité principale, d'installation et d'entretien, demeure largement majoritaire dans le CA total, puisqu'elle en représente toujours en moyenne plus de 80 %.

- ✓ Au global, sur les 4 derniers exercices, et dans un contexte général et concurrentiel difficile, le CA total a enregistré une relative stabilité malgré quelques variations annuelles, comme le montre le graphique ci-dessous.

Le CA moyen au cours de ces 4 derniers exercices s'établit à 3 123 K€.



- ✓ Dans le même temps, **la marge brute globale dégagée par les activités se maintient à un très bon niveau, au-delà de 70 % du CA**, même si d'un exercice à l'autre, en fonction de la répartition du CA, les % de marge peuvent varier.

Ce point là est décisif. Il confirme l'intérêt de l'évolution stratégique de l'entreprise vers des activités et des chantiers plus rentables.

- ✓ Le niveau des charges fixes de l'entreprise, hors sous-traitance, s'est au cours de la même période, maintenu à un niveau stable, de l'ordre de 1 600 K€, comme l'indique le tableau ci-après.

En particulier l'effectif est resté stable et est bien adapté à l'activité actuelle, avec un personnel technique très qualifié. A noter que le CICE permet à l'entreprise de bénéficier de près de 30 K€ d'économie de charges sociales.

Charges fixes en K€	31/05/14	31/05/13	31/05/12
Services extérieurs et charges externes, hors sous-traitance	606	591	581
Impôts et taxes	30	32	32
Salaires	667	689	677
Charges sociales	313	349	335
TOTAL	1 615	1 661	1 625

- ✓ Au global, le maintien du niveau de marge brute, conjuguée à la maîtrise des charges fixes sur les derniers exercices, a permis de dégager un résultat d'exploitation, quasi stable, à 250 K€ en moyenne sur les 3 derniers exercices, soit un ratio de rentabilité appréciable de 8.16 % du CA.

$$\frac{\text{Rt d'exploitation des 3 derniers exercices}}{\text{CA moyen des 3 derniers exercices}} = \frac{278+237+231}{2920+3005+3246} = \frac{746}{9141} = 8.16 \%$$

- ✓ **Le même calcul de l'EBE, sur 3 ans, fait apparaître un EBE moyen de 277 K€, soit 9 % du CA !**
- ✓ Toutefois, cette analyse de la rentabilité apparente est à nuancer de la prise en compte par l'entreprise, de coûts élevés dus à des choix de politique générale inhérents à la direction actuelle :
 - En particulier, les rémunérations accordées à la direction, ainsi que les coûts annexes (contrats de sur-retraite, frais de véhicules..) représentent une somme annuelle de 299 K€, qu'il convient de retraiter pour apprécier la réelle capacité bénéficiaire de l'entreprise.

- ✓ En retraitant ainsi l'analyse des coûts, le calcul de l'EBE permet de mettre en évidence la réelle capacité bénéficiaire de l'entreprise, comme suit :

K€	05/12 à 05/14
CA moyen	3 047
MB globale moyenne	2 250
Soit en % du CA	73.84
Charges fixes	1 973
EBE	277
Soit en % du CA	9.01
Retraitements . coût DG : 50 %	150
EBE retraité	427
Soit en % du CA	14.01

1.2 ANALYSE DU BILAN ET DE LA STRUCTURE FINANCIERE

K€	05/14	05/13	05/12
<u>ACTIF</u>			
Actif immobilisé	140	155	205
Stocks (net)	516	509	553
Créances clients	468	410	567
Autres créances et régul	120	72	89
Trésorerie	1 004	709	446
TOTAL BILAN	2 250	1 855	1 860
<u>PASSIF</u>			
Capitaux propres	905	931	987
Emprunts et dettes financières	37	89	104
Comptes associés	202	84	24
Dettes fournisseurs et rattachées	518	360	398
Dettes fiscales, sociales, autres	586	391	347

ANALYSE DE L'EQUILIBRE FINANCIER

FR	802	865	701
B.F.R.	(202)	156	481
TRESORERIE	1 004	709	220

Notes :

- ✓ **La structure financière de la SOCIETE EXEMPLE, au 31/05/2014, comme depuis plusieurs exercices, est particulièrement solide :**
 - **Un fond de roulement élevé de plus de 800 K€, malgré les distributions de dividendes de ces derniers exercices**
 - **Un BFR maîtrisé malgré des stocks élevés et un délai d'encaissement clients assez long**
 - **Une trésorerie toujours largement excédentaire**

- ✓ Le haut du bilan de l'entreprise fait apparaître des capitaux propres élevés, toujours supérieurs à de 800 K€, pour un endettement bancaire faible, inférieur à 100 K€. L'entreprise a su financer dans le temps, ses investissements et renouveler ses équipements de sorte qu'elle bénéficie aujourd'hui d'installations et d'un outil de travail fonctionnels et performants.

- ✓ Parallèlement, le cycle d'exploitation est lourd. Il génère un besoin de financement élevé du fait des en cours clients et du stock :
 - L'en cours clients dépasse 400 K€ et s'établit à 44 jours de CA
 - Le stock moyen de pièces détachées s'élève à environ 500 K€

- ✓ Malgré ce BFR, la trésorerie résiduelle reste importante et démontre la solidité de l'entreprise depuis des années. Toutefois, elle atteint un niveau exceptionnel au 31/05/2014 du fait des dividendes non encore distribués à cette date, pour 200 K€. La trésorerie moyenne à prendre en compte est plutôt de l'ordre de 700 à 800 K€, si on tient compte également des produits constatés d'avance élevés au 31/05/2014.

A noter que l'entreprise n'est plus propriétaire de ses locaux, pour les avoir cédés en 2012 à une holding familiale.

2. EVALUATION

2.1 METHODOLOGIE D'EVALUATION

L'évaluation classique d'une entreprise repose, à la fois sur des critères de valorisation des actifs et sur des critères de capacité de l'ensemble de ses moyens matériels, humains et financiers à générer des profits et donc à assurer sa pérennité.

Aussi, différentes méthodes d'évaluation sont communément retenues :

2.1.1 Méthode de l'actif net comptable retraité

Celui-ci peut être défini comme étant l'écart entre l'actif et les dettes de l'entreprise auquel il convient d'apporter des corrections, des plus ou moins values potentielles apparaissant lors de l'analyse du bilan, et ce sur les différents postes d'actif comme par exemple les immobilisations incorporelles (fonds de commerce, marque...) ou les stocks et créances clients. De même, les postes de passif doivent être examinés de façon à établir si toutes les provisions pour risques et charges ont été correctement calculés. Au final, l'actif net ainsi corrigé représente la valeur patrimoniale et historique de l'entreprise.

2.1.2 Méthode de capitalisation de rendement

Un patrimoine qui ne rapporte rien ne sert à rien. De même, un actif industriel mal ou incomplètement utilisé se déprécie vite dans la mesure où il n'est pas capable de générer un bénéfice suffisant pour couvrir les amortissements et rémunérer les actionnaires.

Le critère de rendement est fondamental pour les sociétés cotées en bourse. On utilise l'inverse du rendement, mesuré par le P.E.R. (Price Earning Ratio), ou coefficient de capitalisation du résultat net.

Pour les affaires non cotées, il est d'usage d'estimer la valeur de rendement en appliquant au résultat de l'entreprise un coefficient de capitalisation beaucoup plus faible que pour les entreprises cotées. En effet, le risque de l'investisseur est en général plus fort que pour les premières et il est logique qu'il soit compensé par une espérance de retour plus rapide sur la mise.

Aussi, pour les entreprises industrielles non cotées, il est d'usage de tempérer une appréciation qui serait uniquement liée au seul résultat net. En effet, de deux entreprises identiques qui divergeraient à un moment donné sur la politique d'investissement, la plus chère car la plus porteuse d'avenir n'est pas forcément celle qui aurait les plus forts résultats.

C'est pourquoi nous examinerons cette méthode en capitalisant l'EBE –ou EBITDA- qui prend en compte les dotations aux amortissements et provisions et mesure ainsi la vraie capacité de l'entreprise à générer de la trésorerie, avant toute fiscalité et politique de rémunération des dirigeants.

2.1.3 La méthode dite du « Goodwill »

Cette méthode constitue une « synthèse » des 2 premières méthodes, et permet :

- ✓ De déterminer la valeur d'une entreprise en ayant une approche patrimoniale (actif net) combinée avec une approche en termes de rendement (résultat net, C.A.F., EBE). De la sorte, la valeur de l'entreprise résulte de la somme suivante : actif net + Goodwill

- ✓ De compenser les erreurs qui pourraient être faites en évaluant l'actif net. Une surestimation de l'actif sera compensée par une baisse du Goodwill, alors qu'une sous-estimation sera compensée par une hausse du Goodwill

- ✓ De répondre à un défaut de l'approche patrimoniale qui considère que la valeur d'une entreprise n'est que la somme des valeurs des éléments matériels qui la composent. En effet, la valorisation des éléments incorporels va permettre de mesurer l'aptitude de l'entreprise à générer de la richesse dans un cadre d'exploitation donné (produits, équipement, mais aussi marque, savoir-faire, licences, clientèle..)

On conçoit donc bien qu'il faille rajouter à l'actif net une valeur pour tous ces aspects incorporels. Cette survaleur sera calculée via le Goodwill

Il s'agit en réalité d'un super bénéfice obtenu par l'exploitation de l'activité au-delà d'une rémunération classique et sans risque qu'aurait généré le placement d'un montant équivalent à l'actif net comptable. Ce super bénéfice est capitalisé sur une durée de l'ordre de 4 à 7 ans.

Le Goodwill est ainsi obtenu en appliquant un taux d'intérêt sans risque de 2 % à la valeur de l'actif net comptable, correspondant à la rémunération normale qu'auraient obtenu les dirigeants pour un placement sans risque d'un montant égal à la valeur de l'actif net. Cette rémunération est déduite de la capacité bénéficiaire moyenne de l'entreprise permettant ainsi de dégager le super bénéfice comme étant la sur-rémunération obtenue en exploitant l'activité.

Une capitalisation de ce super bénéfice est ensuite calculée sur une durée de 5 ans.

Enfin, cette valeur obtenue est rajoutée à l'actif net comptable pour obtenir la valeur totale de l'entreprise.

2.2 ESTIMATION DE LA SOCIETE EXEMPLE

2.2.1 Méthode de l'actif net comptable retraité

L'actif net comptable enregistre les différents actifs de l'entreprise, à leur valeur historique, d'acquisition.

Certains postes de l'actif peuvent faire l'objet d'une revalorisation lorsque leur valeur réelle diffère de leur valeur comptable. C'est généralement le cas pour des biens mobiliers ou immobiliers, ou d'autres actifs incorporels qui voient leur valeur évoluer indépendamment de leur valeur comptable.

Dans le cas de la SOCIETE EXEMPLE, seul un type d'actif justifie de voir leur valeur retraitée : le fonds de commerce, non inscrit en compte.

Le fonds de commerce

De par son activité au fil des ans, la société a développé un fort CA et généré des résultats comptables élevés.

Elle a pu réaliser cela, grâce au savoir-faire acquis, aux produits développés et grâce à une clientèle importante, variée et fidèle.

Ce sont ces éléments incorporels qui constituent le fonds de commerce et en font sa véritable valeur.

Pour estimer cette véritable valeur, il est d'usage de retenir une estimation calculée sur la capitalisation des résultats issus de l'exploitation du dit fonds. On retient habituellement en pareilles circonstances, dans un secteur industriel peu concurrentiel, un coefficient de capitalisation de l'ordre de 3 à 5 fois l'EBE annuel moyen des 3 derniers exercices.

Dans le cas de la SOCIETE EXEMPLE, l'activité repose sur un réel savoir-faire, un portefeuille d'activités diversifiées, un secteur d'activité incontestablement favorable et peu concurrentiel. L'Excédent Brut d'Exploitation est pérenne et s'établit à près de 10 % du CA, pour des investissements faibles.

Le coefficient moyen de capitalisation de 4 fois l'EBE retraité paraît donc indiqué. De la sorte, il ressort que la valeur du fonds de commerce de la SOCIETE EXEMPLE peut être estimée comme suit :

EBE corrigé et moyenné	427 K€
Coefficient de capitalisation	4
Valeur estimée du fonds	1 708 K€
Valeur inscrite en comptabilité	0
Plus value latente	1 708 K€

Synthèse valorisation de l'actif net comptable corrigé :

Situation comptable nette (capitaux propres)	
au 31/5/14	905 K€
Plus valeur latente sur fonds de commerce	1 708 K€
Actif net comptable retraité	2 613 K€

2.2.2 Méthode de la valeur de rendement

Cette méthode est basée sur la capitalisation d'une performance moyenne et récurrente de l'entreprise.

Pour donner une valeur « prospective » de l'entreprise, c'est-à-dire une valeur future, véritable indicateur par rapport à un investissement fait à un instant T, à rentabiliser sur les exercices futurs, il conviendrait de retenir un résultat prévisionnel escompté pour les exercices futurs.

Cette démarche est complexe et, par simplification, la communauté financière accepte généralement de capitaliser un résultat passé.

Le coefficient retenu varie généralement de 4 à 7 fois l'EBE moyen des 3 derniers exercices pondéré en fonction de l'ancienneté, et ce en fonction de l'attractivité du secteur et de sa rentabilité.

Dans le cas de la SOCIETE EXEMPLE, le niveau concurrentiel est faible. L'entreprise dispose d'un savoir-faire élevé, d'une capacité d'innovation importante et d'un portefeuille d'activités diversifiées. La rentabilité des activités est élevée et pérenne.

Le coefficient de 6 se justifie pleinement.

Le calcul de la valeur de la SOCIETE EXEMPLE par la méthode dite « de rendement » s'établit donc comme suit :

Capitalisation de l'EBE retraité	
EBE retraité moyen pondéré des 3 derniers exercices	427 K€
(y compris exercice clos au 05/12)	
Coefficient de capitalisation	6
Valeur estimée des titres SOCIETE EXEMPLE	2 562 K€

2.2.3 Méthode dite du Goodwill

Le Goodwill permet de pondérer l'actif net comptable par la méthode du rendement.

Il se calcule comme suit :

Goodwill = actif net comptable non corrigé + [(capacité bénéficiaire – (actif net x taux)) x durée]

Dans le cas de la SOCIETE EXEMPLE, le calcul s'établit comme suit :

$$\begin{aligned}\text{Goodwill} &= 905 + [(427 - (905 \times 0.02)) \times 5] \\ &= 905 + [(427 - 18) \times 5] \\ &= 905 + 2 050 \\ &= 2 955 \text{ K€}\end{aligned}$$

Le Goodwill est ainsi obtenu en appliquant un taux d'intérêt sans risque de 2 % à la valeur de l'actif net comptable, correspondant à la rémunération normale qu'auraient obtenu les dirigeants pour un placement sans risque d'un montant égal à la valeur de l'actif net. Cette rémunération est déduite de la capacité bénéficiaire moyenne de l'entreprise permettant ainsi de dégager le super bénéfice comme étant la sur-rémunération obtenue en exploitant l'activité.

Une capitalisation de ce super bénéfice est ensuite calculée sur une durée de 5 ans.

Enfin, cette valeur obtenue est rajoutée à l'actif net comptable pour obtenir la valeur totale de l'entreprise.

2.3 ESTIMATION DE LA VALEUR MOYENNE

Sans revenir sur les aspects qualitatifs de l'entreprise (produits, marché, outil de travail, savoir-faire..), les seuls aspects quantitatifs, chiffrés, de la valeur des titres de la SOCIETE EXEMPLE s'établissent comme suit :

Par la méthode de l'actif net retraité	2 613 K€
Par la méthode de rendement par la capitalisation EBE	2 562 K€
Par la méthode du Goodwill	2 955 K€

2.4 RECOMMANDATION

Pour apprécier la valeur de l'entreprise de la manière la plus objective, on pourra retenir une moyenne des valeurs calculées ci-dessus, soit 2 710 K€.