

# LA LETTRE DE XAVIER PAPER

## WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 94

mai 2016

### CICE ET CIR : QUELS IMPACTS EN MATIERE D'EVALUATION D'ENTREPRISE ?

Les règles fiscales en vigueur en France permettent, sous certaines conditions, de bénéficier de différents types de crédits d'impôt ; citons notamment le crédit d'impôt pour dépenses de recherche (CIR<sup>1</sup>) et le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE<sup>2</sup>) qui concernent un grand d'entreprises françaises et qui représentent des montants annuels de plusieurs milliards d'euros. Dans ce contexte, l'objet de la présente analyse est d'apprécier l'impact de ces dispositifs en matière d'évaluation d'entreprise ; la principale difficulté tient au fait que, dans un contexte de crise économique et d'instabilité fiscale, leur durée de vie n'est pas connue et que leur pérennité n'est pas garantie de manière infinie. Cela rend particulièrement difficile l'exercice de modélisation auquel se livre l'évaluateur d'entreprise, en particulier s'agissant de la mise en oeuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF<sup>3</sup>), qui constitue le pilier de la valorisation multicritères. Les développements qui suivent présentent, sur la base d'un exemple, les différentes solutions qui s'offrent à l'évaluateur.

### OPTIONS POSSIBLES

Selon la méthode DCF, la valeur des fonds propres d'une entreprise correspond à la valeur présente de ses flux de trésorerie d'exploitation, actualisés au taux de rentabilité exigé par les apporteurs de fonds<sup>4</sup>, sous déduction de l'endettement net à la date d'évaluation.

La mise en oeuvre de la méthode DCF suppose que l'évaluateur détermine les flux de trésorerie d'exploitation. Dans l'hypothèse où l'entreprise évaluée bénéficie du CIR ou du CICE, qui sont enregistrés, selon les référentiels comptables, soit en déduction de l'impôt sur les sociétés soit en majoration du résultat d'exploitation, trois options s'offrent à lui :

- 1) les flux de trésorerie prévisionnels n'incluent pas les crédits d'impôt (option n° 1) ;
- 2) les flux de trésorerie prévisionnels incluent les crédits d'impôt uniquement sur la période explicite du business plan ; il convient donc d'en estimer les montants prévisionnels (option n° 2) ;
- 3) les flux de trésorerie prévisionnels incluent les crédits d'impôt sur la totalité du business plan, en ce inclus la valeur terminale ; à l'instar du cas précédent, il convient donc d'en estimer les montants prévisionnels (option n° 3).

Dans le premier cas, la valeur de l'entreprise est sous-évaluée si cette dernière a vocation à percevoir des crédits d'impôt dans le futur. Dans le second cas, nonobstant l'incertitude pesant sur le montant des crédits d'impôt à percevoir, l'entreprise est sous-évaluée lorsque la période explicite du business plan utilisé pour les besoins de l'évaluation est inférieure à la période durant laquelle l'entreprise bénéficiera effectivement des crédits d'impôt ; à l'inverse, l'entreprise est surévaluée lorsque la période explicite [...]

---

<sup>1</sup> Le CIR est une aide publique qui permet de soutenir l'effort des entreprises en matière de R&D (recherche fondamentale, recherche appliquée, développement expérimental) et en matière d'innovation (dépenses de réalisation de prototypes ou installations pilotes de nouveaux produits).

<sup>2</sup> Le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) a pour objet le financement de l'amélioration de la compétitivité des entreprises à travers notamment des efforts en matière d'investissement, de recherche, d'innovation, de formation, de recrutement, de prospection de nouveaux marchés, de transition écologique et énergétique et de reconstitution de leur fonds de roulement.

<sup>3</sup> *Discount Cash Flows* (DCF).

<sup>4</sup> Soit, avant rémunération des apporteurs de fonds, créanciers et actionnaires.

[...] du business plan est supérieure à la période durant laquelle l'entreprise bénéficiera effectivement des crédits d'impôt. Enfin, dans le troisième cas, l'entreprise est probablement surévaluée dans la mesure où l'évaluation repose sur l'hypothèse selon laquelle elle est réputée pouvoir bénéficier à l'infini des crédits d'impôt.

## EXEMPLE ILLUSTRATIF

Soit une entreprise X à évaluer ayant les caractéristiques suivantes à la date d'évaluation :

- chiffre d'affaires (CA) : 100, constant,
- excédent brut d'exploitation (EBE) : 20,
- dotations aux amortissements : 5,
- crédit d'impôt : 3,
- coût du capital : 10%,
- taux d'imposition : 33,33%.

Nous faisons en outre l'hypothèse que le montant des investissements est égal aux dotations aux amortissements.

Selon l'option n° 1, la valeur d'entreprise, dont le calcul est présenté ci-après, ressort à 53 :

Option n°	1						
	0	1	2	3	4	5	∞
Chiffre d'affaires	100	100	100	100	100	100	100
<i>Croissance du chiffre d'affaires (%)</i>		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<i>Excédent brut d'exploitation (%)</i>	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Crédit d'impôt	0	0	0	0	0	0	0
<b>Excédent brut d'exploitation ajusté</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<i>Excédent brut d'exploitation (%)</i>	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Dotations aux amortissements	5	5	5	5	5	5	5
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>
ΔBFR (-)		0	0	0	0	0	0
Investissements nets (-)		5	5	5	5	5	5
Impôt normatif (-)		5	5	5	5	5	5
<b>Flux de trésorerie</b>		<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>50</b>
<i>Taux d'actualisation</i>		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<i>Coef..d'actualisation</i>		0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,68
Flux de trésorerie actualisés		5	4	4	3	3	34
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>53</b>						

Selon l'option n° 2, la valeur d'entreprise, dont le calcul est présenté ci-après, ressort à 61 :

Option n°	2						
	0	1	2	3	4	5	∞
Chiffre d'affaires	100	100	100	100	100	100	100
<i>Croissance du chiffre d'affaires (%)</i>		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<i>Excédent brut d'exploitation (%)</i>	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Crédit d'impôt	3	3	3	3	3	3	0
<b>Excédent brut d'exploitation ajusté</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>20</b>
<i>Excédent brut d'exploitation (%)</i>	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Dotations aux amortissements	5	5	5	5	5	5	5
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>15</b>
ΔBFR (-)		0	0	0	0	0	0
Investissements nets (-)		5	5	5	5	5	5
Impôt normatif (-)		6	6	6	6	6	5
<b>Flux de trésorerie</b>		<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>50</b>
<i>Taux d'actualisation</i>		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<i>Coef..d'actualisation</i>		0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,68
Flux de trésorerie actualisés		6	6	5	5	4	34
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>61</b>						

Enfin selon l'option n° 3, la valeur d'entreprise, dont le calcul est présenté ci-après, ressort à 74 :

Option n°	3						
	0	1	2	3	4	5	∞
Chiffre d'affaires	100	100	100	100	100	100	100
<i>Croissance du chiffre d'affaires (%)</i>		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<i>Excédent brut d'exploitation (%)</i>	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Crédit d'impôt	3	3	3	3	3	3	3
<b>Excédent brut d'exploitation ajusté</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>
<i>Excédent brut d'exploitation (%)</i>	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Dotations aux amortissements	5	5	5	5	5	5	5
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>
ΔBFR (-)		0	0	0	0	0	0
Investissements nets (-)		5	5	5	5	5	5
Impôt normatif (-)		6	6	6	6	6	6
<b>Flux de trésorerie</b>		<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>70</b>
<i>Taux d'actualisation</i>		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<i>Coef..d'actualisation</i>		0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,68
Flux de trésorerie actualisés		6	6	5	5	4	48
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>74</b>						

Les deux tableaux ci-dessous présentent la sensibilité de la valeur d'entreprise X au crédit d'impôt et à l'option retenue (exprimée en valeur et en pourcentage de la valeur résultant de l'option n° 1) :

		Crédit d'impôt				
		1	2	3	4	5
Option retenue	1	53	53	53	53	53
	2	56	58	61	63	66
	3	60	67	74	81	89

		Crédit d'impôt (%)				
		1%	2%	3%	4%	5%
Option retenue	1	100%	100%	100%	100%	100%
	2	105%	110%	114%	119%	124%
	3	113%	127%	140%	153%	167%

Les deux tableaux ci-dessous présentent la sensibilité de la valeur d'entreprise X à l'EBE et à l'option retenue (exprimée en valeur et en pourcentage de la valeur résultant de l'option n° 1) :

		Excédent brut d'exploitation				
		16	18	20	22	24
Option retenue	1	25	39	53	67	81
	2	32	47	61	75	89
	3	46	60	74	89	103

		Excédent brut d'exploitation (%)				
		16%	18%	20%	22%	24%
Option retenue	1	100%	100%	100%	100%	100%
	2	131%	119%	114%	111%	109%
	3	186%	155%	140%	132%	126%

Les résultats qui précèdent appellent les trois commentaires suivants :

- l'option retenue a un impact significatif sur la valeur d'entreprise ; ainsi, pour un crédit d'impôt fixé à 3% du chiffre d'affaires, l'option n° 2 conduit à une augmentation de la valeur d'entreprise de 14% ( $= [61 - 53] / 53$ ) par rapport à l'option n° 1 tandis que l'option n° 3 conduit à une augmentation de la valeur d'entreprise, respectivement de 40% ( $= [74 - 53] / 53$ ) par rapport à l'option n° 1 et de 21% par rapport à l'option n° 2 ;
- les écarts constatés entre les valeurs résultant des différentes options sont d'autant plus importants que le crédit d'impôt est élevé ; ainsi, l'écart entre l'option n° 3 et l'option n° 1, constaté pour un crédit d'impôt égal à 1% du chiffre d'affaires, représente 13% de la valeur résultant de l'option n° 1 tandis que cet écart ressort à 67% si le crédit d'impôt est égal à 5% du chiffre d'affaires ;
- les écarts constatés entre les valeurs résultant des différentes options s'accroissent lorsque le taux de marge opérationnelle diminue ; ainsi l'écart entre l'option n° 3 et l'option n° 1, constaté pour un taux de marge opérationnelle égal à 24% du chiffre d'affaires, représente 26% de la valeur résultant de l'option n° 1 tandis que cet écart ressort à 86% lorsque le taux de marge opérationnelle est égal à 16% du chiffre d'affaires.

---

Afin d'apprécier l'importance de la sensibilité à l'option retenue, nous avons réalisé le tableau de sensibilité de la valeur d'entreprise X au taux d'actualisation (exprimée en valeur) :

		Taux d'actualisation (%)				
		6%	8%	10%	12%	14%
Option retenue	1	87	66	53	45	38
	2	95	74	61	52	45
	3	122	92	74	62	54

## CONCLUSION

Les développements qui précèdent mettent en évidence la forte sensibilité de la valeur d'entreprise à l'option retenue en matière de crédits d'impôt lors de la mise en œuvre de la méthode DCF. Bien qu'il n'existe pas de consensus sur ce sujet, le fait de retenir l'option n° 3, qui conduit à tenir compte des crédits d'impôt à l'infini, est de nature à surévaluer la valeur d'entreprise. A l'inverse, ne tenir compte des crédits d'impôt que sur la période explicite du business plan (option n° 2) apparaît plus prudent. Néanmoins, l'utilisation de cette dernière approche ne résout pas la question de la durée de la période pendant laquelle l'entreprise bénéficiera effectivement des crédits d'impôt. Dans ce domaine, l'exercice d'évaluation comporte donc une grande part de jugement et d'estimation. A titre d'illustration, dans les secteurs d'activité caractérisés par des taux de marge opérationnelle très faibles, et lorsque le CICE représente aux alentours de 50% du résultat net, les évaluations d'entreprise peuvent passer du simple au double selon les hypothèses retenues concernant la pérennité du CICE.

---

### PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire  
75017 Paris, France  
+33 1 40 68 77 41  
[www.xavierpaper.com](http://www.xavierpaper.com)

**Xavier Paper**  
+33 6 80 45 69 36  
[xpaper@xavierpaper.com](mailto:xpaper@xavierpaper.com)

**Patrick Grinspan**  
+33 6 85 91 36 23  
[pgrinspan@xavierpaper.com](mailto:pgrinspan@xavierpaper.com)