



Evaluation des titres / capitaux propres d'une entreprise par la méthode DCF



Méthodes et approches principales

Les 7 étapes indispensables d'une évaluation

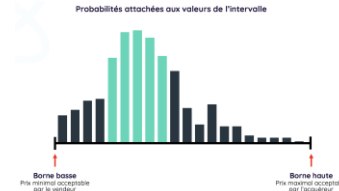
Le contexte d'une évaluation détermine ses **objectifs principaux** : identification de cibles, étude des leviers de valeur, négociation, analyse indépendante pour des besoins de conformité, etc.



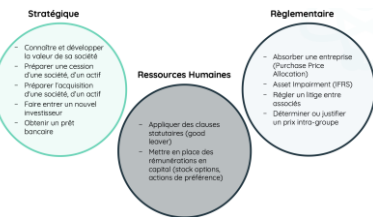
3 catégories de méthodes sont disponibles: celles basées sur les **revenus**, sur les **comparables** ou sur les données **patrimoniales**. Une **approche multicritères** est préférable.



Ils permettent d'évaluer la taille du marché, sa structure (offre, demande) ou la conjoncture (niveaux de prix). Ils sont **peu maîtrisables à court terme**.

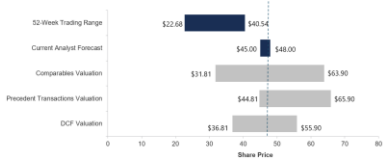


L'étude des **meilleures alternatives disponibles** pour le vendeur et l'acquéreur permet d'identifier les leviers ayant le plus d'impact sur l'issue potentielle de la négociation voire d'estimer **ses résultats probables**.

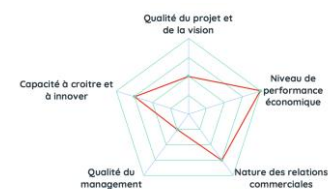


Les **caractéristiques** de l'actif sont primordiales pour comprendre comment procéder à son évaluation:

1. Quels sont les niveaux de complexité et d'incertitude de l'actif évalué ?
2. Trouve-t-on des données sur des transactions similaires ?



Ils déterminent la façon dont un actif se comporte par rapport à son environnement. Ils peuvent être **qualitatifs** (qualité de l'équipe) ou reflétés par les **indicateurs économiques** (revenus, marge).



Dans la plupart des cas, l'évaluation visera l'identification d'un intervalle et non d'une valeur unique. Cet intervalle peut prendre la forme d'une **fourchette de négociation** dont les bornes sont comprises entre:

- Le prix minimum acceptable par le vendeur, et
- Le prix maximum acceptable par l'acquéreur.



Présentation des principales méthodes d'évaluation

Trois méthodes d'évaluation sont généralement utilisées

1 Méthode patrimoniale

La valeur d'une entreprise est déterminée en évaluant les actifs de l'entreprise et à en soustrayant la valeur de ses dettes pour obtenir l'**actif net réévalué** (aux valeurs du marché).

2 Méthode des comparables

La valeur d'une entreprise (d'un actif) est déterminée à partir d'informations sur des **entreprises vendues/rachetées sur le marché** dans des domaines d'activité et des conditions les plus comparables possibles

3 Méthode basée sur le revenu (actualisation des flux)

La valeur d'une entreprise est calculée en **actualisant les flux futurs revenant aux investisseurs** de l'entreprise



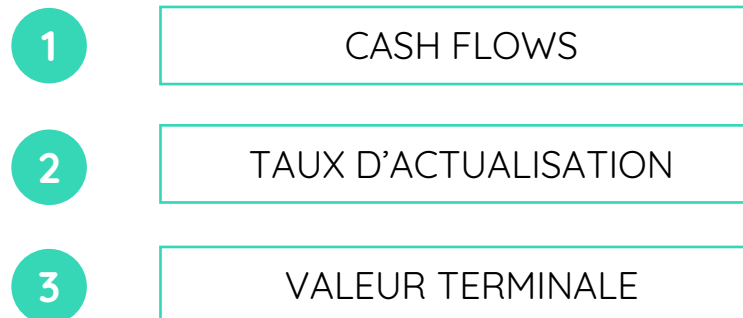
La méthode d'actualisation des flux

Méthode d'actualisation des flux

Méthode DCF (Discounted Cash Flows) : principes fondamentaux

- La valeur d'une entreprise est calculée comme la **valeur actuelle des flux financiers que l'entreprise génèrera**, ce qui implique l'actualisation des flux de trésorerie (« cash-flows ») futurs
- L'actualisation des cash-flows disponibles prévisionnels repose sur un **taux d'actualisation** qui correspond au coût des ressources financières mobilisées par l'entreprise pour financer son exploitation
- Pour rendre compte de l'hypothèse de la continuité d'activité de l'entreprise, les modèles d'évaluation incorporent une **valeur terminale** à la fin de la période de prévision

$$V_E = \left(\sum_{i=1}^n \frac{1}{(1 + r_e)^i} \times CF_i \right) + \frac{VT_n}{(1 + r_e)^n}$$



Cash flows

Free Cash Flows ou Cash Flows Disponibles

Le Cash Flow Disponible est un réel **surplus d'exploitation**

- Il est ajusté :
 - des variations de BFR (stocks, créances clients, dettes fournisseurs)
 - des charges comptabilisées qui ont une nature de charge non dépensées (provisions pour risques et charges, dotations aux amortissements)
 - des éléments exceptionnels pris en compte dans le cash flow prévisionnel
 - Des économies d'impôts liées aux produits et aux charges financières
- Il prend en compte :
 - Les investissements (corporels et incorporels) effectués dans le cadre de l'exploitation

Chiffre d'affaires

(-) Coûts de production

= Marge brute

(-) Coûts commerciaux

(-) Coûts administratifs

= Résultat d'exploitation

(-) Impôt d'exploitation

(-) Variation du BFR

= Cash Flow Opérationnel

(-) Var. immobilisations

= Cash Flow Disponible

Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation d'un flux financier risqué peut se calculer de différentes manières. La plus répandue est l'analyse du ratio risque / rentabilité :

Calcul du WACC

- Le WACC (ou CMPC) se calcule de la manière suivante :

$$r_d(1 - t)\left(\frac{D}{FP + D}\right) + r_{fp}\left(\frac{FP}{D + FP}\right)$$

- Le coût du capital est défini ainsi :

$$r_{fp} = r_f + \beta_{fp} \times (r_m - r_f)$$

r_f le taux de rendement d'un actif sans risque

r_m le taux de rendement du portefeuille de marché

β_{fp} la contribution marginale de l'actif financier au risque du portefeuille de marché

Valeur terminale

3 méthodes principales pour appréhender la valeur terminale :

Hypothèse de liquidation

- Hypothèse de dissolution de l'entreprise à la fin de la période de prévision
- La valeur de l'entreprise à la fin de la période est égale à sa valeur nette comptable

Utilisation des multiples courants

- Hypothèse de vente de l'entreprise à la fin de la période de prévision
- La valeur de l'entreprise est calculée en utilisant les multiples courants d'agrégats financiers (CA, EBE ...)
- La valeur d'entreprise obtenue est ensuite actualisée

Hypothèse de croissance infinie

- Hypothèse de croissance constante à la fin de la période de prévision
- La valeur de l'entreprise à la fin de la période se calcule de la manière suivante

$$VT_n = \frac{(1 + g)}{(1 + r)} \times CF_n$$

- La valeur d'entreprise obtenue est ensuite actualisée



Cas d'usage

Les apports d'atommetrics

- 1 **Business plan** : Prendre en compte les facteurs externes et internes pour définir des cash flows prévisionnels
- 2 **Taux d'actualisation** : Prendre en compte les risques spécifiques pour ajuster le taux d'actualisation de l'actif étudié
- 3 **Valeur terminale** : Appréhender la croissance infinie en analysant les taux de croissance normatifs du secteur

- ✓ Une **approche à 360°** permettant de **comprendre la cible et son marché**
- ✓ Une **base de données fiable** permettant de collecter les **informations financières** clés pour l'étude de la cible
- ✓ Un **accès** simple et immédiat à des **références de marché**

Contexte : Mise en vente (100% des capitaux propres)

ROYAL SERVICE AUTO

Adresse : 145 rue Gabriel Péri, Saint Denis

Secteur d'activité : Garages et carrosseries

SIREN : 395116742

Caractéristiques :

- CA : 1 138 813€ (2020)
- Marge brute : 62,5% du CA
- EBE / CA : 3,7%
- Effectif : 12 salariés

Informations financières de la cible

<i>En €HT</i>	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires	1 200 840	1 221 551	1 309 339	1 362 887	1 412 874	1 138 813
Achats de marchandises	486 237	477 973	532 325	534 805	582 537	427 211
Autres achats et charges externes	218 397	224 572	217 571	235 410	236 906	217 177
Masse salariale	421 367	432 136	431 161	460 324	491 845	452 636
Excédent Brut d'Exploitation (EBE)	74 839	86 870	128 282	132 348	101 577	41 789
EBE en %	6,2%	7,1%	9,8%	9,8%	7,2%	3,7%
Résultat d'Exploitation (EBIT)	50 901	73 596	115 074	116 293	116 974	32 664
EBIT en %	4,2%	6,0%	8,8%	8,5%	8,3%	2,9%

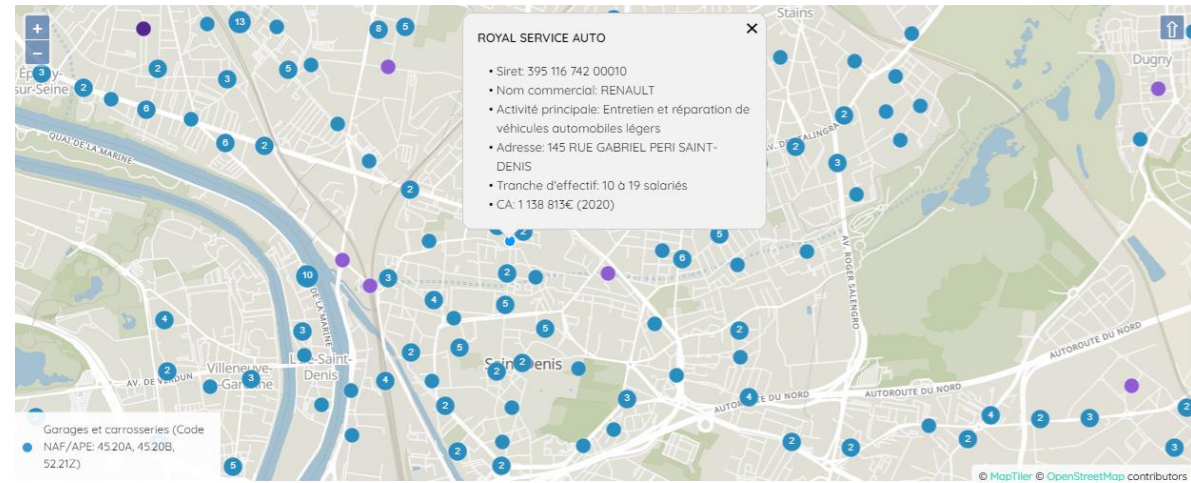
<i>En €HT</i>	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dettes financières	37 497	49 439	58 051	42 872	61 006	302 677
Fonds propres	145 750	162 787	209 867	259 435	295 396	125 969
Total Bilan	421 867	516 526	682 834	691 115	708 424	772 787
Dettes moyen terme / Fonds propres %	25,7%	30,4%	27,6%	16,5%	20,6%	240,2%
Fonds propres / Total Bilan %	34,5%	31,5%	30,7%	37,5%	41,7%	16,3%
Créances clients	128 019	95 295	206 612	211 302	250 292	211 677
Dettes fournisseurs	111 456	169 111	196 269	135 687	177 600	110 345
Stocks	18 437	18 115	18 365	17 658	24 685	25 581



Business Plan : évaluer les Cash Flows Futurs

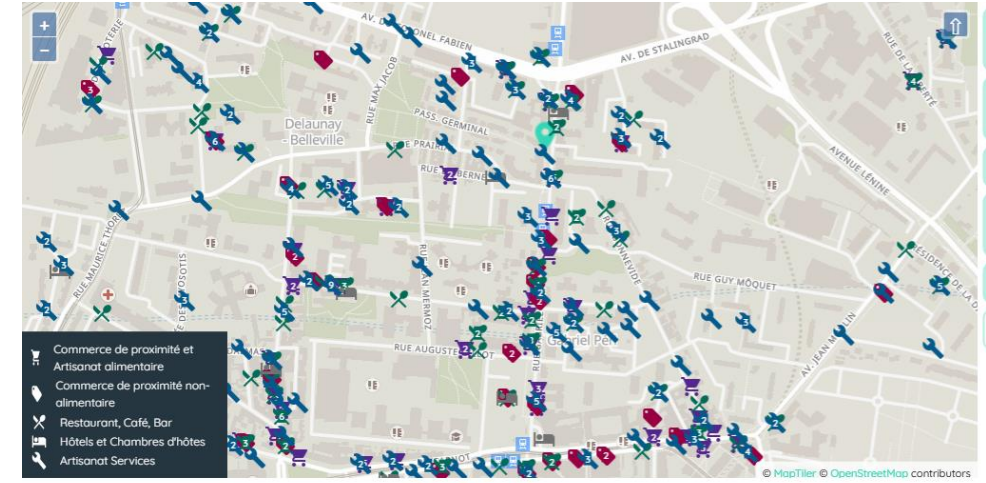
Comprendre le marché

Analyse de la situation concurrentielle



Source(s) utilisée(s)
 • Données SIRENE (Système national d'identification et du répertoire des entreprises), 2021
 • Carte : OpenStreetMap contributors & maptiler

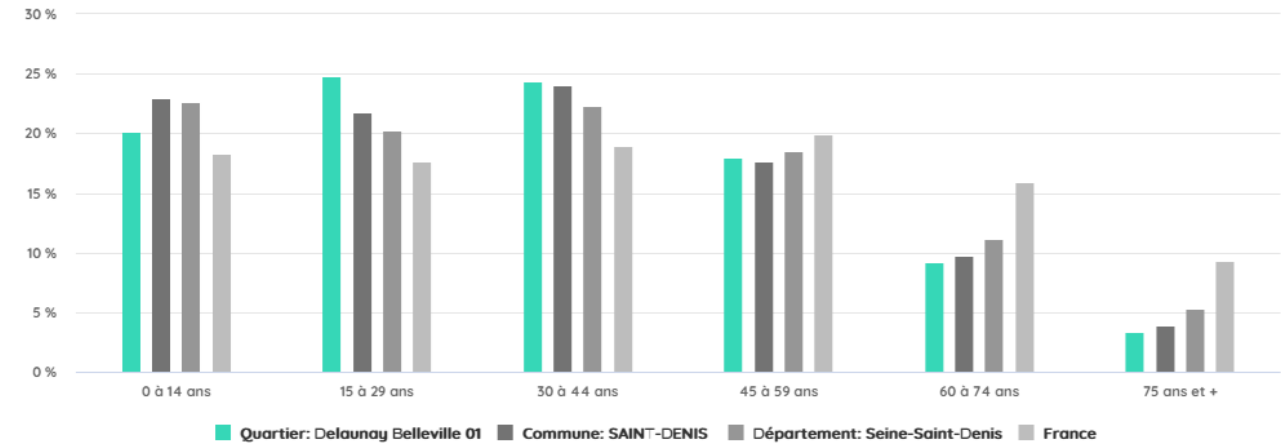
Analyse du dynamisme de l'emplacement



Source(s) utilisée(s)
 • Données SIRENE (Système national d'identification et du répertoire des entreprises), 2021
 • Carte : OpenStreetMap contributors & maptiler

Analyse de la population

Répartition de la population résidente par tranches d'âge



Source(s) utilisée(s)
 • Données INSEE, à partir de 2015

Obtenir un benchmark local et sectoriel

Actuellement, la comparaison se base sur les données de **75 comptes de sociétés** ayant les caractéristiques suivantes:

Localisation

Commune de même densité dans le même département

Régime fiscal

Impôt sur les Sociétés (IS)

Forme juridique

Toutes formes juridiques

Recherche par mots clés

Tailles des entreprises

TPE

PME

Chiffre d'affaires 655 000€ - 2 000 000€

0 € 2 M€

Fin d'année fiscale De 2014-12-31 à 2021-06-30

2014-12-31 2021-06-30

Maturité

En phase de maturité (>5 ans)

Nombre de salariés 1 - 20

0 50 et plus

Inclusion des sociétés qui font des pertes

Valider

Garages et carrosseries - Communes de même densité que: SAINT-DENIS dans le même département (75 comptes dans le panel analysé)				Médiane nationale
	Fourchette Basse	Médiane	Fourchette haute	8 217 comptes analysés
Chiffre d'affaires HT (CA HT) en €	701 478 €	1 070 360 €	1 468 689 €	1 061 913 €
Marge brute en % du CA HT	46 %	61 %	68 %	55 %
Poids des Charges Personnel en % du CA HT	21 %	29 %	37 %	26 %
Nombre de salariés moyen	4	7	12	7
Salaire mensuel chargé moyen par salarié	2 343 €	3 255 €	5 154 €	3 669 €
CA HT par effectif en €	103 152 €	140 295 €	237 188 €	170 150 €
Poids des Charges Externes en % du CA HT	16 %	20 %	30 %	18 %
Excédent brut d'exploitation (opérationnel) en % du CA HT	4,0 %	7,3 %	14,9 %	6,6 %
Capacité d'autofinancement en % du CA HT	1,9 %	4,8 %	11,2 %	4,8 %
Dettes moyen terme / Fonds propres	0 %	15,8 %	71,8 %	22,7 %
Fonds propres / Total Bilan	21,4 %	43,4 %	63,3 %	49,5 %
Trésorerie nette en % du CA HT	1,8 %	9,3 %	22,8 %	9,3 %
Besoin de fonds de roulement (BFR) en jours du CA HT	13,5	52	89,9	32
Crédits clients en jours de CA HT	28,4	60	96,7	34
Crédits fournisseurs en jours de CA HT	18	30	50,9	31
Rotation de stocks en jours de CA HT	2	9	35,3	22

Source(s) utilisée(s)

- Données InfoGreffé non confidentialisées retraitées par atometrics, à partir de 2016
- Données atometrics

Le **panel de comparables** a pu être ajusté pour prendre en compte les **caractéristiques de la cible** dans l'analyse comparative de sa performance financière: taille (CAHT), localité, régime fiscal, maturité, effectif

Evaluer les performances financières

Remplissez les champs... +			Valeurs / Ratios à comparer	Communes de même densité que: SAINT-DENIS dans le même département (75 comptes dans le panel analysé)			Indice de cohérence avec le marché ⓘ
				Fourchette Basse	Médiane	Fourchette haute	
CA	1 138 813 €	Chiffre d'affaires HT (CA HT) en €	1 138 813 €	701 478 €	1 070 360 €	1 468 689 €	
Consommables:	427 211 €	Marge brute en % du CA HT	62 %	46 %	61 %	68 %	7 /10
Salaires:	452 636 €	Poids des Charges Personnel en % du CA HT	40 %	21 %	29 %	37 %	0 /10
# salariés	12 p	Nombre de salariés moyen	12	4	7	12	
# effectif:	12 p	Salaire mensuel chargé moyen par salarié	3 143 €	2 343 €	3 255 €	5 154 €	8 /10
Charges externes:	217 177 €	CA HT par effectif en €	94 901 €	103 152 €	140 295 €	237 188 €	0 /10
EBE:	41 789 €	Poids des Charges Externes en % du CA HT	19 %	16 %	20 %	30 %	8 /10
CAF:	22 494 €	Excédent brut d'exploitation (opérationnel) en % du CA HT	3,7 %	4,0 %	7,3 %	14,9 %	0 /10
		Capacité d'autofinancement en % du CA HT	2,0 %	1,9 %	4,8 %	11,2 %	0 /10
Dettes fin.:	302 677 €	Dettes moyen terme / Fonds propres	240,3 %	0 %	15,8 %	71,8 %	0 /10
Fonds prop.:	125 969 €	Fonds propres / Total Bilan	16,3 %	21,4 %	43,4 %	63,3 %	0 /10
Total Bilan:	772 787 €	Trésorerie nette en % du CA HT	28,6 %	1,8 %	9,3 %	22,8 %	0 /10
Disp.:	325 720 €	Besoin de fonds de roulement (BFR) en jours du CA HT	40,1	13,5	52	89,9	8 /10
Créances:	211 677 €	Crédits clients en jours de CA HT	66,9	28,4	60	96,7	8 /10
Dettes fourn.:	110 345 €	Crédits fournisseurs en jours de CA HT	34,9	18	30	50,9	4 /10
Stocks:	25 581 €	Rotation de stocks en jours de CA HT	8,1	2	9	35,3	9 /10

- ✗ **L'Excédent Brut d'Exploitation (3,7%) est sous la fourchette basse** du panel de comparaison (4,0%). Ce niveau permet de dégager une CAF faible (2,0%). L'EBE pourrait être optimisé par une meilleure gestion des effectif (masse salariale trop élevée, productivité brute des effectifs faible)
- ✗ Le **niveau d'endettement est élevé** en valeur absolue (302k€) et en termes relatifs (plus de 7 fois l'EBE)
- ✓ **La trésorerie nette est élevée** (28,6% vs. 15,8% pour la médiane du panel) et **Besoin en Fonds de Roulement** est cohérent avec le panel de comparaison

Hypothèses

1. Croissance du CA :

- Application d'un **taux de croissance de 10% entre 2020 et 2021** pour prendre en compte l'effet 'rattrapage' du covid
- Application de la **croissance moyenne historique de 4,2%** par an de 2021 à 2026

2. Fourchette basse

- Application des **proportions historiques** sur les coûts

3. Fourchette haute

- Alignement **de la rentabilité à la médiane du panel de comparables**, plus performante que la cible étudiée

Fourchette basse

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Chiffre d'affaires	1 252 694	1 304 896	1 359 702	1 416 810	1 476 316	1 538 321
Achats de marchandises	497 446	518 176	539 939	562 617	586 247	610 869
Autres achats et charges externes	221 934	231 182	240 892	251 009	261 552	272 537
Masse salariale	442 052	460 473	479 813	499 965	520 964	542 844
Excédent Brut d'Exploitation (EBE)	91 262	95 065	99 058	103 218	107 553	112 071
Résultat d'Exploitation (EBIT)	76 142	79 945	83 938	88 098	92 433	96 951
EBIT après impôts - fouchette basse	54 822	57 560	60 435	63 431	66 552	69 804

Fourchette haute

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Chiffre d'affaires	1 252 694	1 304 896	1 359 702	1 416 810	1 476 316	1 538 321
Achats de marchandises	488 551	508 910	530 284	552 556	575 763	599 945
Autres achats et charges externes	250 539	260 979	271 940	283 362	295 263	307 664
Masse salariale	363 281	378 420	394 314	410 875	428 131	446 113
Excédent Brut d'Exploitation (EBE)	150 323	156 588	163 164	170 017	177 158	184 598
Résultat d'Exploitation (EBIT)	135 203	141 468	148 044	154 897	162 038	169 478
EBIT après impôts - fourchette haute	97 346	101 857	106 592	111 526	116 667	122 025



Taux d'actualisation : appréhender le risque spécifique

Prendre en compte la corrélation au marché

Cible

En €HT

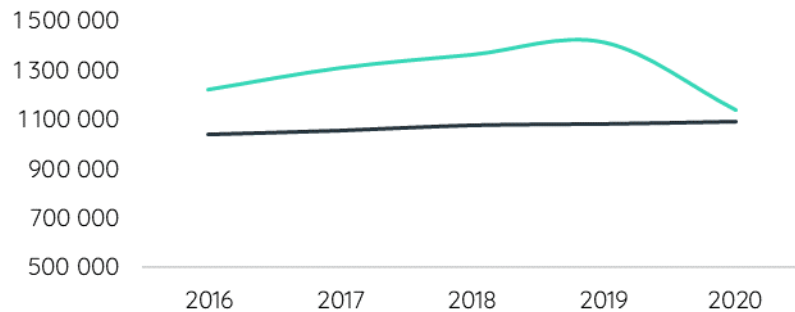
	2016	2017	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires	1 221 551	1 309 339	1 362 887	1 412 874	1 138 813
Excédent Brut d'Exploitation (EBE)	86 870	128 282	132 348	101 577	41 789
EBE en %	7,1%	9,8%	9,8%	7,2%	3,7%

Marché

En €HT

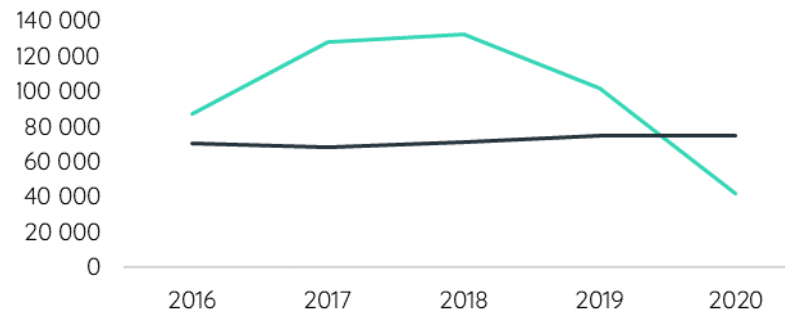
	2016	2017	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires	1 039 637	1 054 652	1 075 146	1 080 418	1 089 317
Excédent Brut d'Exploitation (EBE)	70 695	68 552	70 959	74 549	75 163
EBE en %	6,8%	6,5%	6,6%	6,9%	6,9%

Chiffre d'affaires



— CA - société étudiée — CA - médiane du marché national

Excédent brut d'exploitation



— EBE - société étudiée — EBE - médiane du marché national

En croisant les données de la cible et les données du marché :

- ✓ **Croissance plus forte** de la société étudiée avant 2019
- ✗ **Impact significatif du Covid-19** sur le CA et l'EBE de la société étudiée avec une diminution drastique sur l'année 2020 **vs. une certaine stabilité sur le marché**

Appréhender la prime de risque liée à la taille

< 500k€

	Multiple de CA HT (prix de cession exprimé en % du CA du fonds vendu)
	982 cessions en France entre 2015 et 2021
Fourchette basse	22,26%
Médiane	35,36%
Fourchette haute	65,55%

> 500k€

	Multiple de CA HT (prix de cession exprimé en % du CA du fonds vendu)
	44 cessions en France entre 2015 et 2021
	34,25%
Médiane	50,90%
	96,27%

Source(s) utilisée(s)

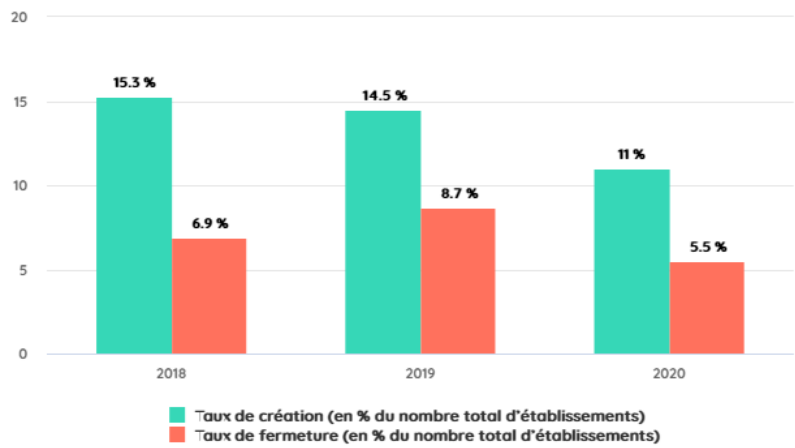
- Données BODACC (Bulletin officiel des annonces civiles et commerciales), à partir de 2008
- Données InfoGreffes non confidentielisées, à partir de 2012
- Données atometrics

Le taux d'actualisation peut faire l'objet d'ajustement en fonction du risque de l'actif considéré

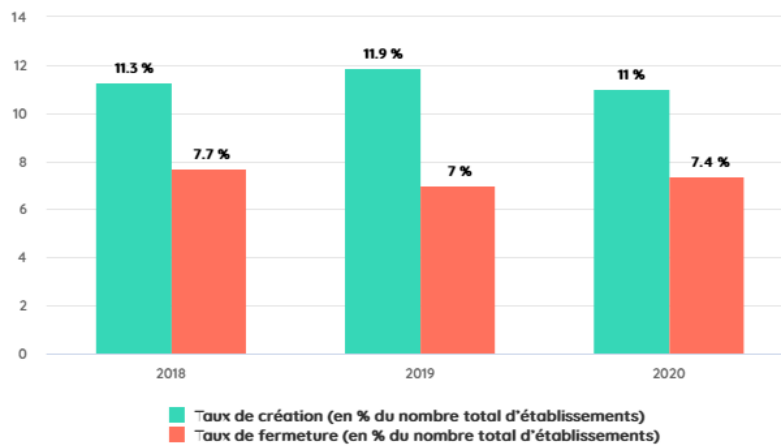
- ✓ Il peut être ajusté d'une prime de risque liée à la taille :
 - **Décote de 30%** sur le multiple de CA pour les fonds de commerce de moins de 500k€

Prendre en compte le risque de fermeture / liquidation

Taux annuel de fermetures et de créations dans la commune: SAINT-DENIS

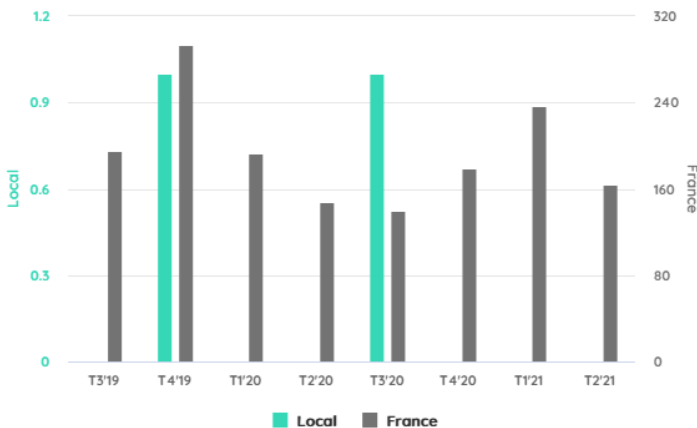


Taux annuel de fermetures et de créations en France



Source(s) utilisée(s)
 • Données SIRENE (Système national d'identification et du répertoire des entreprises), 2021

Évolution du nombre de procédures collectives



	T3'19	T4'19	T1'20	T2'20	T3'20	T4'20	T1'21	T2'21
Commune: SAINT-DENIS								
Établissements	0	1	0	0	1	0	0	0
Évolution	-100%	-	-100%	+0%	-	-100%	+0%	+0%
France								
Établissements	195	293	193	148	140	179	237	164
Évolution	-30%	+50%	-34%	-23%	-5%	+28%	+32%	-31%

Le taux d'actualisation peut faire l'objet d'ajustement en fonction du risque de l'actif considéré

✓ Il peut être ajusté du **risque lié à la cible considérée** :

- **Risque de fermeture** : 7% des établissements ferment (moyenne sur 3 ans) chaque année
- **Risque de liquidation** : peu de procédure collective à l'échelle locale vs. nationale

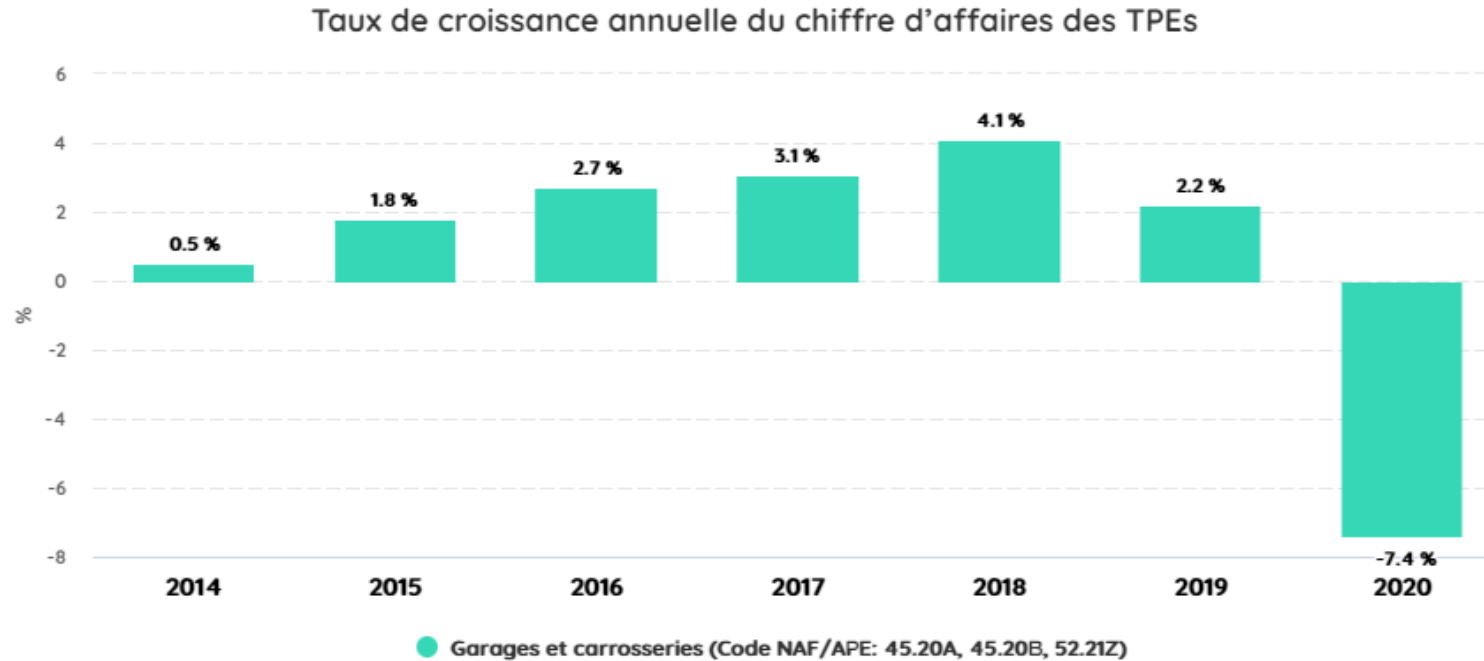
Définition du taux d'actualisation

	2020	Sources
Taux sans risque	0,13%	Damodaran, Retail Automotive, Western Europe Jan 2021
"Equity risk premium"	5,56%	Damodaran, Retail Automotive, Western Europe Jan 2021
"Levered Beta"	1,12	Damodaran, Retail Automotive, Western Europe Jan 2021
Coût des capitaux propres	6,37%	
Coût de la dette avant impôts	3,35%	Damodaran, Retail Automotive, Western Europe Jan 2021
Taux d'imposition	28,00%	Taux d'IS France
Coût de la dette après impôts	2,41%	
Structure de capital (Capitaux propres / (Capitaux propres + Dettes))	29,39%	Comptes 2020 de la société
CMPC - Avant ajustement	3,58%	
Ajustement atometrics	7,10%	KPMG, Cost of Capital, 2019
CMPC	10,68%	



Valeur terminale

Appréhender la valeur terminale



Source(s) utilisée(s)

- Données InfoGreffé non confidentielisées, à partir de 2013
- Données atometrics

Sur le panel de comparables considéré :

- ✓ **2,4% de taux de croissance** annuel moyen du CA sur les 5 années considérées
- ✓ **Stabilité de l'Excédent Brut d'Exploitation entre 2016 et 2020** avec un EBE moyen à situé 6,7% du CA
- ✓ **Pas de variation majeure du BFR**

Calcul de la valeur terminale

Hypothèses

- 1. Croissance à l'infini (g)**
 - Application d'un **taux de croissance de 2,4%**
- 2. Taux d'actualisation**
 - Application du taux obtenu après l'ajustement, à savoir **10,68%**
- 3. Cash flows**
 - Utilisation du cash flow de la **dernière période du prévisionnel (2026)** respectivement pour la fourchette basse et la fourchette haute

$$VT_n = \frac{(1 + g)}{(1 + CMPC)} \times CF_n$$



Valeur terminale - non actualisée	
Fourchette basse	64 585 €
Fourchette haute	112 900 €



Conclusion de l'étude

Intervalle de valeurs

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Chiffre d'affaires	1 252 694	1 304 896	1 359 702	1 416 810	1 476 316	1 538 321
EBIT après impôts - fourchette basse	54 822	57 560	60 435	63 431	66 552	69 804
EBIT après impôts - fourchette haute	97 346	101 857	106 592	111 526	116 667	122 025
Somme des flux actualisés - Fourchette basse	261 436 €					
Somme des flux actualisés - Fourchette haute	460 714 €					
Valeur terminale actualisée - Fourchette basse	35 140 €					
Valeur terminale actualisée - Fourchette haute	61 429 €					

Valeur d'entreprise	
	261 436 €
	460 714 €
+	35 140 €
	61 429 €
	296 576 €
	522 143 €

Valeur des capitaux propres	
-	302 677 €
	302 677 €
+	325 720 €
	325 720 €
	319 619 €
	545 186 €



L'intelligence économique accessible