

## Evaluation d'entreprise : le retraitement du crédit-bail est-il neutre ?

Le crédit-bail (CB) constitue un moyen de financement des investissements. Il s'assimile à une opération de crédit à moyen ou long terme, prenant la forme d'une location, au terme de laquelle l'entreprise peut, le cas échéant, acquérir le(s) bien(s) moyennant le paiement d'un prix convenu à l'avance (l'option d'achat).

D'un point de vue comptable, l'entreprise enregistre dans ses comptes sociaux les redevances relatives au bien en crédit-bail, ce dernier n'étant en effet pas immobilisé tant que l'option d'achat n'a pas été levée. Dans les comptes consolidés, le crédit-bail est généralement retraité, conformément à la pratique financière, de façon à enregistrer au bilan le bien comme si l'entreprise s'était endettée afin de l'acquérir, ceci donnant lieu à la comptabilisation du bien à l'actif du bilan et de la dette correspondante au passif. S'agissant du compte de résultat, la redevance est annulée en contrepartie de l'enregistrement d'une dotation aux amortissements, reflétant l'amortissement de la dette de crédit-bail, et d'une charge financière, correspondant à son coût. L'ensemble de ces retraitements comptables est généralement qualifié de retraitement de crédit-bail.

Le présent article se propose, sur la base d'un exemple illustratif, d'étudier l'impact de ce retraitement lors de la mise en œuvre des méthodes usuelles d'évaluation : l'actualisation des flux de trésorerie disponible<sup>1</sup> et les multiples<sup>2</sup>.

### Présentation de l'exemple et hypothèses y afférentes

Dans l'exemple étudié, la société X fait l'acquisition, au début de l'exercice 1, d'un bien d'une valeur de 100, en crédit-bail, pour une durée de 5 ans, sur la base d'un taux d'intérêt de 5%, la redevance annuelle s'élevant à 23,1, la valeur résiduelle du bien étant supposée nulle au terme du contrat de crédit-bail. Il est supposé, en outre, par mesure de simplification, que la durée d'amortissement du bien est égale à celle du contrat de crédit-bail.

Le tableau ci-après présente le tableau d'amortissement du bien en crédit-bail et distingue, en particulier, la quote-part liée à l'amortissement du capital de celle liée au coût de financement du bien.

(UM)	0	1	2	3	4	5
<b>Capital restant dû - début -</b>		<b>100</b>	<b>82</b>	<b>63</b>	<b>43</b>	<b>22</b>
Redevance		23	23	23	23	23
Charge financière		5	4	3	2	1
Amortissement du capital		18	19	20	21	22
<b>Capital restant dû - fin -</b>	<b>100</b>	<b>82</b>	<b>63</b>	<b>43</b>	<b>22</b>	<b>0</b>

En complément, le tableau ci-dessous confirme que la valeur actuelle des redevances est bien égale à la valeur du bien<sup>3</sup>, sur la base d'un taux actuariel égal au taux d'intérêt du crédit-bail :

(UM)	0	1	2	3	4	5
<b>Redevances</b>		<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>
Taux d'actualisation		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Coef. d'actualisation		0,95	0,91	0,86	0,82	0,78
Redevances actualisées		22	21	20	19	18
<b>Valeur actuelle des redevances</b>	<b>100</b>					

Par ailleurs, la société X a les caractéristiques suivantes à la date d'évaluation, soit au début de l'exercice 1 :

- chiffre d'affaires (CA) : 100, constant ;
- excédent brut d'exploitation (EBE) : 20% du chiffre d'affaires ;
- dotations aux amortissements : 50 ;
- besoin en fonds de roulement (BFR) : 0% du chiffre d'affaires ;
- coût du capital : 10%

<sup>1</sup> Discounted Cash Flows (DCF).

<sup>2</sup> Cette approche consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société à évaluer les multiples observés sur un échantillon de sociétés comparables cotées, pour la méthode des comparables boursiers, à partir de transactions intervenues sur le capital de sociétés présentant des caractéristiques semblables, pour la méthode des transactions comparables.

<sup>3</sup> Valeur actuelle nette (VAN) de l'investissement nulle.

- taux d'imposition : 28%.

### Evaluation selon la méthode DCF

Pour les besoins de l'évaluation selon la méthode DCF, nous faisons l'hypothèse simplificatrice que le montant des investissements est égal à celui des dotations aux amortissements.

En l'absence de retraitement du crédit-bail, sur la base des hypothèses et caractéristiques décrites au paragraphe précédent, la valeur des capitaux propres de la société X, dont le calcul est présenté ci-après, ressort à 1147 :

(UM)	0	1	2	3	4	5	∞
<b>Chiffre d'affaires (CA)</b>	<b>1 000</b>						
<i>Croissance du chiffre d'affaires (%)</i>		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Annulation de la redevance	0	0	0	0	0	0	0
<b>Excédent brut d'exploitation (EBE)</b>	<b>200</b>						
<i>Excédent brut d'exploitation (%)</i>	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Dotations aux amortissements	50	50	50	50	50	50	50
<b>Résultat d'exploitation (REX)</b>	<b>150</b>						
<i>Résultat d'exploitation (%)</i>	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
ΔBFR (-)		0	0	0	0	0	0
Investissements nets (-)		50	50	50	50	50	50
Impôt normatif (-)		42	42	42	42	42	42
<b>Flux de trésorerie d'exploitation</b>		<b>108</b>	<b>108</b>	<b>108</b>	<b>108</b>	<b>108</b>	<b>1 080</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		98	89	81	74	67	738
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>1 147</b>						
Endettement net	0						
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>1 147</b>						

Après retraitement du crédit-bail, la valeur des capitaux propres de la société X, dont le calcul est présenté ci-après, ressort à 1131 :

(UM)	0	1	2	3	4	5	∞
<b>Chiffre d'affaires (CA)</b>	<b>1 000</b>						
<i>Croissance du chiffre d'affaires (%)</i>		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Annulation de la redevance	0	-23	-23	-23	-23	-23	0
<b>Excédent brut d'exploitation (EBE)</b>	<b>200</b>	<b>223</b>	<b>223</b>	<b>223</b>	<b>223</b>	<b>223</b>	<b>200</b>
<i>Excédent brut d'exploitation (%)</i>	20,0%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	20,0%
Dotations aux amortissements	50	68	69	70	71	72	50
<b>Résultat d'exploitation (REX)</b>	<b>150</b>	<b>155</b>	<b>154</b>	<b>153</b>	<b>152</b>	<b>151</b>	<b>150</b>
<i>Résultat d'exploitation (%)</i>	15,0%	15,5%	15,4%	15,3%	15,2%	15,1%	15,0%
ΔBFR (-)		0	0	0	0	0	0
Investissements nets (-)		50	50	50	50	50	50
Impôt normatif (-)		43	43	43	43	42	42
<b>Flux de trésorerie d'exploitation</b>		<b>130</b>	<b>130</b>	<b>130</b>	<b>130</b>	<b>131</b>	<b>1 080</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		118	107	98	89	81	738
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>1 231</b>						
Endettement net	100						
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>1 131</b>						

Les deux tableaux ci-dessous présentent la sensibilité de la valeur des capitaux propres de la société X respectivement au taux d'impôt et au taux d'intérêt du crédit-bail, selon qu'est opéré (1), ou non (0), le retraitement de crédit-bail :

(UM)		Taux d'impôt (%)				
		0%	10%	20%	25%	28%
Retraitement de crédit-bail (0/1)	0	1 593	1 434	1 275	1 195	<b>1 147</b>
	1	1 581	1 420	1 260	1 179	<b>1 131</b>
	Δ	-12	-14	-15	-16	<b>-16</b>

(UM)		Taux d'intérêt du crédit-bail (%)				
		3%	5%	7%	8%	10%
Retraitement de crédit-bail (0/1)	0	1 147	<b>1 147</b>	1 147	1 147	1 147
	1	1 128	<b>1 131</b>	1 135	1 136	1 140
	Δ	-19	<b>-16</b>	-12	-11	-7

Les résultats qui précèdent appellent les commentaires suivants :

- après retraitement du crédit-bail, la valeur de la société X est plus faible d'un montant de 16, correspondant à 16% de la valeur du bien, sur la base des paramètres retenus. Cet écart est plutôt modéré, voire faible rapporté à la valeur de la société X, soit 1,4% de la valeur des capitaux propres (= 16/1147) ;
- plus le taux d'impôt augmente, plus l'écart entre les deux valeurs de la société X, avec (1) ou sans retraitement de crédit-bail (0), augmente ;
- plus l'écart entre le taux d'actualisation et le taux du crédit-bail augmente, plus l'écart entre les deux valeurs de la société X, avec (1) ou sans retraitement de crédit-bail (0), augmente.

Comme le suggèrent les tableaux de sensibilité, l'écart constaté, d'un montant de 16 dans l'exemple illustratif, a la double origine suivante :

### 1) Impact de l'impôt

Le retraitement de crédit-bail a pour conséquence d'augmenter l'excédent brut d'exploitation à hauteur du montant de la redevance et de diminuer, dans le même temps, le résultat d'exploitation à hauteur du montant de la dotation aux amortissements au titre du bien en crédit-bail<sup>4</sup>. Ces deux montants, de signe contraire, n'étant pas égaux, le retraitement de crédit-bail conduit *in fine* à augmenter le résultat d'exploitation à partir duquel est calculé l'impôt normatif. Le tableau ci-après présente le calcul de l'impact du retraitement de crédit-bail au seul titre de l'impôt.

#### Impact de l'impôt

Annulation de la redevance	23	23	23	23	23
Dotations aux amortissements au titre du CB	-18	-19	-20	-21	-22
Δ Résultat d'exploitation	5	4	3	2	1
Taux d'impôt (%)	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Impôt normatif	-1	-1	-1	-1	0
Taux d'actualisation	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Coef. d'actualisation	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62
Impôt normatif actualisé	-1	-1	-1	0	0
<b>Valeur de l'impôt normatif au titre du CB</b>		<b>-3,5</b>			

### 2) Impact de l'écart entre taux d'actualisation et taux d'intérêt du crédit-bail

Comme présenté au paragraphe précédent, l'actualisation des redevances au taux d'intérêt du crédit-bail, au cas d'espèce 5%, est égale à la valeur du bien en crédit-bail. Or, l'évaluation de la société X dans le scénario mettant en œuvre le retraitement de crédit-bail s'effectuant sur la base d'un taux d'actualisation égal au coût du capital, au cas d'espèce 10%, l'actualisation des redevances, incluses dans les flux de trésorerie d'exploitation, est à l'origine d'un écart de valeur par rapport au scénario ne mettant pas en œuvre le retraitement de crédit-bail. Le tableau ci-après présente le calcul de l'impact du retraitement de crédit-bail au seul titre de l'écart entre le taux d'actualisation et le taux d'intérêt du crédit-bail.

<sup>4</sup> La durée d'amortissement du bien étant égale à la durée du contrat de crédit-bail, par hypothèse, la dotation aux amortissements est par conséquent égale à l'amortissement du capital du bien en crédit-bail.

**Impact de l'écart entre taux d'actualisation et taux d'intérêt du crédit-bail**

Annulation de la redevance	23	23	23	23	23
Taux d'actualisation	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Coef..d'actualisation	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62
Redevances actualisées	21	19	17	16	14
Valeur actuelle des redevances	88				
Valeur du bien en crédit-bail	100				
<b>Valeur de l'impôt normatif au titre du CB</b>	<b>-12,4</b>				

L'écart de -16 se décompose donc à hauteur de -3,5 au titre de l'impôt et de -12,5 au titre de l'écart des taux d'actualisation (-16 = [-3,5] + [-12,5]).

**Evaluation selon la méthode des multiples**

Afin d'analyser l'impact du retraitement de crédit-bail selon l'approche des multiples, nous avons retenu, pour les besoins de l'évaluation de la société X, les multiples de l'excédent brut d'exploitation et ceux du résultat d'exploitation que nous avons appliqués à la période prévisionnelle 1-3. Il est supposé, en outre, que le multiple implicite est égal à x6 pour l'excédent brut d'exploitation et à x10 pour le résultat d'exploitation, et ce, quelle que soit la période.

Le tableau ci-après présente les résultats de l'évaluation de la société X selon la méthode des multiples en l'absence de retraitement de crédit-bail (scénario n° 0) :

(UM)	Année →	x EBE			x REX		
		1	2	3	1	2	3
Soldes intermédiaires de gestion		200	200	200	150	150	150
Multiple		6,0	6,0	6,0	10,0	10,0	10,0
<b>Valeur d'entreprise</b>		<b>1 200</b>	<b>1 200</b>	<b>1 200</b>	<b>1 500</b>	<b>1 500</b>	<b>1 500</b>
Endettement net (-)		0	0	0	0	0	0
<b>Valeur des capitaux propres par période</b>		<b>1 200</b>	<b>1 200</b>	<b>1 200</b>	<b>1 500</b>	<b>1 500</b>	<b>1 500</b>
<b>Valeur des capitaux propres</b>			<b>1 200</b>			<b>1 500</b>	

Le tableau suivant ci-après présente cette fois les résultats de l'évaluation de la société X après retraitement du crédit-bail (scénario n° 1) :

(UM)	Année →	x EBE			x REX		
		1	2	3	1	2	3
Soldes intermédiaires de gestion		223	223	223	155	154	153
Multiple		6,0	6,0	6,0	10,0	10,0	10,0
<b>Valeur d'entreprise</b>		<b>1 339</b>	<b>1 339</b>	<b>1 339</b>	<b>1 550</b>	<b>1 541</b>	<b>1 531</b>
Endettement net (-)		100	100	100	100	100	100
<b>Valeur des capitaux propres par période</b>		<b>1 239</b>	<b>1 239</b>	<b>1 239</b>	<b>1 450</b>	<b>1 441</b>	<b>1 431</b>
<b>Valeur des capitaux propres</b>			<b>1 239</b>			<b>1 441</b>	

Les écarts constatés sont respectivement de +39 (= 1239 – 1200) pour l'excédent brut d'exploitation et de -59 (= 1441 – 1500) pour le résultat d'exploitation. Pour chacun des soldes intermédiaires de gestion (SIG), l'écart constaté est égal à la différence entre le SIG, avant (0) et après retraitement de crédit-bail (1), sous déduction de la dette de crédit-bail (DCB). Ainsi, s'agissant des multiples d'EBE, l'écart de +39 se décompose de la façon suivante :

$$\text{Ecart constaté} = (\text{SIG}[1] - \text{SIG}[0]) \times \text{multiple d'EBE} - \text{DCB} = (223 - 200) \times 6 - 100 = 139 - 100 = 39$$

Ces tableaux appellent les commentaires suivants :

- les écarts constatés entre les valeurs, avant et après retraitement du crédit-bail, sont d'autant plus significatifs que les multiples implicites sont élevés ;
- le retraitement de l'EBE, lié à l'annulation de la redevance, devrait produire des impacts plus élevés que le retraitement du résultat d'exploitation, beaucoup plus faible par nature. Néanmoins, au cas d'espèce, les écarts de valeur sont plus élevés pour le résultat d'exploitation que pour l'EBE dans la mesure où les multiples implicites utilisés sont respectivement de 10 et de 6.

## **Conclusion**

Les développements précédents montrent les limites des méthodes d'évaluation qui ne parviennent pas à neutraliser l'impact du retraitement du crédit-bail ; en effet, ce dernier étant d'ordre purement comptable et sans aucun impact sur la trésorerie, il ne devrait pas avoir la moindre incidence sur l'évaluation. Ainsi, en théorie, une entreprise devrait avoir exactement la même valeur qu'elle procède, ou non, au retraitement du crédit-bail. La pratique vient de démontrer tout le contraire.