

LA LETTRE DE XAVIER PAPER

WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 114

janvier 2018

EVALUATION : LA VALEUR D'UN GROUPE EST-ELLE EGALE A LA SOMME DES VALEURS DE SES PARTIES ?

En matière d'évaluation d'entreprises, deux familles de méthodes, complémentaires, peuvent être mises en œuvre : celles fondées sur les flux et celles, analogiques, fondées sur les comparables. S'agissant de ces dernières, la valeur d'entreprise est calculée par application de multiples implicites, issus d'un échantillon de sociétés comparables cotées ou de transactions portant sur des sociétés comparables, à des soldes intermédiaires de gestion (SIG) jugés pertinents par l'évaluateur. La valeur des capitaux propres est ensuite obtenue par soustraction de l'endettement net à la valeur d'entreprise (VE).

Le présent article se propose, à travers un exemple illustratif, de répondre à la question suivante : à quelles conditions la valeur des capitaux propres d'un groupe, calculée selon la méthode des comparables, par exemple sur la base d'un multiple d'excédent brut d'exploitation, est-elle égale à son actif net calculé après réévaluation de ses titres de participation (ANR¹), selon la méthode des comparables, sur la base d'un multiple égal à celui retenu pour l'évaluation du groupe ?

L'exemple développé ci-après illustre un processus simple de contrôle de cohérence des hypothèses retenues lorsqu'il est nécessaire, pour des raisons de reclassement interne de certaines filiales, de procéder à l'évaluation de chacune des filiales d'un groupe dont la valeur globale résulte, par exemple, du prix d'acquisition récent dudit groupe.

PRESENTATION DE L'EXEMPLE ILLUSTRATIF

Soit le groupe X constitué de 3 sociétés : une holding n'ayant pas d'activité opérationnelle et deux filiales opérationnelles, A et B, détenues à 100% chacune :

1) Société holding X

- chiffre d'affaires : néant
- excédent brut d'exploitation (EBE) : -10
- le bilan de la société holding X est présenté ci-dessous :

Holding X (UM)	31/12/N	Holding X (UM)	31/12/N
Titres de participation A	50	Capitaux propres holding	120
Titres de participation B	80	Endettement net holding	10
BFR holding	0		
ACTIF HOLDING	130	PASSIF HOLDING	130

UM : unités monétaires

2) Filiale A

- chiffre d'affaires : 250
- taux de marge opérationnelle : 10%
- excédent brut d'exploitation : 25
- besoin en fonds de roulement (BFR) (%) : 20%

¹ Actif net réévalué.

- le bilan de la filiale A est présenté ci-dessous :

Filiale A (UM)	31/12/N	Filiale A (UM)	31/12/N
Immobilisations A	150	Capitaux propres A	150
BFR A	50	Endettement net A	50
ACTIF A	200	PASSIF A	200

3) Filiale B

- chiffre d'affaires : 200
- taux de marge opérationnelle : 20%
- excédent brut d'exploitation : 40
- besoin en fonds de roulement (BFR) (%) : 20%
- le bilan de la filiale B est présenté ci-dessous :

Filiale B (UM)	31/12/N	Filiale B (UM)	31/12/N
Immobilisations B	170	Capitaux propres B	140
BFR B	40	Endettement net B	70
ACTIF B	210	PASSIF B	210

4) Groupe X

- chiffre d'affaires : 450
- excédent brut d'exploitation : 55 (= -10 + 25 + 40)
- le bilan consolidé du groupe X est présenté ci-dessous :

Groupe X (UM)	31/12/N	Groupe X (UM)	31/12/N
Goodwill	0	Capitaux propres groupe X	280
Immobilisations groupe X	320	Endettement net groupe X	130
BFR groupe X	90		
ACTIF GROUPE	410	PASSIF GROUPE	410

EVALUATION DU GROUPE X

Le groupe X est évalué selon les deux approches successives suivantes : la méthode des comparables appliquée au groupe X, sur la base d'un multiple d'EBE égal à 9, et l'ANR.

Selon la première méthode, la valeur du groupe X ressort à 365 sur la base des calculs présentés ci-après :

Evaluation groupe X

EBE groupe X =	55
Multiple d'EBE	9
Valeur d'entreprise groupe X	495
Endettement net groupe X	130
Valeur des capitaux propres groupe X	365

Selon la seconde méthode, la valeur du groupe X, fondée sur la réévaluation de ses filiales, ressort à 365 sur la base des calculs présentés ci-après :

Evaluation Filiale A

EBE filiale A =	25
Multiple d'EBE	9
Valeur d'entreprise filiale A	225
Endettement net A	50
Valeur des capitaux filiale A	175

Evaluation Filiale B

EBE filiale B =	40
Multiple d'EBE	9
Valeur d'entreprise filiale B	360
Endettement net B	70
Valeur des capitaux filiale B	290

ANR holding

Valeur titres de participation A	175
Valeur titres de participation B	290
Valeur des coûts de fonctionnement	-90
BFR holding	0
Endettement net holding	10
ANR holding	365

Sur la base des hypothèses énoncées en première partie, les calculs présentés ci-avant font ressortir une valeur du groupe X identique selon les deux approches mises en œuvre. L'égalité constatée suppose néanmoins que certaines règles soient appliquées de manière identique au groupe et à ses filiales, en particulier s'agissant :

- de l'approche de valorisation de la holding, fondée sur l'application du multiple à ses coûts de fonctionnement ;
- des dates de démarrage de l'évaluation, notamment pour les besoins du calcul de l'endettement net à retrancher des valeurs d'entreprise ; et
- des référentiels comptables utilisés, le non-respect de cette règle pouvant conduire, le cas échéant, à un endettement net du groupe différent de la somme des endettements de chacune des entités.

Il convient en outre :

- d'ignorer le BFR de la holding dans l'hypothèse où ce dernier est non nul. En effet, l'évaluation de la holding selon la méthode des comparables intègre déjà implicitement l'impact de son BFR normatif ; et
- de prendre en compte les SIG de chacune des entités avant élimination des opérations intra-groupe.

PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire
75017 Paris, France
+33 1 40 68 77 41
www.xavierpaper.com

Xavier Paper
+33 6 80 45 69 36
xpaper@xavierpaper.com

Patrick Grinspan
+33 6 85 91 36 23
pgrinspan@xavierpaper.com