

Évaluation des entreprises non cotées en bourse- Cas de la SARL LGA- Valuation of unlisted companies Economy-Case of the LGA Sarl-

HADJADJ Zineb*¹, TAMSSAOUT Zahir²

¹Université Blida 2, Algérie, hadjadj.zineb@hotmail.fr

² Université Blida 2, Algérie, zahir.tamssaout@gmail.com

*Reçu le:*05/08/2022

*Accepté le:*30/09/2022

*Publié le:*30/10/2022

Résumé:

Le présent article a pour objectif d'exposer la problématique d'évaluation des entreprises non cotées en bourse, et vise à explorer les différentes méthodes d'évaluation d'entreprises, L'article a été mené autour d'une société du secteur privé, La SARL LGA, comme échantillon des PME algériennes non cotées. Au terme de ce travail, on a constaté que la difficulté dans le domaine de l'évaluation n'est pas celle d'appliquer les méthodes d'évaluation, mais celle de choisir la méthode adéquate. C'est pourquoi l'évaluation a pour objectif de déterminer, non pas un prix, mais une fourchette de valeurs appelée « zone de négociation ».

Mots clés: Evaluation, Entreprise, Cotée, Méthodes d'évaluation, LGA.

JEl Classification Codes: M40; M41.

Abstract:

This article is devoted to exposing the issue of valuation of unlisted companies, and aims to explore the different methods of business valuation. The article was conducted around a private sector company, La SARL LGA, as delights of unlisted Algerian SMEs. At the end of this work, we found that the difficulty in the field of evaluation is not that of applying the evaluation methods, but that of choosing the appropriate method. This is why the objective of the evaluation is to determine, not a price, but a range of values called the "negotiating zone".

Keywords: Valuation, Company, Listed, Valuation methods, LGA.

JEl Classification Codes : M40; M41.

* : Dr.HADJADJZineb ; e-mail :hadjadj.zineb@hotmail.fr

1. Introduction :

L'opération d'évaluation d'une entreprise peut être réalisée à visée fiscale, comptable ou juridique. L'évaluateur intervient fréquemment à l'une d'opérations ou transactions telles que les cessions d'entreprises, la scission, demande de crédit, l'évaluation fiscale, les transmissions d'entreprises ou encore les levées de fonds, l'introduction en bourse. Le travail de valorisation d'une entreprise est un exercice incontournable à un moment ou un autre de son existence : que ce soit à l'occasion de l'entrée au capital de nouveaux investisseurs, d'une séparation entre associés ou de sa transmission, les dirigeants et les associés sont amenés à se pencher sur cette question. La confrontation, les antagonismes, la dualité constituent les terrains privilégiés de l'évaluateur. Une partie souhaite évaluer au plus haut (le cédant), l'autre souhaite évaluer au plus bas (le cessionnaire). L'évaluateur doit trouver le point d'équilibre, tant en fonction des techniques financières que du rapport de forces ressenti. Une certaine empathie est nécessaire pour faire converger les points de vue.

L'exercice est délicat s'agissant de sociétés non cotées dont la valeur n'est pas fixée par un marché de titres organisé. Les praticiens ont donc développé des méthodes d'évaluation qu'il est d'usage de combiner pour dégager une valeur d'entreprise. Il est fait appel à ce type de professionnel à l'initiative du cédant et ses conseils, de l'acquéreur, d'une banque, ou encore d'une juridiction à l'occasion d'un litige.

A travers notre travail nous tenterons d'apporter des éclaircissements et des éléments de Réponse à la question suivante :

- Quelles sont les principales méthodes d'évaluation des entreprises non cotées en bourse, précisément la SARL LGA ?

Notre recherche exploratoire nous permet de formuler l'hypothèse suivante :

- L'utilisation d'une méthode particulière d'évaluation d'entreprise est conditionnée par la disponibilité d'informations sur le passé ou le futur de l'entité à évaluer et l'objectif de l'opération.

2. Définition et démarche d'évaluation de l'entreprise :

2.1. Définition :

L'évaluation d'entreprise est un ensemble de concepts et de méthodes dont la finalité principale est de donner une valeur aux actifs d'une société et à ses titres. Elle s'effectue selon un processus qui s'inscrit dans un environnement économique et réglementaire donné. Elle consiste à proposer une valeur pertinente aux actifs de l'entité évaluée donnant ainsi une base de référence pour différentes opérations financières. (Franck & Jean-Etienne , 2013, p. 27)

2.2. La démarche d'évaluation de l'entreprise :

Elle ne saurait prétendre à délivrer la valeur exacte d'une entreprise. L'évaluateur a généralement recours à plusieurs approches et méthodes, qui, de manière combinée et argumentée, aboutissent à une fourchette de valeur. Il est intellectuellement préférable de mettre en perspective plusieurs approches afin d'avoir une vision plus juste et éclairée.

2.2.1. Distinguer valeur et prix:

Il convient de différencier la valeur intrinsèque, théorique d'une entreprise, du prix payé effectivement, si transaction il y a. Il est clair qu'il peut exister de grands écarts entre la valeur calculée et le prix payé. Cela dépend du contexte de la transaction et de la négociation (urgence de la transaction, rareté de l'affaire, concurrence des acquéreurs, montant plancher

de cession pour le vendeur). L'intérêt du calcul d'une valeur est d'une part de proposer une base rationnelle de négociation et, d'autre part, d'évaluer la surenchère qu'un acquéreur est prêt à payer compte tenu de son intérêt par rapport à la société cible.(Lellouche, 2019)

2.2.2. Double diagnostic:

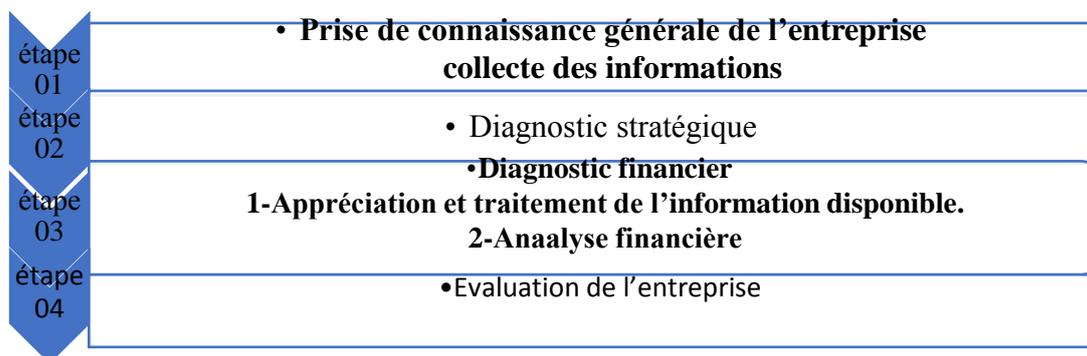
L'évaluation de l'entreprise suppose d'abord un double diagnostic : financier et extra-financier. Ce n'est qu'à l'issue de ce double diagnostic que l'évaluateur pourra déterminer les méthodes de valorisation les plus adaptées.

Une analyse financière réalisée par l'évaluateur sur la base d'éléments objectifs, déterminés notamment à partir de données financières historiques (bilans, comptes de résultats, liasses fiscales), mais également prospectives (projections d'exploitation et projections financières). Ce travail sur trois ou cinq années, voire plus, mettra en relief les performances antérieures et la situation actuelle de l'entreprise cible en termes de chiffre d'affaires, taux de marge, excédent brut d'exploitation (équivalent de l'EBITDA anglo-saxon), résultat d'exploitation, résultat net, besoin en fonds de roulements, capacité d'autofinancement, etc. L'évaluateur s'emploie à modéliser économiquement et financièrement l'entreprise afin d'en extraire des agrégats, des ratios, moyennes et tendances. L'évaluation d'entreprise implique dans certains cas, de procéder à des retraitements d'éléments bilanciels et/ou de certains postes du compte de résultat. (Lellouche, 2019)

Une analyse extra-financière de l'entreprise qui porte sur ses qualités intrinsèques, avantages concurrentiels et perspectives de développement. L'évaluateur va chercher à comprendre comment l'entreprise a fonctionné dans le passé et de quelles façons elle pourra se construire demain : sur quels marchés, suivant quelle réglementation, avec quelle gouvernance, etc. La compréhension des fondamentaux de l'entreprise et l'identification de ses forces et ses faiblesses implique une exploitation documentée des données financières complétée par une analyse, telle que celle proposée avec la célèbre matrice SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats, soit l'équivalent traduit en français de l'analyse pour forces, faiblesses, opportunités et menaces).

La seconde étape est le travail de valorisation stricto sensu. Il consiste à calculer la valeur de l'entreprise à partir d'un panel de méthodes d'évaluation, puis de sélectionner la ou les méthodes à retenir afin d'en extraire une fourchette de valeur. Il n'est pas nécessairement opportun d'établir une moyenne arithmétique d'un grand nombre de méthodes ou approches d'évaluation. Il est souvent plus fondé de limiter le nombre de méthodes à 2, 3 ou 4, de les mettre en perspective et d'en extraire une moyenne pondérée. Il appartiendra à l'évaluateur de justifier le choix des méthodes ainsi que les pondérations retenues.(Palou, 2017, p. 15)

Figure N°01 : Les différentes étapes de l'évaluation d'une entreprise



Source:(Palou, 2017, p. 15)

3. Les approches de l'évaluation d'entreprise:

La valeur de l'entreprise peut être dégagée suivant différentes approches, basées aussi bien sur le passé que sur le futur de l'entreprise. Chaque approche est plus ou moins influente sur la valorisation finale en fonction du secteur et de la taille de la société. Ces approches peuvent être classées en trois grandes catégories les plus utilisées que nous présentons dans ce qui suit :

3.1. L'approche patrimoniale :

Au travers de cette première approche, l'entreprise ou la société va être valorisée dans une logique liquidative : quelle valeur peut-on réaliser en cédant l'ensemble des actifs de la société tout en remboursant toutes les dettes ? La méthode patrimoniale est donc fondée sur l'évaluation du patrimoine accumulé dans l'entreprise, s'attachant davantage aux performances passées de l'entité qu'à son potentiel. On parle de la valeur de l'actif net comptable (ANC) et – plus finement – de celle de l'actif net comptable corrigé (ANCC). En effet, un certain nombre de postes du bilan doivent être appréhendés à leur juste valeur, parfois différente de la valeur comptable historique. Ces écarts correspondent à des plus ou moins-values latentes, modulo l'imposition différée correspondante. L'ANCC peut alors consister à cumuler les actifs après retraitements et réévaluations et y soustraire les actifs fictifs, les provisions pour risques et charges et l'ensemble des dettes.(GEORGES, 2010, pp. 51-52)

Table N°01 : Retraitement des valeurs

Nature du retraitement	Justification	Postes concernés
Élimination des non-valeurs Les non-valeurs sont aussi appelées les actifs fictifs	il faut supprimer les actifs qui n'ont pas de valeur vénale et correspondent souvent à une répartition sur plusieurs exercices de charges importantes issues d'opérations de financement à moyen ou long terme et du développement de l'entité.	Frais d'établissement Frais de recherche et développement Charges à répartir Écarts de conversion Actif Prime de remboursement
Valorisation en valeur d'utilité des immobilisations	Les biens nécessaires à l'exploitation doivent être estimés à leur valeur d'utilité	Constructions Terrains Matériel Industriel

Valorisation en valeur de marché des mobilisations hors exploitation	Les biens non nécessaires à l'exploitation doivent être confrontés aux valeurs de marché pour autant qu'ils soient cessibles	Immeubles de placement Participations minoritaires Trésorerie excédentaire
Valorisation du droit au crédit-bail et du droit au bail dans le cadre de la location financement	La valeur du droit au crédit-bail est égale à la différence entre la valeur d'utilité du bien et la valeur actualisée des redevances et coût de levée d'option restant à payer. La valeur du droit au bail dans le cadre d'une simple location financière est égale à la différence entre la valeur d'utilité du bien louée et la valeur actualisée des loyers restant à payer La valeur d'utilité est fonction des flux futurs issus de l'exploitation de l'actif	Droit au crédit-bail Droit au bail
Écart de conversion actif Écart de conversion passif Provision pour perte de change	Ces écarts correspondent à des pertes ou des gains latents de change sur une dette ou créance en devise étrangère. Ils doivent être traités en actifs et passifs fictifs De même la provision pour perte de change est un passif fictif, il ne s'agit pas d'un engagement vis-à-vis d'un tiers	Écarts de conversion actif Écarts de conversion passif Provision pour perte de change
Affectation du résultat	Si le bilan est présenté avant affectation du résultat, il faut procéder à la répartition de ce dernier et mettre en dettes la part qui sera distribuée	Dividendes à payer
Incidence de la fiscalité différée	Les ajustements pratiqués sont démentiellement porteurs d'une charge ou d'une économie d'impôt futur	

Source:(GEORGES, 2010, pp. 50-51)

Les start-up et sociétés en amorçage possèdent cependant des capitaux propres relativement faibles et peu d'actifs inscrits au bilan, ce qui implique souvent une valeur patrimoniale limitée. Il convient pour ce type d'entreprise d'inscrire fidèlement à l'actif et valoriser années après années leurs productions immobilisées. A l'opposé, les PME et/ou entreprises plus anciennes auront une valeur patrimoniale plus substantielle du fait d'actifs valorisables comme des biens immobiliers, machines, les stocks, etc.

L'actif net corrigé (ANCC) La valeur d'actif net corrigée s'obtient après correction de la valeur comptable telle qu'elle ressort du bilan. En effet, la valeur d'actif net (c'est-à-dire la différence

entre l'actif et le passif dû aux tiers à l'exception des associés) ne reflète que très rarement la valeur réelle d'une entreprise. De nombreux postes du bilan méritent dès lors d'être corrigés : soit que certains actifs sont sous ou sur évalués (par exemple les titres de participation, les éléments incorporels tels que les frais d'établissement ou de recherche), soit que certains éléments nécessaires à l'exploitation n'apparaissent pas au bilan (matériels financés par crédit-bail. (Jean-Etienne Palard, 2013, p. 27)

ANCC = Actifs réel - DLMT – DCT

ANCC = capitaux propres - Actifs fictif - moins-value + plus-value + Réserves.

- Le goodwill (GW) ou "fonds de commerce", est un élément d'actif n'apparaissant pas au bilan. Il peut être défini comme la capacité de l'entreprise à générer du bénéfice au-delà de la rentabilité normale de son
- actif net. Les capitaux investis par les actionnaires ont en effet servi à financer un ensemble de moyens (matériels, actifs incorporels, besoin en fonds de roulement). Si donc le bénéfice dégagé par l'entreprise excède la rentabilité normale des actifs employés, c'est que l'entreprise dispose d'un autre actif incorporel (son personnel, son savoir-faire, etc...) qui génère ce "superbénéfice". Cet actif particulier est appelé "fonds de commerce" ou "goodwill". Pour en déterminer sa valeur on procède par la méthode de capitalisation de la rente de goodwill. Quatre éléments entrent en ligne de compte pour déterminer la valeur du goodwill :
 - Le montant des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE). Ceux-ci sont constitués de la somme (i) de la valeur nette des immobilisations utilisées par l'entreprise et (ii) du montant du besoin en fonds de roulement.
 - Le bénéfice d'exploitation (B).
 - Le taux de rendement attendu par un investisseur agissant en bon père de famille, soit par exemple, celui des OAT (Obligations Assimilables du Trésor) (t).

Ainsi, l'équation : $[B - (CPNE)t]$ reflète le montant du superbénéfice généré par l'entreprise au-delà du simple rendement des capitaux investis dans l'exploitation rémunérés à un taux de père de famille. Ce superbénéfice est appelé la "rente de goodwill".

-Le coefficient de capitalisation (Ant') de la rente de goodwill, déterminé en fonction d'une part du taux rendement t' correspondant au taux de retour sur investissement attendu par les actionnaires (ou Coût Moyen Pondéré du Capital ou encore "WACC"), généralement supérieur de 25 à 75 % à celui des OAT et d'autre part du nombre d'années (n) au cours desquelles sont censés être investis les capitaux (entre 3 et 7 ans). GW est donc la valeur actuelle d'une suite de n années de rentes de goodwill, actualisée au taux t' selon la formule suivante : **$GW = [B - (CPNE)t] \times Ant'$**

- Ainsi se dégage la valeur patrimoniale de l'entreprise comme étant la somme de l'actif net corrigé (ANCC) et du goodwill (GW) : **$VE = ANCC + GW$**

Il ne faut pas exclure que GW puisse être négatif. C'est notamment le cas lorsque la rentabilité de l'entreprise est inférieure à celle que génèrent les CPNE placés à un taux de rendement de père de famille. Dans cette hypothèse on parle de badwill.

Cette méthode est particulièrement utilisée dans des secteurs d'activité où la valeur patrimoniale est essentielle (sociétés foncière immobiliers, holdings industrielles). En revanche elle trouve dans la pratique, certaines limites à son utilisation, il s'agit d'une

approche statique s'appuyant sur les expertises notamment pour l'immobilier. De plus, elle n'est pas adaptée aux entreprises connaissant une évolution rapide (Start-up, haute technologie) pour lesquelles les derniers comptes publiés ne donnent pas une image réelle de son potentiel. (WALTER & Eric , 2007, p. 30)

3.2. L'approche analogique:

L'approche analogique appelée aussi « l'approche des comparables » ou « l'approche des multiples » est fondée sur l'application à la société évaluée des multiples observés lors de transactions (acquisitions, sessions) récentes enregistrées dans le même secteur ou lors de décorations boursières ». (DUPLAT, 2007, p. 151)

c'est une méthode d'évaluation d'entreprise qui sert aussi bien à valoriser une entreprise non cotée qu'une entreprise introduite en bourse. Le but est de déterminer à partir d'un échantillon de sociétés cotées ou de transactions des multiples liés aux résultats, autrement dit cette méthode vise à obtenir la valeur de la société à partir des multiples d'agrégats financiers obtenus pour les sociétés comparables.

Cette approche vise à apprécier la valeur d'une entreprise en la comparant à celles des sociétés qui évoluent dans des secteurs d'activités comparables - ou similaires - et présentant des caractéristiques proches (croissance, rentabilité, taille, etc.). Elle permet de donner une fourchette de valeur relativement précise et offre également un certain confort à ses utilisateurs (acquéreurs, cédants) puisqu'elle tient référence des données boursières et ces dernières sont communes à tous les investisseurs.

Cette approche permet notamment d'éviter que l'entreprise à évaluer soit survalorisée ou sous-valorisée par rapport aux conditions de marché. Cependant, elle nécessite l'existence d'un échantillon d'entreprises - comparables - du même domaine d'activité afin d'effectuer les comparaisons requises.

Suivant cette deuxième approche, l'évaluateur doit identifier les prix des transactions (vente d'entreprise, cession d'actions, levées de fonds) portant sur des sociétés présentant des caractéristiques comparables en termes d'activité ou de taille. L'accès à des données de marché fiables est un prérequis pour opter pour cette approche d'évaluation. En effet, il est difficile d'obtenir des informations suffisantes et exploitables sur des transactions et leurs modalités précises pour en déduire une tendance et un multiple applicable. On entend par « multiple » un coefficient applicable à un agrégat, tel le chiffre d'affaires ou l'excédent brut d'exploitation pour obtenir la valeur d'entreprise. L'évaluateur travaillera sur des formules de valorisation du type : « valeur d'entreprise = 7 x EBITDA » ou bien « valeur d'entreprise = 110 % x CA ». Ces calculs aboutiront à une estimation de la valeur d'entreprise mais non du prix à payer pour l'acquisition de la totalité des actions ou parts sociales. Le passage de l'un à l'autre suppose d'ajouter la trésorerie et soustraire le montant de l'endettement net.

Dans cette approche d'évaluation, il est supposé que les prix des transactions observés sont justes, ce qui est beaucoup plus admissible au sein d'un marché structuré comme celui des sociétés cotées. Le raisonnement de valorisation par multiple comparable est plus limité pour des transactions opérées en l'absence de marché organisé.

La mise en œuvre de la méthode induit logiquement les étapes suivantes: (DUBREUILLE & Mondher , 2009, p. 44)

Tout d'abord, il s'agit de constituer un échantillon de sociétés cotées ou ayant fait récemment l'objet de transactions comparables à la société avec les mêmes caractéristiques sectorielles et financières. Puis, Identification des indicateurs de performance les plus pertinents qui permettent d'analyser les différences de valorisation entre les entreprises retenues. Ensuite, il s'agit d'ajustements empiriques éventuels sur les résultats. Enfin c'est l'application des multiples aux données financières de la société à évaluer.

Les ajustements sont à apporter sur :

- le calcul du multiple :

Multiple retenu = Multiple sectoriel de référence x Coefficient de risque spécifique à la société

- le calcul de la valeur finale de l'entreprise :

Valeur = Valeur calculée + Prime de Contrôle

Valeur = Valeur calculée - Abattement d'liquidité

La méthode des comparables consiste à évaluer une entreprise par l'application d'un multiple observé lors de transactions récentes enregistrées dans le même secteur, ou lors de cotations boursières de sociétés similaires. L'application de cette méthode nécessite une connaissance précise des informations relatives aux entreprises comparable.

Cette méthode considère que la valeur d'une entreprise correspond à un multiple de son résultat. Elle est fréquente dans le secteur de l'immobilier et des cessions de fonds de commerce. Les méthodes analogiques restituent une image d'une entreprise à un instant donné, et n'intègrent pas d'une façon explicite la dynamique de croissance qui est le fondement de sa valeur. (LEFEBVRE, 2011, p. 95)

Les données boursières constituent un référentiel de comparaison accessible et très largement utilisé par les investisseurs sur les marchés financiers.

Cependant, il n'est pas toujours possible de trouver des transactions récentes enregistrées dans le même secteur d'activité ; soit parce qu'il n'existe pas de transactions sur des sociétés comparable, ou encore, les transactions demeurent inconnues.

De plus, il est difficile dans certains cas de trouver des entreprises similaires à celle que l'on souhaite évaluer comme pour les PME. Ces dernières étant positionnées sur des petites niches, il est difficile de trouver des sociétés comparables permettant l'application de cette méthode.

3.3. L'approche prospective par actualisation:

La méthode des cash-flows futurs actualisés ou (discounted cash flows) (DCF) repose sur une anticipation des flux de trésorerie d'exploitation nets d'investissements pour maintenir et développer le potentiel de production. Le cash-flow ou plus précisément free cash-flow est le flux de trésorerie dégagé par l'entreprise après le renouvellement et l'élargissement de l'outil industriel. Avec ce solde, on peut rémunérer les créanciers financiers et les actionnaires.

Il convient de disposer d'un business plan ou bien de le construire car cette méthode fait appel aux projections d'exploitation recueillies sur un horizon de projection donné : cinq ans, dix ans, La valorisation d'une entreprise (VE) par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie ou DCF pour revient à actualiser les flux de trésorerie qu'elle est censée dégager

sous déduction de sa dette financière (DF). Cette méthode s'articule sur les étapes suivantes : (Paulhan , 2009)

- Détermination des flux de "free cash-flow" (FCF). Le cash-flow c'est le flux de trésorerie dégagé par l'exploitation de l'entreprise après financement de la croissance. Il se calcule donc comme suit : [Résultat d'exploitation + Dotation aux amortissements] - [Impôt sur les sociétés + Variation du besoin en fonds de roulement + Investissements] Dans un premier temps, le cash-flow sera actualisé sur une période n (de 3 à 7 ans) au taux de rentabilité attendu ; (t').
- Déterminer la valeur terminale (VT) : au terme de cette période, l'entreprise aura une certaine valeur égale à la valeur actuelle du cash-flow après cette période n appelée la "valeur terminale". Pour la déterminer, on se contentera de capitaliser le flux de la dernière année de la période au taux t' et d'actualiser la valeur résiduelle ainsi obtenue. A ce stade on connaît donc la valeur brute de l'entreprise FCF + VT.
- La dette (DFN) : le mode de financement de l'entreprise n'étant pas pris en compte, le cash-flow lié aux financements, tels que les frais financiers ou les dividendes ne doivent pas être retenus. En conséquence, on retirera de la valeur des flux de trésorerie actualisés le montant des dettes financières de l'entreprise. Ainsi la valeur de l'entreprise (VE) résultant de cette méthode dite des DCF ressort de la formule suivante :

$$VE = FCF + VT - DF.$$

Pour obtenir la valeur des capitaux propres de l'entreprise, on déduit de la valeur des flux de trésorerie actualisés l'endettement financier net de l'entreprise, tels qu'il apparait dans le dernier bilan connu. La valeur de l'entreprise correspond à la somme des flux futurs d'EVA actualisé au cout moyen pondérée du capital et majoré du montant de l'actif économique initial.

Valeur de l'entreprise = capitaux investis + valeur actuelle des profits économiques futurs

Au-delà de l'horizon explicite une valeur terminale est calculée à partir d'hypothèse, Simplificatrice, Les EVA sont supposés constantes à l'infini.

Le tableau suivant résume l'évaluation par la méthode DCF:

Tableau 02 : Valorisation de l'entreprise par les DCF.

RUBRIQUE	1	2	3	4	5
résultat exploitation					
- Impôt sur les sociétés					
+ Dotation aux amortissements					
- Investissements					
+/- Variation du besoin en fond de					
= Flux de trésorerie disponible					
Flux de trésorerie actualisé	K	L	M	N	P
Total flux de trésorerie actualisés (A)	A = K + L + N + P				
Valeur terminale (B)					
Valeur de l'entreprise selon la méthode					

Source : (DUPLAT, 2007, p. 141).

- **Le calcul de la valeur terminale** : Au-delà de l'horizon prévisionnel explicite (durée du business plan), on estime que l'entreprise continuera à fonctionner, mais les projections sont impossibles ; l'entreprise alors une valeur résiduelle. L'estimation de la valeur résiduelle peut se faire de plusieurs façons.
- **La méthode explicite** : Cette méthode consiste à choisir un multiple de solde de gestion et l'appliquer au solde de l'entreprise pour l'année n. Valeur terminale = Solde x multiple

Généralement, il s'agit d'un multiple d'EBIT, EBITDA, ou de chiffre d'affaires. Le calcul de ce multiple se fait à partir d'un échantillon de société comparable. Le taux de croissance perpétuel (g) doit refléter la capacité moyenne de l'entreprise à dégager de la trésorerie tout en maintenant un certain niveau d'investissement. Généralement, on prend le taux de croissance de l'économie nationale dans laquelle se trouve l'entreprise, car il est estimé qu'à l'issue de la durée de son business plans - éventuellement prolongé de quelques années - l'entreprise sera arrivée à maturité et croîtra donc comme le reste de l'économie. (COPELAND & Tim , 2002, p. 313)

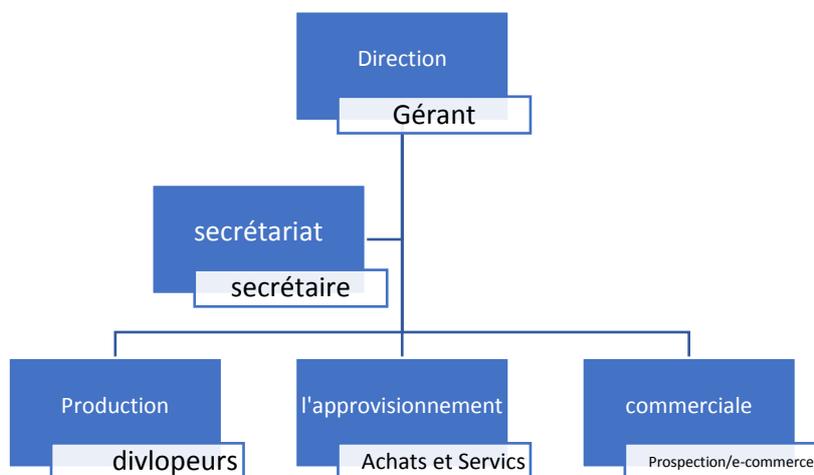
La méthode d'évaluation d'entreprise par les DCF est probablement la plus universellement connues et la plus utilisée par les spécialistes de l'évaluation. Cette méthode est tournée vers l'avenir de l'entreprise et repose sur les prévisions disponibles dans le business plan. Elle est notamment bien adaptée aux entreprises d'une certaine importance qui élaborent conformément à leurs objectifs stratégiques des prévisions financières. Elle est utilisée pour l'évaluation d'entreprises souvent déficitaires les premières années d'existence et peu utilisée pour l'évaluation des TPE et PME. Toutefois, cette méthode présente l'inconvénient de souvent dépendre de la valeur terminale.

4. Evaluation de l'entreprise SARL LGA:

4.1. Présentation de l'entreprise :

Intervenant dans le domaine de l'informatique, une petite entreprise de taille modeste avec 10 employés dont la plupart affectés au développements, la SARL LGA est une société à responsabilité limitée, créée en 2015, avec un capital social de 100.000 DA.

Figure N°2.Organigramme de la SARL LGA



Source :Manuel des procédures de l'entreprise.

4.2. Contexte et enjeux :

La crise sanitaire du Covid-19 a eu un impact positif sur la situation de l'entreprise, que les managers ont dirigée pour faire face à de nouveaux enjeux en 2019, et décidées d'opter pour l'extension et l'élargissement de champs d'intervention de l'entreprise et profitent des propositions de partenariat reçu. C'est pourquoi les associées ont réalisé une évaluation de l'entreprise utilisant L'approche patrimoniale.

4.3. Les Données de la SARL LGA en grande masse :

Les bilans financiers en grandes masses actifs et passifs (2019, 2020 et 2021) Valeur en DA.

Table N°04 : bilans financiers en grandes masses des années 2019-2021

Actif		2019		2020		2021	
		Montant net	%	Montant net	%	Montant net	%
Actifnoncourant (VI)		72 652 760	27.09	47 807 730	14.78	26 851 691	9.05
actif courant	VE	1 807 540	0.67	14 78 691	0.45	4 837 566	1.63
	VR	148 833 904	55.50	208440578	64.45	220589082	74.42
	VD	44 848 117	16.72	65 700 793	20.31	44 140 344	14.89
actif courant		195 489 564	72.90	275 620 064	85.21	269 566 995	90.94
actif		268 142 325	100	323 427 795	100	296 418 686	100
Passif		2019		2020		2021	
		Montant net	%	Montant net	%	Montant net	%
Passif non courant	Capitaux	62 415 178	23.27	73 000 203	22.57	79 758 614	26.90
	D L M T	-	-	-	-	-	-
Passif non courant		62 415 178	23.27	73 000 203	22.57	79 758 614	26.90
Passif courant(DCT)		205 727 146	76.72	250 427 591	77.42	216 660 072	73.09
Passif		268 142 325	100	323 427 795	100	296 418 686	100

Source : établi par nous-mêmes à partir des bilans de l'entreprise.

Les capitaux propres de la SARL LGA affichent une croissance de 17 % en 2020 et 9% EN 2021.

Table N°05 : L'équilibre financier

Désignation	2019	2020	2021
Capitauxpermanents	62 415 178	73 000 203	79 758 614
Immobilisationsnettes	72 652 760	47 807 730	26 851 691
FR	(-10 237 582)	25 192 473	52 906 923

BFR=VE+ VR- DCT			
Désignation	2019	2020	2021
Valeur d'Exploitation	1 807 504	1 478 691	4 837 566
Valeur Réalisable	148833 940	208440 578	220 589 082
DCT	205 727 146	250427 591	216 660 072
BFR	-55 058 702	-40 508 322	8 766 576
Variation de BFR	-	-95 567 024	-31 741 746
BFR en jour du CA	161	85	18
Désignation	2019	2020	2021
Chiffre d'affaires	124 899 550.53	175 630 037	176 565 413
Production de l'exercice	124 899 550.53	175 630 037	176 565 413
Consommation	35 563 709.82	84 114 308	100 438 486
V A d'exploitation	89 335 840.71	91 515 728	76 126 926
EBE	47 754 254.22	40 344 863	32 948 415
RE	20 296 475.50	12 680 394	11 759 751
RF	-	-	-
R net de l'Exercice	18 725 213.05	10 751 631	9 590 029
Désignation	2019	2020	2021
Résultat net	18 725 213.05	10 751 631	9 590 029
+Dotations aux amortissements et	27 214 643.67	27 424 220	21 877 639
CAF	45 939 856.72	38 175 851	31 467 668

Source : établi par nous-mêmes à partir des bilans de l'entreprise

4.4. L'évaluation de l'entreprise LGA :

L'essai d'évaluation de LGA repose essentiellement sur les informations financières disponibles au 31/12/2019, ainsi que les données prévisionnelles des années 2019, 2020, 2021. Le coût des capitaux propres (r): Le coût des capitaux propres correspond à la rentabilité exigée actuellement par les actionnaires, dans notre cas il s'agit d'une entreprise familiale, ceci dit, le coût des capitaux propres est néant. Et il s'agit de même pour le coût moyen pondéré du capital (CMPC).

4.4.1. L'évaluation par l'approche patrimoniale :

L'évaluation de l'entreprise par l'approche patrimoniale est présentée dans le tableau suivant :

Table N°06 : Retraitement du bilan comptable de l'année 2019

Désignation	Plus-value	Moins-value
Total	17 663 892	5 736 844

Source : établi par nous-mêmes à partir des bilans de l'entreprise.

Calcul de l'Actif Réel

Actif réel = Actif total - Actif fictif - moins-value + plus-value

Actif réel = 296 418 686 - 17 663 892 + 5 736 844 = 308 345 734 DA

Calcul de l'actif net comptable corrigé

ANCC = Actif réel - DLMT - DCT

ANCC = 308 345 734 - 216 660 072 = 91 685 662 DA

A. L'évaluation par les méthodes basées sur le Good Will :

Table N°07 : évaluation par le Good Will

Année	2019	2020	2021
Résultat	18 725 213.05	10 751 631	9 590 029
Taux d'évolution	-	-42,58%	-10,80%

Source : établi par nous-mêmes à partir des bilans de l'entreprise

Le bénéfice anticipé pour 2022 est calculé comme suit : Si nous allons supposer que le taux d'évolution est constant de 2019 à 2020 et que l'entreprise LGA maîtrise ses charges, dans ce cas le bénéfice anticipé de 2022 est calculé à la base du résultat de 2021 auquel on rajoute le taux d'évolution de l'année 2021.

Le bénéfice anticipé pour l'année 2022 = Bénéfice 2021 + taux d'évolution 2021

590 029 + (9 590 029* -10,80%) = **84 392 225.2 DA**

Ainsi donc nous pouvons calculer la rente du good-will sur les cinq prochaines années en se basant sur la formule suivante : $R_n = 84\,392\,255.2 - 9\,590\,029$

R_n = 74 802 226.2

Table N°08 : calcul de la rente du Good Will

Désignation	2022	2023	2024	2025	2026
Rente (R _n)	74 802 226.2	74 802 226.2	74 802 226.2	74 802 226.2	74 802 226.2
Coefficie	0,9009009	0,811622433	0,731191381	0,658730974	0,593451328
R _n	67 389 392.9	60 711 164.82	54 694 743.08	49 275 543.32	44 391 480.48
GOOD WILL (G _w) = 276 462 324.6					

Source : établi par nous-mêmes à partir des bilans de l'entreprise

Le goodwill représente la somme des rentes actualisées des cinq années et qui est égale à 276 462 324.6 DA

Dans ce cas la valeur de l'entreprise est calculée comme suit :

La valeur de l'entreprise = 91 685 662 + 276 462 324.6 = **368 147 986.6 DA**

4.4.2. La méthode d'actualisation des cash-flows

$$Tp = \frac{BFR_n}{CA_n} \times 100$$

Table N°09 : Taux proportionnel du BFR par rapport au chiffre d'affaires

Désignation	2019	2020	2021
CA	124 899 550,53	175 630 037	176 565 413
BFR	- 55 058 702	-40 508 322	8 766 746
TP	-44,09%	-23 ,07%	4,97 %

Source : établi par nous-mêmes à partir des bilans de l'entreprise

Tableau no 10 : Le CA et le BFR/amortissements prévisionnel et résultat

Année	2022	2023	2024	2025	2026
CA prévisionnel	270 145 081,9	413 321 975 ,3	632 382 622,2	967 545 412	1 480 344 480
BFR prévisionnel	10 607 762,66	12 835 392,92	15 530 825,31	18 792 298,63	22 738 681,34
A BFR	1 841 016,66	2 227 630,16	2 695 432,49	3 261 473,32	3 946 382,71
BFR prévisionnel	17 502 111,2	14 001 688,96	1 120 135,17	896 108 136	716 886 506,8
REt	10 549 031,9	11 603 935,09	12 764 328,6	11 487 895,74	10 339 106,17
IBS	2 004 316,061	2 204 747,667	2 425 222,434	2 182 700,191	1 964 430,172
It	7 430 120	5 030 150	8 960 400	9 416 320	10 547 800

Source : établi par nous- mêmes à partir des bilans de l'entreprise

Dans ces conditions, le résultat de la SARL LGA affiche une croissance de 10 % les trois premières années et une légère diminution durant les deux dernières années 2025, 2026.

Tableau no 11 : calcul des cash-flows de chaque année

Année	2022	2023	2024	2025	2026
REt	10 549 031,9	11 603 935,09	12 764 328,6	11 487 895,74	10 339 106,17
IBS	2 430 088,64	2 721 699,277	3 048 303,19	3 414 099 ,573	3 823 791,522
DAP	17 502 111,2	14 001 688,96	1 120 135,17	896 108 136	716 886 508,8
It	7430 120	5 030 150	8 960 400	9 416 320	10 547 800
ABFR	1 841 016,66	2 227 630,16	2 695 432,49	3 261 473,32	3 946 382,71
Cash-flow	16 349 917,8	15 626 144,61	7 280 328,09	891 504 13,89	708 907 64,07

Source : établi par nous-mêmes à partir des bilans de l'entreprise

La valeur de l'entreprise = \sum discounted cash-flow + la valeur résiduelle de l'entreprisediscounted cash-flow=(Cash-Flow n)/ $[(1+t)]^n$

Valeur résiduelle de l'entreprise =DFC(n+5) /t =708 907 640,7/

Après avoir calculé la somme des cash-flows de l'entreprise, nous allons les actualisé au taux d'actualisation qui est estimé à 11%.

Table N°12 : actualisation des cash-flows

Désignation	2020	2021	2022	2023	2024
Cash-flow	16 349 917,8	15 626 144,61	7 280 328,09	891 504 138,9	708 907 640,7
Valeur	-	-	-	-	63 871 748, 38
Cash-flowACT	14 729 655,68	12 682 529,51	5 323 313,152	58761 389,9	458 606 954,7

Source : établi par nous à partir des bilans de l'entreprise

Tableau no 13 : Synthèse des méthodes d'évaluation

Méthodes utilisées	Valeurs de LGA
Les méthodes patrimoniales	91 685 662 DA
– Actif net comptable corrigé (ANCC)	308 345 734 DA
– Valeur substantielle brute (VSB)	
La méthode du Good Will	368 147 986.6 DA
Les méthodes des flux économique (DFC)	6 363956 352 DA

Source : établi par nous-mêmes à partir des bilans de l'entreprise

Le tableau ci-dessus montre clairement la divergence qui existe entre les différentes valeurs obtenues par l'application des différentes méthodes. L'évaluation de LGA selon les différents multiples est difficile à appliquer étant donné que LGA n'est pas cotée en bourse.

5. Résultats et discussion :

L'évaluation de l'entreprise conduira à des résultats différents, dont chacun est atteint d'une manière spécifique. En effet, il n'existe pas de méthode « optimale » d'évaluation d'une entreprise, il convient de choisir, selon le cas, celles qui correspondent le mieux aux caractéristiques de l'entreprise à évaluer.

L'appel à des méthodes prospectives nécessite une vision qui permette de se projeter dans le futur. D'autre part, l'utilisation des approches patrimoniales nécessite l'information comptable fiable, afin de protéger les intérêts des parties concernées en attendant la juste valeur de l'entité.

En effet, l'étude de cas d'introduction nous a permis de constater que la méthode (DCF) présentait les informations les plus objectives en se basant sur des hypothèses concernant la continuité de l'activité de l'entité, qui ne comprennent pas d'ambiguïtés liées aux choix d'un échantillon de comparaison.

L'évaluation de LGA selon les différents multiples est difficile à appliquer étant donné que LGA n'est pas cotée en bourse.

6. Conclusion :

Evaluer son entreprise permet d'estimer la valeur de celle-ci. Connaître la valeur de son entreprise est la base avant toute négociation avec des investisseurs potentiels ou un repreneur. L'évaluation permet aussi de connaître la valeur des titres de l'entreprise dans l'optique d'une introduction en bourse.

Les évaluateurs de sociétés non cotées disposent désormais d'outils bien connus et partagés par les praticiens des fusions acquisitions mais aussi maintenant par l'administration fiscale. Ces méthodes restent théoriques et ne peuvent servir que d'indicateur dans la perspective d'une négociation entre acheteur et vendeur, la véritable valeur d'une entreprise étant le prix qu'un acheteur est prêt à la payer.

Même si le repreneur et le cédant évaluent la même entreprise, les motivations de chacun sont totalement différentes. Elles vont inévitablement influencer l'estimation de l'entreprise, Il est courant d'observer un écart important entre le prix souhaité par le cédant et celui proposé par le repreneur.

La méthode de l'évaluation choisie, dépend des informations à collecter, des caractéristiques de l'entreprise et aussi des objectifs de l'évaluation. Nous avons utilisé pour l'évaluation de la société SARL LGA, la méthode patrimoniale, la méthode du goodwill, et la méthode du flux de trésorerie. L'étude nous a permis de constater que la méthode (DCF) présentait les informations les plus objectives en se basant sur des hypothèses concernant la continuité de l'activité de l'entité et la croissance des flux à l'infini, qui ne comprennent pas d'ambiguïtés liées aux choix d'un échantillon de comparaison. La valorisation débouchera sur une fourchette de prix et non sur une valeur absolue, immuable et inscrite dans le marbre

En fin de compte, nous devons nous rendre à l'évidence même si l'exercice de valorisation est fondamental, la seule vraie valeur sera le prix négocié entre les parties et qui résultera des négociations, de leurs objectifs respectifs et de rapports de force éventuels.

7. Liste Bibliographique:

- Copeland, t., & tim , k. (2002). La strategie de la valeur l'evaluation d'entreprise en pratique. Paris: edition d'organisation.
- Birah <https://www.compta-online.com/evaluation-de-entreprise>. mane, h. (2021, 08 30). *Compta-online.com*. Recupere sur [compta-online.com](https://www.compta-online.com).
- Dubreuille, s., & mondher , c. (2009). Creation de valeur et capital- investissement. France: pearson.
- Paulhan , o. (2009). L'evaluation des societes non cotees. Article en ligne sur journaldunet.com: [https://www.journaldunet.com\(2009, 11 04\)](https://www.journaldunet.com(2009, 11 04)).
- Duplat, c.-a. (2007). Evaluez votre entreprise. Paris: vuibert.
- Franck,i,& jean-etienne,p.(2013).Guide pratique d'evaluation d'entreprise.Paris: eyrolles.
- Georges, l. (2010). L'evaluation des entreprises. Paris: Dunod.
- Jeremy , l. (2019). Determiner la valeur d'une entreprise non cotee. Revue en ligne [professioncgp](http://professioncgp.com)(2019, 04 29).. Recupere sur acteurs/actu: <https://www.professioncgp.com/article/les-acteurs/actu>.
- Journal, o. (2008, juillet 26). Arrete du 23 rajab 1429 correspondant 26 juillet 2008. Alger, journal officiel de la republique algerienne democratique et populaire.
- Lefebvre,f. (2011).Evaluation financiere expliquee:principes et demarche.Frnce: cncc.
- Palard, j.-e. (2013). Guide pratique d'evaluation d'entreprise. Paris: eyroles.
- Palou, j.-m. (2017). Les methodes d'evaluation d'entreprise. Paris: groupe revue fiduciaire.
- Walter , c., & eric , b. (2007). Critique de la valeur fondamentale. Paris: springer.