

## Petit guide à l'évaluation d'entreprise<sup>1</sup>

Il existe deux grandes catégories de méthodes pour évaluer une entreprise : les méthodes d'actualisation et les méthodes de multiples. Le tableau 1 ci-dessous vous indique comment procéder pour utiliser la méthode d'actualisation des flux de trésorerie à l'actionnaire, moyen direct d'évaluer la valeur totale des actions.

**Tableau 1 : Actualisation des flux de trésorerie aux actionnaires**

1. Se munir des derniers états financiers disponibles.
2. Fixer un horizon raisonnable de prévisions **H**.
3. Faire des hypothèses sur la croissance des ventes, sur l'évolution de la marge d'exploitation, sur la structure de financement future.
4. Élaborer des états financiers prévisionnels.
5. Estimer les flux de trésorerie futurs aux actionnaires **FTA<sub>t</sub>** par la formule suivante :  
Bénéfice net  
+ Amortissements – Investissements  
- Augmentations de fonds de roulement  
- Remboursements + Nouvelle dette
6. Estimer le taux de rendement exigé par les actionnaires, taux qu'on prendra comme taux d'actualisation **k**.
7. Estimer la valeur de l'entreprise à l'horizon **V<sub>H</sub>** par la formule suivante :  
Flux pour l'année suivant l'horizon  
divisé par (taux d'actualisation – taux de croissance post-horizon)
8. Actualiser les flux de trésorerie jusqu'à l'horizon et la valeur de l'entreprise à l'horizon.
9. Estimer la valeur des actifs en surplus **VS** et l'ajouter à la valeur précédente.
10. Estimer le facteur d'escompte pour manque de liquidité **F**.
11. En résumé, la valeur totale des actions sera donc :

$$V = \left( \sum_{t=1}^H \frac{FTA_t}{(1+k)^t} + \frac{V_H}{(1+k)^H} + VS \right) (1-F)$$

Cette méthode, comme vous pouvez en juger, nécessite qu'on puisse faire des hypothèses raisonnables sur le futur de l'entreprise, tout particulièrement son taux de croissance, sa rentabilité et sa structure de financement. L'évaluation est également sensible au degré de risque perçu par les actionnaires actuels ou potentiels et au manque de liquidité du placement.

---

<sup>1</sup> © Jean-Pierre Frénois, 2006, 2007. Toute reproduction est interdite sans la permission explicite de l'auteur, avec qui on peut correspondre à [frenois@hec.ca](mailto:frenois@hec.ca). Une version antérieure de ce texte a paru dans la revue PME en septembre 2006.

Donnons une petite illustration de la méthode. Vous pensez vous retirer l'année prochaine et espérez pouvoir transmettre votre entreprise à vos enfants. Le chiffre d'affaires de cette entreprise est actuellement de 2 000 000 \$, votre marge nette de 10%, vous estimez la croissance des ventes à 8% durant les 5 premières années et 4% ensuite. Il faudra ajouter 200 \$ d'immobilisations et 500 \$ de fonds de roulement pour 1 000 \$ de ventes additionnelles. L'entreprise n'est pas endettée. Un terrain vacant, qui pourrait servir à des expansions futures, a récemment été évalué à 200 000 \$. Vous estimez à 15% le rendement exigé pour ce type d'investissement et à 25% le facteur d'escompte pour manque de liquidité. L'application de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie aux actionnaires vous amène à évaluer la valeur totale des actions à 1 207 000 \$, comme le montrent les calculs ci-dessous, tous exprimés en milliers de \$ :

Année	0	1	2	3	4	5
Ventes	2 000 \$	2 160 \$	2 333 \$	2 519 \$	2 721 \$	2 939 \$
Bénéfice net		216 \$	233 \$	252 \$	272 \$	294 \$
Amortissement - Investissements		32 \$-	35 \$-	37 \$-	40 \$-	44 \$-
Augmentation de fonds de roulement		80 \$-	86 \$-	93 \$-	101 \$-	109 \$-
Remboursement de dette - Nouvelle dette		- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Flux de trésorerie aux actionnaires		104 \$	112 \$	121 \$	131 \$	141 \$
Valeur à l'horizon						2 030 \$
Valeur des actifs en surplus						
Valeur totale des actions	1 207 \$					

Une deuxième catégorie de méthodes d'évaluation aurait pu être employée, celle des multiples, obtenus par observation de transactions récentes pour des entreprises comparables. Le tableau 2 ci-dessous vous indique comment procéder pour utiliser la méthode du multiple des bénéfices, méthode qui vous fournira, une fois de plus, une estimation de la valeur totale des actions de votre entreprise.

**Tableau 2 : méthode du multiple des bénéfices**

1. Estimer le bénéfice net de l'entreprise.
2. Faire le choix d'entreprises comparables dont on connaît le prix récent et le bénéfice net.
3. S'assurer que le bénéfice net est calculé à partir des mêmes principes comptables pour l'entreprise à évaluer et pour chacune des entreprises comparables.
4. Faire au besoin les redressements appropriés.
5. Calculer, pour chaque entreprise comparable, le multiple prix sur bénéfice net.
6. Éliminer au besoin les valeurs extrêmes. Calculer le multiple moyen et noter les valeurs entre lesquelles il peut raisonnablement varier.
7. Appliquer ce bénéfice à l'entreprise qu'on évalue.
8. Estimer le facteur d'escompte pour manque de liquidité.

Reprenons notre illustration. Votre entreprise vient de réaliser un bénéfice net de 200 000 \$. Vos états financiers ont été vérifiés et vous jugez que ce bénéfice est tout à fait représentatif d'une année normale et ne contient aucun élément extraordinaire. Ne disposant pas de prix récents dans des ventes d'entreprises comparables, vous obtenez le prix des actions d'entreprises publiques

oeuvrant dans le même secteur d'activité que vous. Vous vous assurez que leur bénéfice a été estimé selon les mêmes règles que celui de votre entreprise et faites au besoin les redressements appropriés, en éliminant par exemple tout revenu ou toute dépense extraordinaire. Après élimination de quelques cas extrêmes, vous disposez d'un échantillon de douze entreprises. Le multiple prix/bénéfice moyen est de 8, sa valeur la plus basse de 6 et la plus élevée de 10. Vous obtenez donc une valeur moyenne de 1 600 000 \$. Mais il faut encore appliquer à cette première estimation un facteur d'escompte pour manque de liquidité, votre entreprise n'étant pas, contrairement aux entreprises comparables, une entreprise publique. Ce facteur d'escompte peut varier selon la taille de l'entreprise, l'importance de la marge nette, la croissance, le risque. Vous estimez cet escompte à 25% et obtenez la valeur moyenne de 1 200 000 \$. En appliquant plutôt des multiples de 6 ou de 10, vous obtiendriez plutôt des valeurs de 900 000 \$ ou de 1 500 000 \$.

Pour terminer, faisons quelques remarques et mises en garde :

- Chaque catégorie de méthodes comprend bien des variantes possibles. On peut par exemple actualiser des flux d'exploitation plutôt que des flux aux actionnaires, ou employer un multiple des ventes ou du bénéfice avant intérêt, impôt et amortissement (BAIIA) plutôt qu'un multiple du bénéfice net.
- La plus grande précision apparente de la première catégorie de méthodes est illusoire, puisque là aussi un nombre important d'hypothèses doit être fait. Quand on fait varier ces hypothèses on obtient aussi une gamme de valeurs possibles.
- L'emploi de deux méthodes, quand c'est possible, permet des recoupements et donne une plus grande confiance dans l'évaluation obtenue.
- Les paramètres de croissance et de risque sont cruciaux dans les deux méthodes.
- Le facteur d'escompte pour manque de liquidité permet d'évaluer des sociétés fermées, pour les actions desquelles il n'y a aucun marché établi, à partir de transactions sur des sociétés ouvertes. Il peut varier entre 10% et 40%, selon la taille, la rentabilité, la croissance et le risque.
- Pour des secteurs à fort degré de risque, les technologies de pointe par exemple, une troisième catégorie de méthodes devrait plutôt être employée, celle de l'évaluation d'options réelles. Mais c'est une autre histoire...