

## LA PRATIQUE DES ÉVALUATEURS CONDUIT-ELLE À SURÉVALUER LES SOCIÉTÉS FONCIÈRES ?

### L'ÉVALUATION DES TITRES D'UNE SOCIÉTÉ

L'évaluation d'entreprise a généralement pour objet d'obtenir une valorisation des capitaux propres (actions) de l'entité. Trois grandes familles de méthodes coexistent :

- 1) la méthode par les flux (DCF<sup>1</sup>), qui s'appuie sur le concept de rentabilité, actualise les flux de trésorerie disponibles au coût du capital (taux de rentabilité exigé) de l'entité,
- 2) la méthode des comparables valorise l'entreprise par analogie avec des actifs de même nature,
- 3) enfin, la méthode patrimoniale qui évalue l'entreprise comme une somme d'actifs sous déduction de tous ses passifs, constitue un mixte des deux méthodes précédentes.

Le principe de la méthode par les flux repose sur la recherche des flux de liquidité futurs (FCF<sub>t</sub><sup>2</sup>) revenant aux pourvoyeurs de fonds qui financent l'actif économique (les actionnaires et les créanciers). Dès lors, les flux de trésorerie disponibles ou *Free Cash Flow* (FCF<sub>t</sub>) sont naturellement calculés après impact de l'impôt de la façon suivante :

$$FCF_t = EBE_t^3 - \Delta BFR_t^4 - INV_t^5 - IS_t^{Rex6}$$

L'assiette de calcul de l'impôt inclut les économies générées par les dotations aux amortissements mais non celles relatives à la dette (IS<sub>t</sub><sup>Rex</sup>). L'objet de l'évaluation est bien la recherche d'une valeur avant prise en compte de l'impact du financement.

### L'ÉVALUATION D'UN OU PLUSIEURS ACTIFS

La méthode patrimoniale, qui consiste à évaluer les titres d'une entreprise sur la base de la somme de chaque actif et passif, pose le problème de leur valorisation pris isolément. S'il existe un marché actif, l'évaluateur retient la valeur de marché, facilement déterminable dans ce cas précis et relativement incontestable.

S'il n'existe pas de marché actif, l'évaluateur retient une valeur fondée sur les flux de trésorerie disponibles futurs attachés à l'actif (approche par les flux). La pratique des évaluateurs consiste à prendre en compte l'impôt théorique attaché aux flux de trésorerie futurs (*Free Cash Flow*). Cette approche est cohérente avec le mode de détermination du taux d'actualisation, net d'impôt, car apprécié à partir des taux d'intérêts explicites ou implicites du marché (Cf. la théorie du MEDAF<sup>7</sup>), traduisant eux-mêmes un rendement net d'impôt.

### LE CAS DES ACTIFS IMMOBILIERS

Les normes d'expertise immobilière, en particulier les normes européennes édictées et publiées par le TEGoVA<sup>8</sup>, fournissent un corps de règles d'évaluation applicables aux biens immobiliers. L'« approche par le revenu » est une des techniques retenues pour valoriser le bien. Cette méthode est particulièrement adaptée lorsque la méthode des comparables ne peut pas s'appliquer, par exemple en présence de biens à caractère monopolistique (hôtel, théâtre, restaurant, etc.).

<sup>1</sup> DCF : Discounted Cash Flow (Actualisation des Flux de Trésorerie)

<sup>2</sup> FCF : Free Cash Flow (Flux de Trésorerie Disponible)

<sup>3</sup> EBE<sub>t</sub> : Excédent Brut d'Exploitation en t

<sup>4</sup> ΔBFR<sub>t</sub> : Variation de Besoin en Fonds de Roulement entre t et t+1

<sup>5</sup> INV<sub>t</sub> : Investissements nets des désinvestissements en t

<sup>6</sup> IS<sub>t</sub><sup>Rex</sup> : Impôt sur les sociétés normatif (calculé sur le Résultat d'Exploitation) en t

<sup>7</sup> MEDAF : Modèle d'Équilibre Des Actifs Financiers

<sup>8</sup> TEGoVA : The European Group of Valuers' Associations

---

Les flux de trésorerie futurs sont calculés à partir des comptes de l'entreprise qui exploite le bien sur la base du revenu d'exploitation net (EBE<sub>t</sub>) avant prise en compte de la charge d'impôt. Par conséquent, la valeur actuelle du bien évalué n'est pas calculée sous déduction des flux d'impôts futurs.

## **LES PIÈGES DU TAUX D'ACTUALISATION EN MATIÈRE IMMOBILIÈRE**

Soit une société foncière non endettée possédant un seul actif immobilier. Les développements qui suivent ont pour objet de calculer la valeur des titres de cette société sur la base des deux méthodes distinctes suivantes : la méthode patrimoniale et la méthode par les flux (DCF).

### **a) Méthode patrimoniale**

Dès lors que la méthode des comparables n'est pas utilisable, l'actif immobilier est évalué sur la base de ses flux de trésorerie futurs avant paiement de la charge d'impôt (approche par les flux préconisée par le TEGoVA). En l'absence d'endettement, le montant des capitaux propres correspond à la valeur actuelle du bien évalué.

### **b) Méthode par les flux**

Les titres sont évalués sur la base des flux de trésorerie futurs générés par l'actif économique, l'endettement étant retranché dans un second temps pour obtenir la valeur des capitaux propres. Par conséquent, les flux de trésorerie liés à l'actif immobilier sont calculés nets d'impôt.

### **c) Réconciliation des deux méthodes**

La valeur des capitaux propres de la société est donc différente selon que l'on utilise la méthode patrimoniale ou la méthode par les flux. Cette différence est égale aux flux d'impôts futurs actualisés.

Le taux d'actualisation utilisé (coût du capital) pour les besoins de la mise en œuvre de la méthode par les flux (DCF) résulte du coût des ressources après impôt : charge d'impôt sur les sociétés (IS<sup>Rex</sup>) et économie d'impôt liée à la composante dette. Au contraire, dans l'« approche par le revenu », le taux d'actualisation retenu pour les besoins de sa mise en œuvre telle que préconisée par le TEGoVA résulte du coût des ressources avant impôt. Dans ce dernier cas, le coût du capital calculé à partir des données de marché doit donc être corrigé de l'impact de l'impôt de façon à déterminer un taux d'actualisation avant impôt.

## **CALCUL DU TAUX D'ACTUALISATION AVANT IMPÔT**

La norme IAS 36 (Dépréciation d'actifs) fournit une méthodologie pour calculer un taux d'actualisation avant impôt à partir d'un taux d'actualisation après impôt (IAS 36, §.BCZ85). Le principe consiste à calculer de manière itérative la valeur actuelle des flux de trésorerie avant impôt, actualisés au taux avant impôt que l'on cherche à déterminer, de telle sorte qu'elle soit égale à la valeur actuelle des flux de trésorerie après impôt, actualisés à un taux d'actualisation après impôt. Dans l'hypothèse où le taux d'actualisation issu des données de marché (MEDAF) serait de 10%, le taux d'actualisation à utiliser au démarrage du processus itératif devrait être calculé comme suit :  $10\% / (1 - 33^{1/3}\%) = 15\%$ .

## **CONCLUSION**

L'exemple qui précède met en évidence un des pièges liés au taux d'actualisation en matière de valorisation de sociétés foncières. Dans ce domaine, la pratique de place privilégie la méthode patrimoniale.

En définitive, les parties prenantes concernées (acheteur, investisseur, commissaire aux apports, conseil, etc.) doivent prêter attention au taux d'actualisation utilisé ; le coût du capital, par construction net d'impôt, doit être majoré à hauteur du taux d'impôt sur les sociétés dès lors que le bien immobilier à valoriser est détenu par une société soumise à l'IS. L'omission de cette correction conduit à la surévaluation des sociétés foncières.

---

### **PAPER AUDIT & CONSEIL**

222, boulevard Pereire

75017 Paris, France

+33 1 40 68 77 41

[www.xavierpaper.com](http://www.xavierpaper.com)