

**E. D. C.**  
**4<sup>E</sup> ANNEE FINANCE**

**COURS :**

**OPERATIONS D'EVALUATION DES SOCIETES ET DES GROUPES**

**Jacques SIMON**

**CAS CONCRET**

**EVALUATION DES ENTREPRISES**

**SOCIETE XL**

**ENONCE**

# SOCIETE XL

## CARACTERISTIQUES FINANCIERES

	Avant Corrections	APRES CORRECTIONS					
ANNEE	0	0	1	2	3	4	5
<b>Chiffre d’Affaires</b>	<b>785</b>	<b>785</b>	<b>865</b>	<b>974</b>	<b>1.055</b>	<b>1.117</b>	<b>1.200</b>
<b>Résultat d’Exploitation</b>	<b>51</b>	<b>60</b>	<b>66</b>	<b>73</b>	<b>79</b>	<b>88</b>	<b>97</b>
<b>Résultat Financier</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
<b>Résultat Exceptionnel</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>I. S.</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>30</b>	<b>33</b>
<b>Résultat Net</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>36</b>	<b>39</b>	<b>46</b>	<b>51</b>	<b>57</b>
<b>Dotations aux Amortissements</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>
<b>Dividendes</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>
<b>Variation des B. F. R .</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>15</b>	<b>11</b>	<b>15</b>
<b>Investissements nets</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>18</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>
<b>Dettes</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>52</b>	<b>57</b>	<b>62</b>	<b>67</b>	<b>72</b>
<b>Actif Net</b>	<b>183</b>	<b>176</b>	<b>205</b>	<b>236</b>	<b>273</b>	<b>314</b>	<b>360</b>

## **HYPOTHESES**

**Taux d'I. S. Années 0 – 1-2- 41,66% et après 36 2/3.**

**Le taux de croissance annuel du Résultat Net est constant à 2% à partir de l'année 5.**

**Le P. E. R. moyen d'entreprises cotées comparables est de 12 sur l'exercice 0 et de 10 sur l'exercice 1.**

**Les corrections sur le Compte de Résultat et le Bilan sont déjà effectuées à partir de l'année 1.**

**Les Dividendes sont versés en acompte en fin d'exercice.**

**Le taux de distribution des Dividendes avoir fiscal inclus est constant à 30 %.**

**L'augmentation du B. F. R. correspond à 18 % de l'augmentation du C. A.**

**On se situe en fin d'année 0 ou en tout début d'année 1.**

**Le Taux moyen de la Dette est de 10%.**

**Le Taux sans risque est de 6%.**

**La prime de Risque tenant compte du risque de non réalisation du surprofit est de 50% du taux sans risque.**

**Le Bêta de l'entreprise XL est de 1,2**

**La prime de marché est de 4 %**

### **COMPLEMENT D'INFORMATIONS CONCERNANT L'EXERCICE 0**

**LE TOTAL DU BILAN XL S'ELEVE A : 315  
SES DETTES FINANCIERES SONT DE : 50  
SES DETTES D'EXPLOITATION DE : 82**

**⇒ Il n'y a ni Dettes hors exploitation, ni Provisions pour Risques et Charges, ni Quasi – Fonds Propres, ni Immobilisations Incorporelles. Les Fonds Propres ne contiennent pas de fiscalité latente**

**⇒ Il est précisé qu'un immeuble a une valeur comptable sous-évaluée de 3. L'écart est imputable sur des Amortissements passés.**

**⇒ Une partie du Stock est constituée d'articles périmés à hauteur d'une valeur de 9.**

**⇒ Certains Clients comptabilisés pour une valeur de 6 connaissent actuellement des difficultés sérieuses.**

**Le Résultat Net Comptable s'élève à 27, mais :**

- Des Achats à hauteur de 77 sont effectués auprès d'une société –sœur à un prix 10% supérieur à celui du marché, et cette situation doit cesser,**
- Le Dirigeant dispose d'avantages divers pour 3 qui vont être abandonnés,**
- Une plus – value à Court Terme de 4 a été enregistrée avec la vente d'un immeuble,**
- L'entreprise a supporté une Charge Exceptionnelle de 3 suite à la perte d'un procès.**

**E. D. C.**  
**4<sup>E</sup> ANNEE FINANCE**

**COURS :**

**OPERATIONS D'EVALUATION DES SOCIETES ET DES GROUPES**

**Jacques SIMON**

**CAS CONCRET**

**EVALUATION DES ENTREPRISES**

**SOCIETE XL**

**CORRIGE 1**

# SOCIETE XL

## METHODE DE L' ACTIF NET CORRIGE

TOTAL ACTIF – DETTES = ACTIF NET COMPTABLE

<b>ACTIF NET COMPTABLE (ANNEE 0)</b>	<b>+ 183</b>
<b>CORRECTIONS</b>	
<b>ACTIF</b>	
<b>Immeuble sous –évalué</b>	<b>+ 3</b>
<b>Stock invendable</b>	<b>- 9</b>
<b>Clients litigieux</b>	<b>- 6</b>
<b>TOTAL CORRECTIONS BRUTES</b>	<b>- 12</b>
<b>Incidence fiscale immeuble</b>	<b>- 1,25</b>
<b>Incidence fiscale Stock</b>	<b>+ 3,75</b>
<b>Incidence fiscale Clients</b>	<b>+ 2,50</b>
<b>TOTAL INCIDENCE FISCALE</b>	<b>+ 5</b>
<b>TOTAL CORRECTIONS NETTES</b>	<b>- 7</b>
<b>ACTIF NET CORRIGE</b>	<b>+ 176</b>

## SOCIETE XL

### CALCUL DU RESULTAT NET CORRIGE EN ANNEE 0

<b>RESULTAT NET COMPTABLE ( ANNEE 0 )</b>	<b>+ 27</b>
<b>CORRECTIONS BRUTES</b>	
<b>Achat de Matières Premières à une société sœur 10% au-dessus des cours du marché</b>	<b>+ 7</b>
<b>Avantage en nature d'un Dirigeant</b>	<b>+ 3</b>
<b>Vente d'un immeuble</b>	<b>- 4</b>
<b>Paiement suite à la perte d'un procès</b>	<b>+ 3</b>
<b>TOTAL CORRECTIONS BRUTES</b>	<b>+ 9</b>
<b>IMPACT DE LA FISCALITE</b>	<b>- 4</b>
<b>TOTAL CORRECTIONS NETTES</b>	<b>+ 5</b>
<b>RESULTAT NET CORRIGE</b>	<b>+ 32</b>

# SOCIETE XL

## METHODE DE L' ACTIF NET CORRIGE + GOODWILL (RENTE ABREGEE)

1 – Calcul du rendement obtenu en plaçant une somme égale à l'Actif Net Corrigé, hors incorporels (A) sur le Marché obligataire au taux sans risque (i) (6%) :

$$A_i = 176 \times 6\% = 10,5$$

2 – Détermination de la rente de surprofit

ANNEE	1	2	3	4	5
Résultat Net Corrigé	36	39	46	51	57
Rendement sans risque	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
<b>SURPROFIT</b>	<b>25,5</b>	<b>28,5</b>	<b>35,5</b>	<b>40,5</b>	<b>46,5</b>

On a retenu une durée de 5 ans correspondant à la visibilité des prévisions.

Le diagnostic nous permet de définir la Prime de Risque (Risque de ne pas réaliser les prévisions, autrement dit Risque de non réalisation des « surprofits »).

Nous retiendrons ici un Taux risqué de :  $6 + (50\% \times 6) = 9\%$

3 – Calcul du Goodwill (GW) :

$$GW = \frac{25,5}{1,09} + \frac{28,5}{1,09^2} + \frac{35,5}{1,09^3} + \frac{40,5}{1,09^4} + \frac{46,5}{1,09^5}$$

$$GW = 134$$

4- La Valeur d'Actif Net Corrigé avec Goodwill (GW) est de :

$$176 + 134 = 310$$

# **SOCIETE XL**

## **METHODES COMPARATIVES**

### **METHODES DU PER (PRICE EARNING RATIO)**

**PER SUR EXERCICE 0 : 12**

**R N CORRIGE DE L'EXERCICE 0 : 32**

**VALEUR :  $12 \times 32 = 384$  SUR LA BASE DE L'EXERCICE 0**

**PER SUR EXERCICE 1 : 10**

**R N CORRIGE DE L'EXERCICE 0 : 36**

**VALEUR :  $10 \times 36 = 360$  SUR LA BASE DE L'EXERCICE 1**

**IL APPARAÎT QUE LA CROISSANCE DE RESULTAT DE LA SOCIETE XL ENTRE LES EXERCICES 0 ET 1 EST INFÉRIEURE A DES SOCIÉTÉS COTÉES COMPARABLES.**

**CELA JUSTIFIE DE PRIVILEGIER LA VALEUR OBTENUE SUR L'EXERCICE**

**1, SOIT 360**



**SOCIETE XL**  
**LA METHODE DES FLUX DE TRESORERIE NETS**  
**DITE DES “FREE CASH – FLOW” - FCF**  
**OU DES “DISCOUNTED CASH – FLOW” - DCF**

ANNEE	1	2	3	4	5
RESULTAT D'EXPLOITATION	66	73	79	88	97
- I.S. THEORIQUE **	27,5	30,5	29	32	35,5
+ DOTATION NETTE AUX AMORTISSEMENTS	7	8	9	10	11
- INVESTISSEMENTS NETS	18	11	11	11	11
- VARIATION DES B. F. R.	14	20	15	11	15
= F. C. F.	13,5	19,5	33	44	46,5

\*\*I. S. VOIR ENONCE

- LA SOMME DES VALEURS ACTUELLES DE CES FLUX (DE L'ANNEE 1 A 5) EST DE : **113**

- CALCULS :

- CALCUL DU TAUX D'ACTUALISATION (EN UNE SEULE ITERATION SOIT LE COUT MOYEN PONDERE DU CAPITAL - (CMPC) :
- LE TAUX D'ACTUALISATION A PRENDRE EN CONSIDERATION POUR LA METHODE DES FCF EST LA MOYENNE PONDEREE DU TAUX DES FONDS PROPRES ET DU TAUX DEFISCALISE DE LA DETTE.

- AINSI L'ON A :

$$t = \frac{(0,108 \times 176) + (0,10 (1 - 0,46166) \times 50)}{176 + 50}$$

$$t = 9,7 \%$$

- 10,80 :

$$6,00 \text{ TAUX SANS RISQUE} \\ + 4,80 \text{ (Bêta ENTREPRISE : 1,2 x 4 PRIME DE MARCHE)} \\ = 10,80 \text{ TAUX INVESTISSEUR – FONDS PROPRES}$$

<u>13,5</u>	<u>19,5</u>	<u>33</u>	<u>44</u>	<u>46,5</u>
1,097	(1,097) 2	(1,097) 3	(1,097) 4	(1,097) 5

$$= 12,30 \quad 16,20 \quad 25,00 \quad 30,38 \quad 29,26 = 113,14 \text{ soit } \mathbf{113}$$

## SOCIETE XL

- ON RETIENDRA 2 HYPOTHESES POUR LE CALCUL DE LA VALEUR DE REVENTE (V globale n)

- 1 ERE HYPOTHESE :

LA

ON RETIENT LA VALEUR DE L'ACTIF NET CORRIGE, SOIT 360 A LAQUELLE ON AJOUTE  
DETTE NETTE EN n (72) SOIT UNE VALEUR D'ACTIVITE DE 432

ON OBTIENT UNE VALEUR ACTUELLE DU FLUX DE REVENTE DE : 272

$$\text{Calcul} \quad \frac{432}{(1,097)^5} = 272$$

LA VALEUR TOTALE EST ALORS DE :

$$\begin{array}{r} \text{MOINS LA DETTE EN (0)} \quad \quad \quad \begin{array}{r} 113 \\ + 272 \\ - \underline{50} \end{array} \end{array}$$

LES ACTIONS VALENT : **335**

- 2 EME HYPOTHESE :

ON RETIENT LE DERNIER FLUX ACTUALISE A L'INFINI  
SOIT

$$\frac{\text{DCF } 5 \times (1 + g)}{t - g}$$

SOIT

$$\frac{46,5 \times 1,02}{0,097 - 0,02} = 616$$

ON OBTIENT UNE VALEUR ACTUELLE DU FLUX DE REVENTE DE : 388

$$\text{Calcul} \quad \frac{616}{(1,097)^5} = 388$$

LA VALEUR TOTALE EST ALORS DE :

$$\begin{array}{r} \text{MOINS LA DETTE} \quad \quad \quad \begin{array}{r} 113 \\ + 388 \\ - \underline{50} \end{array} \end{array}$$

LES ACTIONS VALENT : **451**

## SOCIETE XL

CONCLUSION :

POUR LA MEME ENTREPRISE, **SELON LA METHODE  
UTILISEE**

ON OBTIENT LES VALORISATIONS SUIVANTES :

● METHODE DE L' ACTIF NET CORRIGE	176
● METHODE DE L' ACTIF NET CORRIGE + GOODWILL ( RENTE ABREGEE )	310
● METHODES COMPARATIVES METHODES DU PER (PRICE EARNING RATIO) ANNEE 0 PER 12	384
ANNEE 1 PER 10	360
● METHODE DES FLUX DE TRESORERIE NETS DITE DES « FREE CASH - FLOW - FCF OU DES «DISCOUNTED CASH – FLOW » - DCF	
AVEC V n	
VALEUR DE L' ACTIF NET CORRIGE, + DETTE NETTE EN n	* 335 *
* peu efficiente	
ON RETIENT	
LE DERNIER FLUX ACTUALISE A L' INFINI SOIT	451