

Association Professionnelle des Experts Indépendants

le Business Plan

APEi
Association Professionnelle
des Experts Indépendants



Membres du groupe de travail

Le présent guide a été rédigé par un groupe de travail présidé par Isabelle de Kerviler (cabinet Cailliau Dedouit et Associés) réunissant :

- ❖ Duff & Phelps - Enguerran de Crémiers ;
- ❖ Advisorem - Eric Le Fichoux ;
- ❖ Advolis, - Hugues de Noray ;
- ❖ BDO - Yannick Chancerelle ;
- ❖ BM&A - Pierre Béal ;
- ❖ Crowe Horwath - Maxime Hazim ;
- ❖ Didier Kling & Associés – Anne Nouquati ;
- ❖ Finexsi - Olivier Courau ;
- ❖ Kepler Cheuvreux - Laurent Durieux ;
- ❖ Sorgem Evaluation - Teddy Guerineau ;

Selon le rapport Naulot de 2003, la méthode des flux de trésorerie actualisés (Discounted Cash Flow - DCF), représente un progrès important pour l'analyse multicritère car elle est basée sur des perspectives d'avenir et permet d'avoir une analyse critique du plan d'affaires.

Principe d'examen critique

Ce principe conduit l'expert à considérer l'ensemble des données fournies par la direction ou les sources externes avec un œil critique. L'expert doit juger le caractère raisonnable du plan d'affaires, qui doit être celui qui a été établi et validé par la direction de la société. Il lui appartient de demander à la direction, seule compétente pour établir des prévisions, de modifier celles -ci lorsqu'elles apparaissent irréalistes compte tenu de l'information détenue par l'expert. L'expert doit en outre s'assurer que tout changement apporté de manière récente par la direction sur le plan d'affaires lui a été communiqué et doit recueillir les raisons qui ont motivé ce changement.

Approche intrinsèque

L'Expert indépendant doit :

- *présenter les éléments clés du plan d'affaires sous une forme globale (croissance moyenne sur la période, rentabilité moyenne des capitaux investis, etc...),*
- *indiquer la façon dont les risques spécifique (généralement inclus dans le plan d'affaires) et systématiques (par la détermination du taux d'actualisation) ont été traités,*
- *présenter de manière détaillée les hypothèses utilisées pour le calcul de la valeur terminale,*
- *présenter et commenter systématiquement des tests de sensibilité autour de l'hypothèse centrale.*

Le guide élaboré par l'APEI commence par une revue critique du Business plan puis présente les conséquences que l'Expert indépendant peut en tirer

I. Revue critique du Business Plan

1.1 Prise de connaissance

1.2 Processus d'élaboration des prévisions

1.3 Hypothèses de construction

1.4 Analyse de cohérence

1.5 Investissements

1.6 Besoin en fonds de roulement (BFR)

1.7 Financement des investissements

2. Conséquences pour l'Expert indépendant

2.1 Durée de prévision explicite

Plan détaillé

2.2 **Prise en compte des risques**

2.3 **Flux normatif**

2.4 **Valeur terminale**

2.5 **Tests de sensibilité**

Conclusion

I. Revue critique du Business Plan



1.1 Prise de connaissance



Le Business Plan peut être résumé comme la vision stratégique des Dirigeants sur l'activité et la performance probables dans un avenir à plus ou moins long terme.

Dans le cadre d'une expertise indépendante d'une société cotée et en fonction du degré de communication sur les tendances ou les prévisions, de la taille, de l'organisation, ou de la structure de gouvernance par exemple, la prise de connaissance du Business Plan est plus ou moins aisée.

Cependant quelles que soient les conditions d'indépendance et d'expertise (sectorielle notamment) de l'Expert indépendant, il semble nécessaire dans cette phase de prise de connaissance du Business Plan d'effectuer les travaux suivants:

- Revoir les éléments rendus publics par l'émetteur sur les tendances ou prévisions ;
- Obtenir l'horizon de prévisions du Business Plan (en fonction du secteur et du business model notamment, les prévisions peuvent être assez fiables dans une échelle de l'ordre de 1 à 8 ans selon les secteurs d'activité et le cas échéant leur cyclicité) ;
- Relever les principaux agrégats financiers sur lesquels l'émetteur s'appuie et se faire préciser leur définition/construction ;
- Première analyse d'études ou de notes sectorielles récentes ;
- Première étude de notes d'analystes financiers (en règle générale les initiations de couverture sont les notes les plus fournies) ;
- Première revue générale du document de référence ;
- Déterminer au plus tôt avec l'émetteur, les éléments composant le Business Plan qui ne seront pas rendus public.

A la suite de cette prise de connaissance générale du Business Plan, le paragraphe 1.2. dresse l'aperçu du processus d'élaboration des prévisions.

1.2 Processus d'élaboration des prévisions



Processus d'élaboration des prévisions (1/5)

- Le Business Plan (BP) de la société à évaluer est un élément central pour l'Expert indépendant, notamment lorsqu'il met en œuvre une approche DCF puisque les flux de trésorerie prévisionnels sont déterminés à l'aide de ce BP. Dans une approche par les comparables (comparables boursiers ou comparables de transaction), les agrégats à retenir seront également issus du BP (Chiffre d'affaires, EBITDA, EBITDAR, EBIT,...).
- Rappelons que le BP devrait modéliser « l'avenir le plus probable » en traduisant la stratégie définie par le management. Il est donc primordial pour l'Expert indépendant de bien comprendre le processus d'élaboration des prévisions qui lui sont présentées, avant même d'effectuer une analyse des hypothèses de construction.
- Nous présentons ci-après les principaux points de contrôle sur le processus d'élaboration des prévisions :
 - Niveau hiérarchique de revue et d'approbation des prévisions
 - Processus d'établissement structuré ou non (bottom up puis top down,...)
 - Niveau de documentation des hypothèses
 - Identification des choix comptables structurants
 - Analyse des écarts sur le passé : profil de risque de la société qui se matérialise par la capacité de la société à atteindre ses objectifs.
 - Articulation du BP avec les prévisions retenues pour les tests d'impairment.

Processus d'élaboration des prévisions (2/5)

Rappel : Dans le cadre du respect du principe de « l'examen critique », l'AMF prévoit que « l'Expert indépendant apprécie le caractère pertinent du Business Plan, qui a été établi et validé par la direction de la société [...] L'Expert indépendant s'assure en outre que toute modification apportée de manière récente par la direction au Business Plan lui a été communiquée avec les raisons qui ont justifié cette modification » (Recommandation AMF n°2006-15).

1.2.1 Niveau hiérarchique de la revue et de l'approbation des prévisions

- L'Expert indépendant s'assure tout d'abord que le BP qui lui est transmis a été revu par le management et qu'il traduit bien sa vision. En effet, certains BP correspondent plus à des objectifs commerciaux qu'à des prévisions d'activité. Le meilleur moyen est de s'assurer que le BP transmis à l'Expert indépendant a été validé par l'organe compétent de la société (généralement le Conseil d'administration).
- Un résumé ou des extraits du BP utilisé par l'Expert indépendant pourront utilement être inclus dans la lettre d'affirmation, à l'issue de la mission.
- Cas particulier de l'absence de prévisions disponibles : recours aux prévisions des analystes, quand elles existent. **Dans ce cas, l'Expert se rapproche du management pour approfondir l'analyse de ces prévisions et en tirer les conséquences.**

1.2.2 Processus d'établissement structuré

- Rappelons qu'il n'existe pas de standard pour l'établissement d'un BP. Il est donc important de bien comprendre la méthodologie d'élaboration qui a été suivie par les opérationnels et le management (ceci est d'autant plus important quand il s'agit d'un groupe avec des plans d'affaires distincts par zone géographique ou par métier).
- Les prévisions sont souvent structurées selon une démarche bottom-up ou top down.
- Il sera nécessaire de connaître la périodicité d'actualisation des prévisions (impact des actualisations budgétaires sur le BP) et les raisons d'éventuelles modifications récentes.

Processus d'élaboration des prévisions (3/5)

1.2.3 Niveau de documentation des hypothèses

- En pratique, les hypothèses du BP devraient être documentées. Il s'agira pour l'Expert indépendant, par des discussions avec le management, de comprendre et challenger le « business model » de la société, les principales hypothèses et les facteurs de sensibilité.
- Dans un deuxième temps, un échange-validation avec les administrateurs indépendants sera effectué (si applicable).
- L'Expert indépendant s'assurera que les orientations stratégiques et les décisions de l'organe compétent sont bien prises en compte dans le BP (restructurations, croissance externe...).
- Question des synergies (et disynergies) en cas de rapprochement : BP en stand alone ou BP et synergie (à préciser).

Processus d'élaboration des prévisions (3/5)

1.2.4 Identification des choix comptables structurants

- CIR : s'assurer que le CIR est appréhendé dans le BP (au niveau de l'EBIT ou au niveau de l'IS). Si le CIR est appréhendé au niveau de l'EBIT, s'assurer qu'il est retraité dans la base du résultat taxable. La pérennité du CIR (ie sa prise en compte dans le flux terminal) est apprécié au cas par cas.
- PIDR : prise en compte de la PIDR dans les flux d'exploitation ou via la dette nette ?
 - Dans le cas d'une prise en compte via la dette nette, la PIDR devrait être impactée de l'effet impôt
 - S'interroger sur le dispositif de retraite : régime à cotisation ou à prestation définies ? Un régime à prestation définie peut engendrer des variations importantes de l'engagement et peut faire l'objet d'une analyse de sensibilité.
- CVAE et CICE : la CVAE et le CICE s'analysent comme des flux opérationnels qui devraient être pris en compte au niveau de l'EBIT. Se pose la question de la pérennité de ces mesures.
- IS : il convient de s'interroger sur la pérennité des contributions additionnelles d'IS et de leur prise en compte dans le flux terminal. La contribution exceptionnelle (10,7 %) est une mesure temporaire qui prendra fin pour les exercices clos à compter du 30 décembre 2016. Débat sur la pérennité de la contribution sociale (3,3 %).
- Déficit reportables : les déficits reportables peuvent être modélisés dans le Business Plan ou pris en compte au niveau de la dette nette. Ils ne correspondent pas nécessairement aux IDA comptabilisés (horizon temps différent et actualisation). **En général, l'ensemble des déficits reportables sont à actualiser et à valoriser au rythme de la génération des résultats dans le BP.**

Processus d'élaboration des prévisions (3/5)

1.2.5 Analyse des écarts sur le passé

- L'analyse des écarts sur le passé permet d'appréhender la vraisemblance globale du Business Plan au regard des performances historiques et d'apprécier la fluidité du processus d'élaboration des prévisions. C'est un élément important de la revue critique du BP.
- Si cette analyse n'a pas été réalisée par le management, l'Expert indépendant pourra l'effectuer en comparant les performances réalisées (sur 3 ans, par exemple) avec celles budgétées initialement. Les écarts significatifs devront être expliqués et justifiés : plan de restructuration, disparition d'un concurrent,...
- En interne : les **précédents Business Plans** (reportés au conseil d'administration / management, communiqués aux banques, liés aux *impairments tests*, communiqués dans le cadre d'opérations de marché antérieures, ...)

1.2.6 Articulation du BP avec les prévisions retenues pour les tests d'impairment

- Attention, les prévisions utilisées pour les tests d'impairment selon les normes IFRS peuvent différer du BP à retenir pour l'évaluation de la société.
- En effet, IAS 36 prévoit que :
 - les effets des éventuels restructurations et investissements futurs non encore engagés ne devraient pas être pris en compte dans le Business Plan,
 - les flux de trésorerie prévisionnels sont déterminés avant l'impôt sur le résultat.
- De plus, le périmètre n'est pas toujours identique. **[les tests d'impairment ne valorisent pas le socle historique du groupe, dans la mesure où il portent sur les survaleurs dégagées lors des acquisitions ; dès lors l'ensemble des plans d'affaires utilisés dans les tests d'impairment ne recoupent pas systématiquement les Business Plan d'ensemble]**

1.3 Hypothèses de construction



Hypothèses de construction (1/6)

- Préalablement à la mise en œuvre des différentes méthodes d'évaluation, l'analyse des hypothèses de construction du Business Plan permet de mieux cerner les spécificités de la société sur son marché, et d'identifier les paramètres susceptibles de faire varier la valeur. Cette compréhension du modèle économique facilite l'analyse critique du Business Plan et l'estimation du degré de cohérence des prévisions (cf. § 1.4).
- Les hypothèses de construction du compte de résultat peuvent se classer en deux catégories :
 - Endogènes : hypothèses sur lesquelles la société a une influence telles que le mix-produit et son évolution (prix de vente, volume, qualité), la productivité industrielle ou commerciale (qui peut varier en fonction de l'expérience, du recrutement, de la formation, de l'intéressement, de l'investissement ou du choix des fournisseurs), la localisation,...
 - Exogènes : hypothèses que la société subit ou sur lesquelles elle a peu d'influence, telles que la profondeur du marché qu'elle occupe et son dynamisme (croissance, maturité ou déclin, importance de la concurrence), les tendances économiques sectorielles nationales ou internationales, le prix de marché des biens et services achetés, une partie du coût salarial (temps de travail, salaire minimum et niveau des charges sociales), l'évolution des normes, la fiscalité, le coût de l'argent, le niveau d'inflation,...
- L'analyse de ces données peut être rendue plus difficile lorsque la société occupe une niche, envisage de répondre à un nouveau besoin (ou de le créer) ou bénéficie de conditions dérogatoires sur son marché.
- Ces hypothèses influent sur :
 - le niveau d'activité, i.e. la plupart du temps le chiffre d'affaires ;
 - le niveau de rentabilité.

Hypothèses de construction (2/6)

1.3.1 L'analyse du niveau d'activité (1/2)

- Quelle que soit la méthode d'évaluation envisagée, la compréhension de la construction et de l'évolution du chiffre d'affaires prévisionnel est une étape essentielle dans l'analyse d'un Business Plan.
- Il convient d'abord de distinguer la croissance externe, résultant d'un changement de périmètre de la société (par acquisition ou fusion) de la croissance organique (ou interne) issue du développement de l'activité propre. Cette analyse permet de comparer les chiffres d'affaires historiques et prévisionnels à périmètre constant et de mesurer l'effet des investissements (industriels, financiers ou commerciaux).
- L'analyse du chiffre d'affaires par branche d'activité apporte une meilleure vision sur la stratégie de mix-produit de la société et ses problématiques. Selon leurs cycles de vie (lancement, croissance, maturité ou déclin), les branches d'activité n'ont pas les mêmes enjeux : maîtrise de la croissance des charges d'exploitation pour une activité en forte croissance, variabilité des charges pour une activité mature ou en déclin.
- Les chiffres d'affaires des différentes branches d'activité peuvent ensuite être analysés en termes de volume et de prix afin d'identifier la part de la croissance du chiffre d'affaires imputable à un effet prix et à un effet volume. Ce travail devrait conduire l'Expert indépendant à analyser les raisons des évolutions passées (volonté de vendre des produits à plus forte valeur ajoutée, augmentation des capacités de production, amélioration de la position concurrentielle, etc.), interroger le management sur la stratégie mise en œuvre et vérifier la cohérence des projections.
- Si cette analyse peut être aisément menée pour des produits de grande série ou dans la distribution (à partir de la notion de panier moyen), elle s'avère plus délicate s'agissant de projets (dans le BTP ou la pharmacie par exemple) ou de production diversifiée (activités diverses ayant un cycle de vie court et pouvant se substituer l'une à l'autre). Dans ce contexte, l'Expert indépendant peut rationaliser de manière plus globale les hypothèses retenues à partir d'études sectorielles ou sur la base des anticipations des analystes financiers couvrant des sociétés cotées du même secteur que celui où opère la société.

Hypothèses de construction (3/6)

L'analyse du niveau d'activité (2/2) - illustration

Résultat (K€)	2013 R	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Périmètre constant	100 587	99 458	100 534	100 694	101 939	102 688
Variation (%)		(1,1%)	1,1%	0,2%	1,2%	0,7%
CA France	99 801	98 654	99 617	99 710	100 893	101 529
Nombre de boutiques	460	460	460	460	460	460
a) Appareils sanitaires	80 539	78 999	79 658	79 375	80 228	80 496
Variation (%)	3,9%	(1,9%)	0,8%	(0,4%)	1,1%	0,3%
Effet volume		1 184	2 056	5 709	2 396	1 846
Effet prix		(2 724)	(1 397)	(5 991)	(1 543)	(1 578)
Volumes	26 846	27 241	27 950	29 953	30 857	31 567
Prix de vente moyen	3,00	2,90	2,85	2,65	2,60	2,55
b) Services	19 262	19 655	19 959	20 335	20 665	21 033
CA Allemagne	786	805	917	984	1 046	1 159
Développement	-	1 614	5 569	10 323	15 526	21 193
CA Nouvelles boutiques		1 614	5 569	10 323	15 526	21 193
a) CA nouvelles boutiques France		1 410	4 940	9 169	13 895	19 075
Nouvelles boutiques France (cumul)		17	31	49	69	104
a) CA nouvelles boutiques Allemagne		204	629	1 154	1 631	2 119
Chiffre d'affaires	100 587	101 072	106 103	111 017	117 465	123 882
Variation (%)		0,5%	5,0%	4,6%	5,8%	5,5%

- L'exemple ci-dessus concerne une entreprise de distribution d'appareils sanitaires. La croissance du chiffre d'affaires à périmètre constant s'explique par une hausse des volumes vendus, compensant une érosion progressive du prix de vente moyen. S'adressant à une clientèle senior, la société anticipe l'arrivée de la population issue du « *baby-boom* » dans son cœur de cible. Corollairement à cet élargissement du marché, la société prévoit un durcissement de la concurrence faisant pression à la baisse sur les prix de vente.
- A noter enfin que la société prévoit l'ouverture de 104 nouvelles boutiques en France à l'horizon 2018, soit un renforcement du réseau de l'ordre de 20 %. D'ici 2018, ces nouveaux centres pèseront pour près de 17 % du chiffre d'affaires global, illustrant la volonté de la société de développer son activité principalement à travers une politique de croissance externe, ces investissements expliquant la majeure partie de la croissance attendue.

Hypothèses de construction (4/6)

1.3.2 L'analyse de la rentabilité (1/2)

- L'analyse de la rentabilité historique et prévisionnelle nécessite de comprendre la structure des coûts. La capacité bénéficiaire d'une entreprise s'apprécie en distinguant ses coûts fixes de ses coûts variables, puis en appréciant sa position par rapport à son point mort et, enfin, en estimant les paliers des coûts fixes en fonction du niveau d'activité.
- En rappelant que les charges fixes et variables ne le sont pas tout à fait dans la réalité, le fait de dissocier les charges fixes des charges variables permet d'identifier la marge sur coûts variables. Plus la société dispose d'une marge sur coûts variables élevée par rapport à ses coûts fixes, plus elle s'éloigne de son point mort. La notion de levier opérationnel met en évidence la sensibilité du résultat, et donc de la rentabilité, par rapport à la variation du niveau d'activité. Un levier d'exploitation élevé (faible) induit une forte (faible) instabilité de la rentabilité en cas d'évolution, à la hausse comme à la baisse, du niveau d'activité. Il est important de noter que l'effet de levier est d'autant plus important que la société (i) se rapproche de son point mort et/ou (ii) présente une intensité capitalistique élevée. Dans ce cas, l'Expert réalisera une analyse de sensibilité de la rentabilité en fonction des hypothèses d'activité afin de rendre compte du caractère potentiellement instable des prévisions. (LO = Marge sur CV / Résultat)
- Le niveau de point mort [mettre un renvoi vers 2.1 / 2.2] n'est généralement pas constant ; il est susceptible d'évoluer au cours de la période considérée. Ainsi, lorsqu'une entreprise recourt à l'investissement et/ou à l'endettement, elle élève le niveau de son point mort (hors investissement de productivité dont l'incidence peut être plus neutre).
- En effet, le point mort peut être calculé avant ou après frais financiers, ces derniers étant assimilables, à taux d'intérêt constant, à des coûts fixes qui sont indépendants du niveau d'activité de la société. Par ailleurs, dès lors que les capacités de production (de toutes natures) de la société sont (ou deviennent) saturées, l'Expert indépendant peut s'interroger sur l'évolution par palier des coûts fixes, ces derniers venant également accroître le niveau du point mort.

Hypothèses de construction (5/6)

L'analyse de la rentabilité (2/2) - illustration

- Dans l'exemple ci-contre, la société prévoit de dépasser son point mort dès 2015 et d'améliorer significativement sa rentabilité d'ici 2018. Pour ce faire, la société entend doubler sa capacité de production en 2016, cet investissement étant financé par endettement. L'amélioration de la rentabilité s'explique par une progression plus rapide de la marge sur coûts variables que celle des coûts fixes. Ce faisant, la société s'éloigne de son point mort au fil des années. On peut observer que la progression des coûts fixes en 2016 et 2017 est cohérente avec l'investissement capacitaire.
- La prise en compte des frais financiers dans le calcul du point mort réduit la marge de sécurité de la société. A l'horizon 2018, l'écart entre le chiffre d'affaires prévisionnel et le point mort n'est plus que de 25 % après prise en compte des frais financiers contre 32,6 % avant.

Résultat (M€)	2014 R	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	67,0	70,2	106,0	132,0	161,0
Variation (%)	3,0%	4,8%	51,0%	24,5%	22,0%
Achats consommés	(28,8)	(29,4)	(35,4)	(44,3)	(53,8)
Sous-traitance	(2,3)	(2,5)	(8,9)	(11,2)	(11,3)
Autres achats	(7,5)	(8,2)	(11,9)	(14,8)	(18,3)
Marge sur coûts variables	28,4	30,1	49,8	61,7	77,6
En %	42,4%	42,8%	47,0%	46,8%	48,2%
Charges externes	(5,4)	(5,5)	(7,9)	(9,8)	(12,2)
Charges de personnel	(21,9)	(22,2)	(29,4)	(36,7)	(41,1)
Impôts et taxes	(0,5)	(0,5)	(0,7)	(0,7)	(0,8)
Dotations aux amortissements	(1,4)	(1,4)	(2,9)	(4,4)	(4,4)
Coûts fixes	(29,2)	(29,6)	(40,9)	(51,6)	(58,5)
Résultat d'exploitation	(0,8)	0,5	8,9	10,1	19,1
En %	(1,2%)	0,7%	8,4%	7,7%	11,9%
Point mort	69,0	69,0	87,1	110,4	121,4
Ecart CA et point mort	(2,9%)	1,7%	21,7%	19,6%	32,6%
Frais financiers avant invest.	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,6)
Frais financiers nouvel invest.	-	-	(3,0)	(2,5)	(2,0)
Résultat avant impôts	(2,4)	(1,1)	4,3	6,0	15,5
Point mort après financement	72,7	72,8	96,9	119,2	128,8
Ecart CA et point mort	(7,9%)	(3,5%)	9,4%	10,8%	25,0%

Hypothèses de construction (6/6)

1.3.3 L'incidence des effets exogènes

- Les exemples présentés anticipent une certaine évolution de l'environnement : dans le premier exemple, la croissance de l'activité repose sur celle de la population de plus de 70 ans et, dans le second exemple, l'amélioration de la marge sur coûts variables découle de l'accroissement des capacités de production dont le coût a été estimé sur les bases connues au jour de l'établissement du Business Plan.
- Or, le chiffre d'affaires et/ou la rentabilité peuvent varier de manière importante sous l'effet d'une faible modification de ces hypothèses : arrivée ou sortie d'un nouveau concurrent ; modification du prix des matières premières,... sont des éléments exogènes susceptibles de remettre en cause les prévisions. Ainsi, sans pour autant imaginer le pire (le « crash case »), l'Expert indépendant réalisera des analyses de sensibilité afin de mesurer leur impact sur la valeur de la société en faisant varier les hypothèses structurantes.

1.4 Analyse de cohérence



Analyse de cohérence (1/5)

1.4.1 Compréhension de l'analyse de cohérence

• La compréhension :

- du **niveau d'activité** d'une entreprise i.e la construction de son chiffre d'affaires (mix volume/prix), ~~en global~~ globalement dans le cas d'une activité mono produit ou par *business unit* dans le cas d'une activité plurielle et sa décomposition entre croissance organique et croissance externe,
- de la **profitabilité** de celle-ci par une analyse de sa structure de coûts fixes / coûts variables et ce faisant, son **levier opérationnel**,

est une étape préalable nécessaire à l'étude de la **rentabilité** de l'entreprise (cf.1.3)

• Une entreprise peut s'analyser comme un **portefeuille d'actifs** générant un certain niveau de **rentabilité économique (retour sur capitaux employés ou ROCE)** aux apporteurs de capitaux ayant financé cet **actif économique (actif immobilisé + BFR d'exploitation)**

• Le **ROCE** se définit comme le rapport entre le **résultat d'exploitation (EBIT) après impôt normatif** (taux effectif moyen d'imposition) et le montant de **l'actif économique** soit, après prise en compte du **taux de rotation de l'actif économique** :

$$ROCE = \frac{EBIT_N(1-\text{taux d'impôt normatif})}{\text{Chiffre d'affaires}} \times \frac{\text{Chiffre d'affaires}}{\text{Actif économique}_{N-1}}$$

Analyse de cohérence (2/5)

- Limite : le **ROCE est une donnée comptable** (ne prenant pas en compte certains ajustements en valeur de marché) et peut induire des **biais dans l'analyse de la performance de l'entreprise et dans la validation de la cohérence des hypothèses du Business Plan** (ex : dépenses de R&D contribuant à la génération du résultat d'exploitation non activées au bilan,...)
- La **cohérence des hypothèses d'un BP** (et donc l'appréciation de la pérennité de la rentabilité de l'entreprise) pourra intégrer **étude préalable du ROCE historique**, des **avantages compétitifs** de l'entreprise expliquant ce ROCE et du **positionnement relatif du ROCE** de l'entreprise par rapport à celui de ses concurrents ⁽¹⁾
- **Il ne s'agit pas de mettre en œuvre une analyse stratégique de l'entreprise** (hors du champ de compétence de l'Expert indépendant) mais **d'identifier de manière liminaire les principaux facteurs clés de son marché** pour comprendre comment l'entreprise se positionne sur celui-ci et arrive à dégager une **rentabilité opérationnelle** et donc **un ROCE** conforme ou supérieur à celui du secteur

• (1) Difficulté pratique de mise en œuvre du fait du manque d'homogénéité des données entre les entreprises d'un même secteur (cf. notamment la Recommandation de la COB n° 2001-01 relative à la communication des émetteurs sur la création de valeur actionnariale)

Analyse de cohérence (3/5)

1.4.2 Analyse sur la base d'un SWOT

- Une **analyse à la base d'un SWOT (forces faiblesses opportunités menaces) et/ou de la méthode des cinq forces de Porter** (concurrence intra sectorielle, menace de nouveaux entrants, produits de substitution, pouvoir de négociation des fournisseurs /des clients) pourra être menée
- Les **avantages compétitifs** de l'entreprise peuvent être de **deux sortes** (non exclusifs) :
 - Une **capacité à fixer les prix** sur son marché (produits innovants, degré de différenciation, barrière à l'entrée qualité, marque, protection / brevets, clientèle captive,...)
 - Une **capacité à optimiser ses coûts / ses capitaux employés** (méthodes de production, logistique, coût direct/indirect de production), économie d'échelle, coût marginal d'acquisition des clients, « *scalability* » produits / process,...)

Analyse de cohérence (4/5)

1.4.3 ROCE (retour sur capitaux employés)

- **Les principaux points d'analyse et de retraitement pour calculer le ROCE** pourront porter sur :
 - La définition :
 - d'un **résultat d'exploitation courant** avec le rattachement des éventuels produits et charges comptabilisés ailleurs mais participant au **cycle d'exploitation**,
 - d'un **actif économique normatif** pris en début de période
 - **L'exclusion ou non des goodwill** selon que l'approche vise à comparer le ROCE de l'entreprise avec celui de son secteur ou à apprécier en tendance la cohérence d'un Business Plan (comprenant des opérations de croissance externe déjà connues) avec une politique de croissance externe récurrente de l'entreprise
 - **L'exclusion des actifs** dont la contribution n'est pas prise en compte dans l'EBIT (participations mises en équivalence, titres de placement,...)
 - La **définition** précise du **Besoin en Fonds de Roulement** (cf. 1.6)
- **L'analyse en tendance (historique et prospective) d'un ROCE et les agrégats qui le définissent** (Chiffre d'affaires, EBITDA, EBITDAR, EBIT, niveau de BFR ...) **passera nécessairement par une comparaison des hypothèses du Business Plan** avec :
 - Les **performances absolues et relatives** de l'entreprise sur son secteur (et la compréhension des améliorations / dégradations, sur ou sous performances observées)
 - Les **anticipations des analystes** qui suivent la valeur et qui portent sur l'entreprise elle-même ainsi que sur les comparables cotés du secteur (notes d'analystes ou données de bases financières ...)
 - Les **données issues de monographies interprofessionnelles** (type Xerfi) ou de **syndicat professionnel** (ex: Syntec,...)

Analyse de cohérence (5/5)

Ainsi, l'analyse de cohérence d'un Business Plan pourrait passer par l'examen de tout ou partie des points théoriques suivants :

1. **L'entreprise dégage-t-elle** sur l'horizon explicite du Business Plan (voire sur la période intercalaire prenant en compte la cyclicité du(des) secteur(s)), **un ROCE moyen supérieur à la rentabilité espérée des apporteurs de capitaux (WACC ou Weighted Average Cost of Capital) ?**
2. **A long terme** (appréhendé dans la valeur terminale notamment), **le ROCE de l'entreprise est-il significativement différent du ROCE du secteur ?** Si oui pourquoi ?
3. **A terme le ROCE converge-t-il vers le WACC ?** (fin des avantages compétitifs de l'entreprise sur son ou ses marché(s)) hormis cas exceptionnels (barrières réglementaires...).

1.5 Investissements



Investissements (1/4)

- L'enjeu pour l'Expert indépendant est d'apprécier l'incidence des investissements sur l'évaluation de la société.
 - Dans une approche DCF, les investissements impactent les flux de trésorerie disponibles directement lors de leur réalisation, puis indirectement par l'augmentation de revenus et de marges qu'ils génèrent ;
 - Dans les autres approches de valorisation, le montant des investissements n'est pas directement pris en compte et reste implicitement attaché au montant de l'amortissement et aux prévisions de croissance.
- Les principaux points à examiner par l'Expert indépendant sont les suivants :
 - Les immobilisations incluent-elles des actifs hors exploitation ? Quelle est la part de l'outil productif dans le modèle d'activité de la société évaluée ?
 - Les hypothèses d'investissements sont-elles concordantes avec les dotations aux amortissements ? **[articulation entre le volet bilanciel et le volet des flux du Business Plan]**
 - Quel est le montant des investissements de maintenance nécessaires (cycle d'usure de l'outil de production) ?
 - Quels sont les investissements de développement réalisés et anticipés ? Les hypothèses du Business Plan sont-elles cohérentes et vraisemblables avec l'augmentation des capacités prévues ?
 - Quel est le niveau d'investissement normatif pour l'approche du flux permettant de déterminer la valeur terminale ? **[s'interroger sur la pertinence dans certains cas de l'égalisation des dotations aux amortissements et des investissements dans la construction de la valeur terminale ?]**

Nota : nous supposons que le Business Plan est élaboré dans un référentiel comptable où les actifs sont inscrits au bilan indépendamment de leurs modalités de financement.

Investissements (2/4)

1.5.1 Cadre de l'analyse des investissements

- La part des actifs immobilisés affectés à l'exploitation est généralement propre au secteur d'activité. Néanmoins, dans un même secteur ou pour une même activité, le modèle d'activité peut varier, engendrant une part de coûts fixes dans la structure de coûts différente. Des activités a priori fortement capitalistiques peuvent s'avérer moins consommatrices de ressources si la société a variabilisé ses coûts de production pour réduire son risque opérationnel (fables) ou réduire le montant de ses capitaux investis (franchise).
- La compréhension du modèle d'activité est essentielle pour apprécier les investissements nécessaires et poser les bases d'une comparaison sectorielle pertinente.
- Cette analyse servira à l'appréciation qualitative du risque non diversifiable nécessaire au calcul du taux d'actualisation. Ainsi des activités à coûts fixes élevés, car très capitalistiques, s'avèrent plus risquées.
- Une approche différenciée entre investissements de maintenance et de développement est essentielle. L'Expert indépendant examine les projets structurant le développement et l'incidence de ces investissements sur les revenus et marges prévisionnels. L'analyse de l'évolution de la part des immobilisations dans les capitaux employés ou de ratios plus ciblés (intensité capitalistique, taux d'utilisation des capacités de production,...) est attachée à la démarche.
- Pour la société évaluée, l'Expert indépendant disposera d'une information détaillée sur sa structure de coûts. Une telle précision est difficilement obtenue pour les sociétés comparables.
- C'est sur la base de cette analyse approfondie que l'Expert indépendant appréciera l'évolution des investissements et leur normalisation pour en déduire la vraisemblance et la cohérence des prévisions d'investissements.

Investissements (3/4)

1.5.2 Investissements de maintenance (maintien de la capacité de production)

- Les investissements de maintenance permettent de pérenniser l'exploitation de l'outil industriel dans sa configuration actuelle. L'évolution de ces investissements est généralement liée à leurs cycles de maintenance.
- Ils peuvent utilement être appréciés à partir des amortissements passés. La politique d'amortissement **peut** néanmoins être examinée pour s'assurer que le rythme d'amortissement est en phase avec la durée réelle d'exploitation des différents actifs.
- Le montant de ces investissements est néanmoins un coût de remplacement qui ne coïncide pas toujours avec les coûts historiquement observés :
 - l'inflation a pour conséquence une augmentation du coût ;
 - l'obsolescence technologique peut les diminuer.
- La compréhension de la nature des actifs immobilisés et du cycle d'activité permet à l'Expert indépendant d'apprécier le montant des investissements de maintenance présenté dans le Business Plan.

1.5.3 Investissements de développement (capacité / productivité)

- Ces investissements sont inhérents aux projets de développement de la société. Ils se traduisent par une variation plus ou moins marquée des revenus et marges d'exploitation à venir.
- L'Expert indépendant appréciera le supplément de revenus et marges que génèrent les capacités de production nouvelles en observant la montée progressive de leur utilisation et le délai au terme duquel la société escompte leur pleine utilisation.
- La compréhension des projets structurant le développement de la société et des investissements qu'ils requièrent permet à l'Expert indépendant de comprendre l'évolution des revenus et marges présentés dans le Business Plan.

1.6 Besoin en fonds de roulement (BFR)



Besoin en fonds de roulement (1/5)

- L'enjeu pour l'Expert indépendant est d'apprécier l'impact du BFR sur l'évaluation de la société.
 - Dans une approche DCF, la variation du BFR est un élément qui impacte directement les flux de trésorerie disponibles.
 - Dans une approche par les comparables, l'impact du BFR sur la valeur est indirect.
- Ainsi les principaux points à examiner et à prendre en compte par l'Expert indépendant sont les suivants :
 - Quel est le BFR de référence ?
 - quelle est la date de référence ?
 - existe-t-il des éléments exceptionnels dans le BFR et comment les traiter ?
 - Quel est le niveau normatif du BFR ? Les hypothèses du Business Plan sont-elles cohérentes et vraisemblables avec ce niveau normatif ?
 - Les modalités de financements, méthodes comptables et retraitement (Factor ?)
 - La saisonnalité de l'activité
- Dans certains secteurs (secteur de la distribution notamment), le BFR peut être structurellement négatif. On parle ainsi d'excédent en fonds de roulement (ou EFR). **Si l'Expert estime que l'EFR n'est pas appréhendable :**
 - cet excédent est à retrancher de la trésorerie nette,
 - les produits financiers générés par cet excédent sont à prendre en compte.

La variation d'EFR annuelle subira un traitement identique à cet excédent sur la durée explicite du BP.

Besoin en fonds de roulement (2/5)

1.6.1 Le BFR du bilan de référence

- Dans le cadre d'une approche DCF :
 - le BFR du bilan de référence est le point de départ pour le calcul de la variation du BFR prise en compte dans le calcul des flux de trésorerie de la durée explicite du Business Plan,
 - le BFR et la dette nette sont à calculer à partir du même bilan de référence.

- Dans le cadre d'une approche par analogie :
 - L'impact du BFR réside dans l'effet qu'a le BFR sur la dette nette de référence à la date de l'évaluation.
 - L'analyse du BFR du bilan de référence permet le cas échéant d'identifier les éléments exceptionnels non récurrents qui sont à exclure du BFR. A titre d'exemple :
 - des retards conséquents en matière de délai de paiement fournisseurs peuvent être reclassés en dette nette;
 - dans le cas de stock « spéculatif » résultant de l'achat d'une quantité conséquente de stock à un prix avantageux, ce stock est considéré comme un élément non récurrent du BFR.

Besoin en fonds de roulement (3/5)

1.6.2 Le BFR normatif (1/2)

- L'analyse du BFR commence par la compréhension par l'Expert indépendant du cycle d'exploitation. Pour apprécier le niveau normatif du BFR, l'Expert indépendant peut analyser les délais de paiement (clients, fournisseurs, engagements sociaux et fiscaux,...) et de détention des stocks ainsi que la structure des coûts de la société.
- Une analyse du niveau de BFR observé sur la base des comptes historiques ainsi qu'une comparaison avec les indicateurs du secteur sont recommandés. La démarche classique consiste à rapporter le BFR ainsi que les différents éléments composants le BFR (créances clients, stocks, dettes fournisseurs,...) à l'activité de la société et à les exprimer en pourcentage du chiffre d'affaires et en jours de chiffre d'affaires. Une analyse du BFR par activité est à effectuer, afin d'identifier l'impact des différentes activités sur le niveau de BFR.
- Sur l'horizon du Business Plan, l'analyse des hypothèses opérationnelles sous-jacentes permettent à l'Expert indépendant d'apprécier la cohérence des prévisions en matière de BFR. Dans ce cadre, l'Expert indépendant examine l'impact des projets de la société (lancement de nouveaux produits, évolution du mix du chiffre d'affaires, développement d'une centrale d'achat,...) sur le niveau normatif du BFR.
- C'est sur la base de cette analyse approfondie que l'Expert indépendant va pouvoir se prononcer sur l'évolution du BFR vers un niveau normatif. Ainsi, dans les cas les plus simples (croissance organique, mono-activité, structure de coûts stable,...), un retour vers un niveau normatif dès la première année du Business Plan peut être envisagé. En revanche, une analyse approfondie est à effectuer pour les cas plus complexes (retour progressif au BFR normatif,...).

Besoin en fonds de roulement (3/5)

Le BFR normatif (2/2) – exemple d'analyse

en k€	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Actifs circulants							
Stock	17 474	14 592	46 219	45 269	39 551	39 884	40 253
<i>En jours de CA</i>	<i>27 jours</i>	<i>18 jours</i>	<i>48 jours</i>	<i>46 jours</i>	<i>45 jours</i>	<i>45 jours</i>	<i>45 jours</i>
Clients et comptes rattachés	36 310	30 078	38 406	38 380	34 277	34 566	34 886
<i>En jours de CA</i>	<i>55 jours</i>	<i>38 jours</i>	<i>39 jours</i>				
Autres débiteurs et actifs courants	13 389	13 631	25 509	22 783	18 018	18 169	18 338
<i>En jours de CA</i>	<i>20 jours</i>	<i>17 jours</i>	<i>26 jours</i>	<i>23 jours</i>	<i>21 jours</i>	<i>21 jours</i>	<i>21 jours</i>
Passifs circulants							
Autres passifs courants	-1 477	-284	-835	-984	-879	-886	-895
<i>En jours de CA</i>	<i>-2 jours</i>	<i>0 jours</i>	<i>-1 jours</i>	<i>-1 jours</i>	<i>-1 jours</i>	<i>-1 jours</i>	<i>-1 jours</i>
Fournisseurs et autres créditeurs	-58 554	-53 359	-65 020	-65 935	-58 887	-59 382	-59 933
<i>En jours de CA</i>	<i>-89 jours</i>	<i>-67 jours</i>					
BFR	7 142	4 658	44 279	39 512	32 080	32 350	32 650
Chiffre d'affaires*	240 203	292 088	355 100	359 200	320 800	323 500	326 500
BFR en jours de chiffre d'affaires	11	6	46	40	37	37	37
BFR en % du chiffre d'affaires	3,0%	1,6%	12,5%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%

- L'exemple ci-dessus concerne une société de distribution d'accessoires pour smartphones. Au regard de l'analyse détaillée des différentes composantes du BFR, la hausse de celui-ci s'explique essentiellement par l'augmentation du niveau des stocks en 2014. Les délais de règlement clients (39 jours de chiffre d'affaires au 31/12/2014 contre 38 jours au 31/12/2013) et fournisseurs (67 jours au 31/12/2014 et au 31/12/2013) sont restés stables.
- Dans le cas présent, la société avait changé de mode de transport concernant ses approvisionnements (développement du transport par bateau au détriment de l'aérien) d'où l'obligation de constituer un stock plus important.
- Le Business Plan de la société présentait un niveau normatif du BFR de 10% du chiffre d'affaires partant du principe que la société améliorera son efficacité opérationnelle et que cela permettra de réduire le niveau du BFR.

Besoin en fonds de roulement (4/5)

1.6.3 Impact de la saisonnalité

- Le caractère saisonnier d'une activité correspond à un décalage dans le processus de production entre les achats, la production et les ventes. Le niveau du BFR évolue donc au cours de l'année en fonction de l'intensité et du positionnement de l'activité par rapport au processus de production.
- Dans le cas d'activité à forte saisonnalité, l'Expert indépendant tient compte de la saisonnalité dans son appréciation du niveau normatif du BFR. En revanche, la modification du BFR de référence est à effectuer d'une façon cohérente avec la dette nette de référence ; en effet le retraitement de l'écart entre BFR normatif et BFR réel peut être effectué sur le 1er flux ou sur la dette nette
- Afin de prendre en compte la saisonnalité du BFR, deux méthodes peuvent être envisagées :
 - retenir le BFR moyen mensuel ou trimestriel,
 - calculer un BFR normatif à partir de délais de règlement normatifs.
- Il convient de noter que, dans l'application de la méthode des comparables, ce type d'information ne sera, en général, pas forcément disponible.

Besoin en fonds de roulement (5/5)

1.6.4 Modalités de financement du BFR

- En cas de financement de la société par affacturage (factoring ou reverse factoring) ou titrisation, il convient, après analyse, de réintégrer les créances cédées en augmentant le BFR et donc la dette nette.
- Ce retraitement permet une meilleure compréhension de la réalité de la structure financière de la société et de son cycle d'exploitation ainsi qu'une meilleure comparabilité avec les sociétés du secteur.

1.7 Financement des investissements



Financement des investissements (1/4)

1.7.1 Cas courants

- Les investissements réalisés par les entreprises peuvent être financés de diverses façons :
 - par les ressources propres de la société (autofinancement) ;
 - par augmentation de capital ;
 - ou encore par recours à l'endettement.

- Lorsque la situation financière de la société est saine, que la société projette des investissements stables et réguliers, que l'analyse des fondamentaux du Business Plan (marges, rentabilité) paraît cohérente, notamment au regard des investissements passés et futurs, il n'y a pas de raisons particulières de procéder à un examen approfondi des conditions de financement de ces investissements.

- C'est l'analyse approfondie du Business Plan et des hypothèses opérationnelles sous-jacentes qui permet à l'Expert indépendant de se prononcer sur le caractère raisonnable ou non des hypothèses opérationnelles (marges, volume, prix) et sur la cohérence de l'évolution de la société au cours du Business Plan par rapport aux investissements

Financement des investissements (2/4)

- Lorsque l'Expert indépendant retient l'approche DCF, une analyse séparée des conditions de financement des investissements semble superfétatoire et il n'est pas dans le rôle de l'Expert indépendant de se substituer au banquier ou à l'investisseur en réalisant une analyse crédit de la société.
- Toutefois, dans des cas particuliers d'investissements très significatifs entraînant un doute sur la capacité de la société à obtenir un financement, l'Expert indépendant peut demander des informations complémentaires à la société qui lui permettraient de revoir ou d'apprécier la faisabilité du plan de financement envisagé.

Financement des investissements (4/4)

1.7.2 Cas moins courants

- L'approche pourrait être différente pour les cas de jeunes sociétés (start-up par exemple) ou de sociétés en difficulté financière (cash flow opérationnels négatifs par exemple), qui anticipent des investissements importants, voire très importants, afin de se développer, lancer de nouveaux projets et/ou recouvrer une rentabilité positive et une situation financière assainie.
- Dans ces cas de figure, il pourrait être recommandé de mettre en œuvre la méthode de valorisation « Free Cash Flow to Equity », ce qui nécessite l'analyse des flux opérationnels d'une part, mais aussi l'analyse des flux financiers puisqu'il s'agit là de revoir l'ensemble des agrégats du tableau de trésorerie.
- L'Expert indépendant pourrait ainsi vérifier que les flux financiers (y compris les conditions de taux d'intérêt) sur la durée du Business Plan sont cohérents avec le risque financier porté par la société année après année.
- Il s'agit là de diligences limitées (analyses de cohérence essentiellement) non destinées à remplacer l'analyse de crédit approfondie réalisée par le banquier lors de l'octroi du financement.

II. Conséquences pour l'Expert indépendant



2.1 Durée de prévision explicite



Durée de prévision explicite (1/4)

2.1.1 Durée explicite (1/3)

- Dans la méthode DCF, la valeur d'entreprise est calculée en distinguant deux voire trois périodes :
 - une **première période** pendant laquelle le Business Plan est modélisé en utilisant des **hypothèses détaillées** (« la période de prévision explicite »).

Il s'agit le plus souvent du Business Plan établi et validé par la direction, sauf à ce que l'Expert indépendant ait estimé que celui-ci n'était pas réaliste et qu'il n'ait pas obtenu qu'il soit modifié par la direction (recommandation AMF n°2006-15).
 - une **seconde période**, pendant laquelle la société étant considérée comme mature et ses paramètres financiers comme stables (croissance du chiffre d'affaires, taux de marge, intensité capitalistique), la valeur actuelle à l'infini de ses flux de trésorerie peut être calculée par une **simple extrapolation** (cf. § 2.3) pour calculer la valeur terminale ;
 - parfois, entre ces deux périodes, une **période de transition** pendant laquelle les paramètres financiers constatés à la fin de la première période **convergent** vers ceux qui sont extrapolés à l'infini.

Durée de prévision explicite (2/4)

2.1.1 Durée explicite (2/3)

- Les diligences réalisées par l'Expert indépendant peuvent lui permettre :
 - 1/d'apprécier si les paramètres financiers de la société à la fin du Business Plan qui lui a été remis sont soutenables à long terme et peuvent donc être extrapolés pour calculer la valeur terminale ;
 - 2/dans la négative, d'apprécier comment allonger la période de prévision explicite pour obtenir des paramètres financiers soutenables à long terme.

Durée de prévision explicite (3/4)

2.1.1 Durée explicite (3/3)

- Les exemples ci-après illustrent les cas où la dernière année du Business Plan ne peut pas être extrapolée à long terme d'où un allongement de la durée de prévision explicite :
 - La société exerce son activité dans un **secteur cyclique** et la dernière année du Business Plan ne correspond pas à une année moyenne du cycle.
 - Le Business Plan peut être prolongé pour permettre de faire converger le chiffre d'affaires et le taux de marge vers le niveau moyen du cycle.
 - La société appartient à un **secteur en forte croissance** et la dernière année du Business Plan fait apparaître un taux de croissance du chiffre d'affaires supérieur à celui qui paraît atteignable à long terme.
 - Le Business Plan peut être prolongé pour permettre de faire converger progressivement le taux de croissance vers son niveau à long terme.
 - La société aura achevé à la fin du Business Plan un **cycle d'investissements** (en recherche et développement, dans ses capacités de production,...) de telle sorte que les investissements à réaliser dans les années suivantes ne sont pas représentatifs du montant normatif nécessaire pour supporter une croissance régulière de son chiffre d'affaires.
 - Le Business Plan devrait être prolongé jusqu'à ce que le montant des investissements à réaliser redevienne équivalent au montant nécessaire pour supporter une croissance régulière du chiffre d'affaires.
 - La société appartient à un secteur où (i) le **taux de rendement des capitaux investis est largement supérieur au coût du capital** et (ii) la concurrence semble en mesure de faire reculer le taux de rendement des capitaux investis **faute d'avantages concurrentiels et / ou de barrières à l'entrée suffisants**.
 - Le Business Plan devrait être prolongé pour tenir compte d'une diminution progressive du taux de rendement des capitaux investis.

Durée de prévision explicite (4/4)

2.1.2 Rentabilité des capitaux investis

- La rentabilité des capitaux employés, mesurée comme étant le rapport (i) du résultat d'exploitation après impôt normatif et (ii) des capitaux employés [actifs immobilisés d'exploitation + besoin en fonds de roulement], devrait-elle être égale au coût moyen pondéré du capital à la fin de la durée de prévision explicite ?

Pas nécessairement pour les raisons suivantes :

- La « **prudence comptable** » peut conduire à ce que le montant des capitaux employés mesuré comptablement sous-estime le montant des capitaux employés réellement mis en œuvre. Par exemple :
 - ✓ les coûts de création et de développement des marques sont inscrits en charge et ne sont pas activés au bilan ;
 - ✓ les frais de recherche et développement ne sont pas non plus activés au bilan.

L'existence d'un écart entre le taux de rendement des capitaux employés et le coût du capital à la fin de la durée de prévision explicite peut n'être que la conséquence de ce « conservatisme comptable ».

- La société peut disposer d'**avantages concurrentiels durables** et éventuellement évoluer dans un secteur où il existe des **barrières à l'entrée**. Le choix de l'Expert indépendant de prolonger, ou non, la durée de prévision pour aboutir à une convergence entre la rentabilité des capitaux investis et le coût du capital repose sur :
 - l'identification ou l'absence d'identification de barrières à l'entrée dans le secteur d'activité de la société (analyse des forces de Porter : nouveaux entrants, produits de substitution, pouvoir de négociation des clients et des fournisseurs) ;
 - l'identification de la nature des avantages concurrentiels durables : capacité à maintenir des coûts de production inférieurs à la concurrence ou à obtenir une prime de prix sur ses produits ;
 - l'identification de la source des avantages concurrentiels durables : actifs incorporels, effets d'échelle, coût de changement du fournisseur, effets de réseau notamment dans le domaine de l'Internet.

2.2 Prise en compte des risques



Prise en compte des risques (1/4)

Les deux types de risques du Business Plan

- L'analyse du Business Plan par l'Expert indépendant participe à l'identification des **risques spécifiques** et **systématiques** auxquels la société peut être confrontée.

On distingue en général, deux types de risques :

- Les **risques spécifiques** correspondent à l'ensemble des risques propres à une entreprise et qui ne sont pas susceptibles d'affecter simultanément l'ensemble des entreprises (effets de la concurrence, évolution du portefeuille de produits, conséquences d'un dysfonctionnement d'un produit, impact d'un incendie, départs d'hommes clés...).
- Les **risques systématiques** correspondent aux risques liés à l'évolution de la conjoncture économique (impact de la politique monétaire d'une banque centrale ou fiscale d'un Etat, évolution des taux de change,...).

Prise en compte des risques (2/4)

2.2.1 La prise en compte des risques spécifiques

- Les risques spécifiques sont théoriquement pris en compte dans le Business Plan de référence, ce Business Plan devrait représenter l'espérance mathématique des différents plans d'affaires envisageables en cas de matérialisation des menaces et opportunités identifiées.
 - Ce Business Plan doit être construit et validé par la direction de la société. Si au terme de ses diligences, l'Expert indépendant estime que le Business Plan qui lui a été transmis ne correspond pas à un Business Plan moyen et ne prend pas en compte de manière satisfaisante les risques spécifiques (mais également les opportunités) qu'il a identifiés, il peut dans l'ordre suivant :
 - 1/ privilégier le fait de **demander à la direction de modifier le Business Plan** qui lui a été transmis en fonction des conclusions de ses diligences,
 - 2/ faute d'obtenir un Business Plan amendé, **réaliser lui-même les modifications** qu'il estime nécessaires (taux de croissance, taux de marge, niveau des investissements, niveau du BFR par année ou pour l'ensemble des années),
 - 3/ devant la difficulté à modifier lui-même le Business Plan, tenir compte d'une **prime de risque spécifique** à intégrer au taux d'actualisation.
- Dans les cas 2/ et 3/, dans son rapport, l'Expert indépendant indique l'impact des modifications qu'il aura introduites ou de la prise en compte d'une prime de risque spécifique sur la valeur des fonds propres.

Prise en compte des risques (3/4)

- Dans aucun cas l'Expert indépendant ne peut prendre en compte les risques à la fois dans le Business Plan et dans le taux.
- Afin d'illustrer l'impact que la matérialisation de différents risques spécifiques est susceptible d'avoir sur le Business Plan fourni par la société ou modifié par l'Expert indépendant, on peut **réaliser plusieurs scénarios** (scénario haut, de base, bas), voire adopter une **approche probabiliste** à partir de simulations Monte Carlo. Dans ce dernier cas, il ne faut pas minimiser la difficulté de se faire une opinion sur la(les) loi(s) suivie(s) (loi triangulaire, loi normale,...) par les « value driver(s) » pris en compte mais également les différents moments (moyenne, écart-type...) de ce(s) loi(s).

Prise en compte des risques (4/4)

2.2.2 La prise en compte des risques systématiques

- Les risques systématiques auxquels sont exposés une société sont pris en compte dans le taux d'actualisation au travers du **coefficient bêta** qui mesure l'exposition d'un titre aux évolutions du marché.
- La fiabilité des coefficients bêta est cependant souvent limitée :
 - ils peuvent varier fortement selon la durée (2 ans et plus) ou la fréquence (hebdomadaire, mensuelle) des données prises en compte ;
 - leur erreur standard est élevée quelle que soit la manière dont ils sont calculés ;
 - ils reflètent le portefeuille d'activités et le levier financier sur la période où ils sont calculés et non au moment où ils sont mesurés ;
 - leur pertinence dépend de la qualité de l'échantillon constitué.
- L'analyse du Business Plan offre une méthode alternative pour apprécier, de manière qualitative, l'exposition d'une société aux risques systématiques. Economiquement, le bêta d'une société sera d'autant plus faible que ses cash-flows seront peu sensibles aux fluctuations de l'activité économique. Dès lors :
 - une société dont le volume d'activité est peu (très sensible) à la conjoncture économique aura un bêta d'actif faible (élevé) ;
 - une société dont le levier opérationnel (c'est-à-dire le rapport entre les coûts fixes et l'ensemble de ses coûts) est faible (élevé) aura un bêta d'actif faible (élevé).

2.3 Flux normatif



Flux normatif (1/4)

2.3.1- Flux normatif et valeur terminale

Remarque liminaire

- L'exercice « classique » d'élaboration d'un Business Plan n'exige pas de déterminer un flux normatif et de calculer une valeur terminale. La construction d'un flux normatif et le calcul d'une valeur terminale ne sont nécessaires que dans la perspective de l'évaluation d'une société (entreprise, projet, etc.) d'après ses flux de trésorerie futurs (méthode DCF).
- Eu égard à l'importance potentiellement significative de la valeur terminale dans la valorisation totale, il convient d'apporter une attention particulière au contrôle de la construction du flux normatif, à la compréhension des hypothèses qui le sous-tendent et à l'analyse de sa cohérence avec les hypothèses, endogènes et exogènes, de construction du BP.
- Flux normatif et valeur terminale se justifient à l'horizon du Business Plan lorsque l'activité atteint un rythme de croisière :
 - l'actualisation de la valeur terminale est à effectuer à la date de la dernière année du Business Plan (et non l'année suivante)
 - l'usage d'un taux d'actualisation différencié pour la seule valeur terminale ne se justifie pas du point de vue conceptuel dès lors que le taux d'actualisation reflète une appréciation globale du couple « risque/rendement attendu » à la date d'évaluation. En conséquence, une incertitude accrue sur la valeur terminale peut se traduire par l'intégration d'une prime de risque spécifique dans la détermination du taux d'actualisation applicable à l'ensemble des flux.

Flux normatif (2/4)

Définitions théoriques

- Flux normatif
 - C'est l'un des déterminants de la valeur terminale dans une valorisation par actualisation des flux de trésorerie disponibles. Ce flux est censé être cohérent avec le passé et les fondamentaux de la société tels qu'analysés lors de la revue du Business Plan et tient compte notamment de la croissance et la rentabilité à long terme du secteur, de l'investissement nécessaire pour délivrer le chiffre d'affaires prévu, de la variation du BFR induite. Il peut ne pas être identique au dernier flux du Business Plan, en particulier dans les secteurs cycliques où il doit refléter une position moyenne
- Valeur terminale
 - La valeur terminale est l'une des deux composantes de la valeur d'une entreprise calculée par la méthode DCF. La valeur de la société est en effet égale à la somme de la valeur actuelle des flux de trésorerie disponibles (après impôt) sur l'horizon explicite du plan d'affaires et de la valeur terminale de la société retenue à la fin de cet horizon. Elle est délicate à estimer car elle se situe à un horizon où il n'existe plus de prévisions fiables. Elle est généralement déterminée par extrapolation à l'infini du flux dit « normatif » (selon la formule de Gordon-Shapiro) ou par application d'un multiple de sortie qui reflète une vision long-terme de l'activité et de la place de la société dans son secteur

Flux normatif (3/4)

2.3.2- Revue de la cohérence du flux normatif

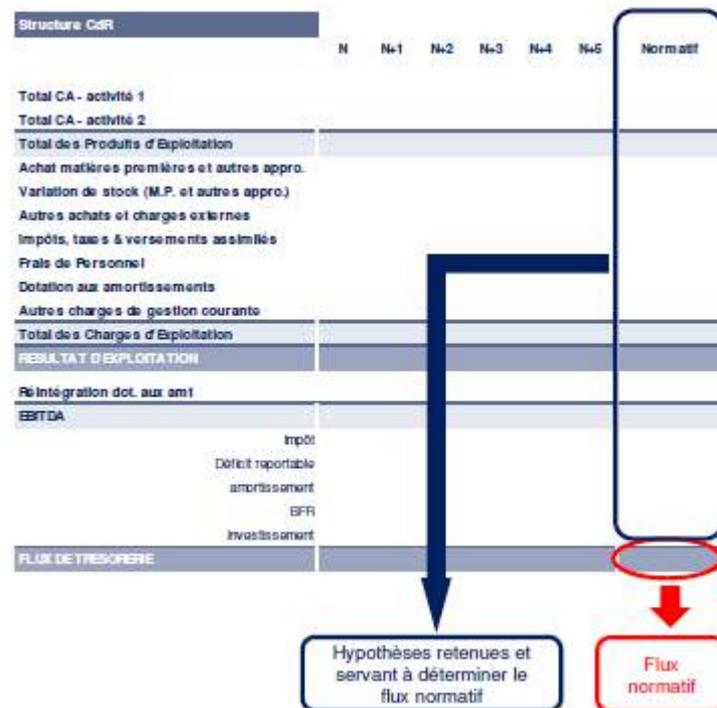
- Le flux normatif est un flux disponible (« free cash flow »), considéré comme normatif, généré par l'activité de la société à évaluer, à la date correspondant à l'horizon explicite du Business Plan.
- Afin de déterminer ce flux, il convient de comprendre et de « challenger » les hypothèses de construction de ce flux. Cette étape cruciale de compréhension et d'analyse critique mérite d'y consacrer une attention particulière. Il n'existe pas de formule de calcul à appliquer en la matière : le flux normatif est apprécié au cas par cas.
- La cohérence n'implique pas obligatoirement que le flux normatif corresponde au dernier flux de l'horizon explicite du BP ou à une moyenne calculée sur tout ou partie de la période de référence : le jugement est nécessaire en fonction des caractéristiques des flux d'activités, dans l'environnement de la société évaluée.
 - les hypothèses retenues en amont de la construction du flux normatif sont à analyser au regard de :
(cf. § 1.4)
 - La cohérence avec les hypothèses retenues sur l'horizon explicite de BP,
 - La cohérence globale avec la vision à long terme de la société / du projet.
 - une analyse de la cohérence du niveau d'investissement récurrent retenu au regard des perspectives de développement peut être menée.
- Le passage du flux normatif à la valeur terminale s'effectue généralement par application d'une formule fixée par les études académiques initiées par celles de Gordon-Shapiro, en 1959. Cette formule intègre les paramètres financiers d'actualisation (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini) qui induisent une forte sensibilité des résultats obtenus. Le poids de la valeur terminale dépend de l'horizon retenu.

Flux normatif (4/4)

2.3.3 - Construction du flux normatif (1/4)

Présentation du flux normatif

- Remarque liminaire : Le flux est un unique montant exprimé dans l'unité monétaire du BP :
 - « 150 m€ » est un flux normatif ;
 - « 300 m€ de CA – 150 m€ estimés de charges/variation de BFR / investissement » n'est pas un flux normatif.
- Le flux normatif ne se confond pas avec les données figurant dans la dernière colonne du BP.



2.4 Valeur Terminale

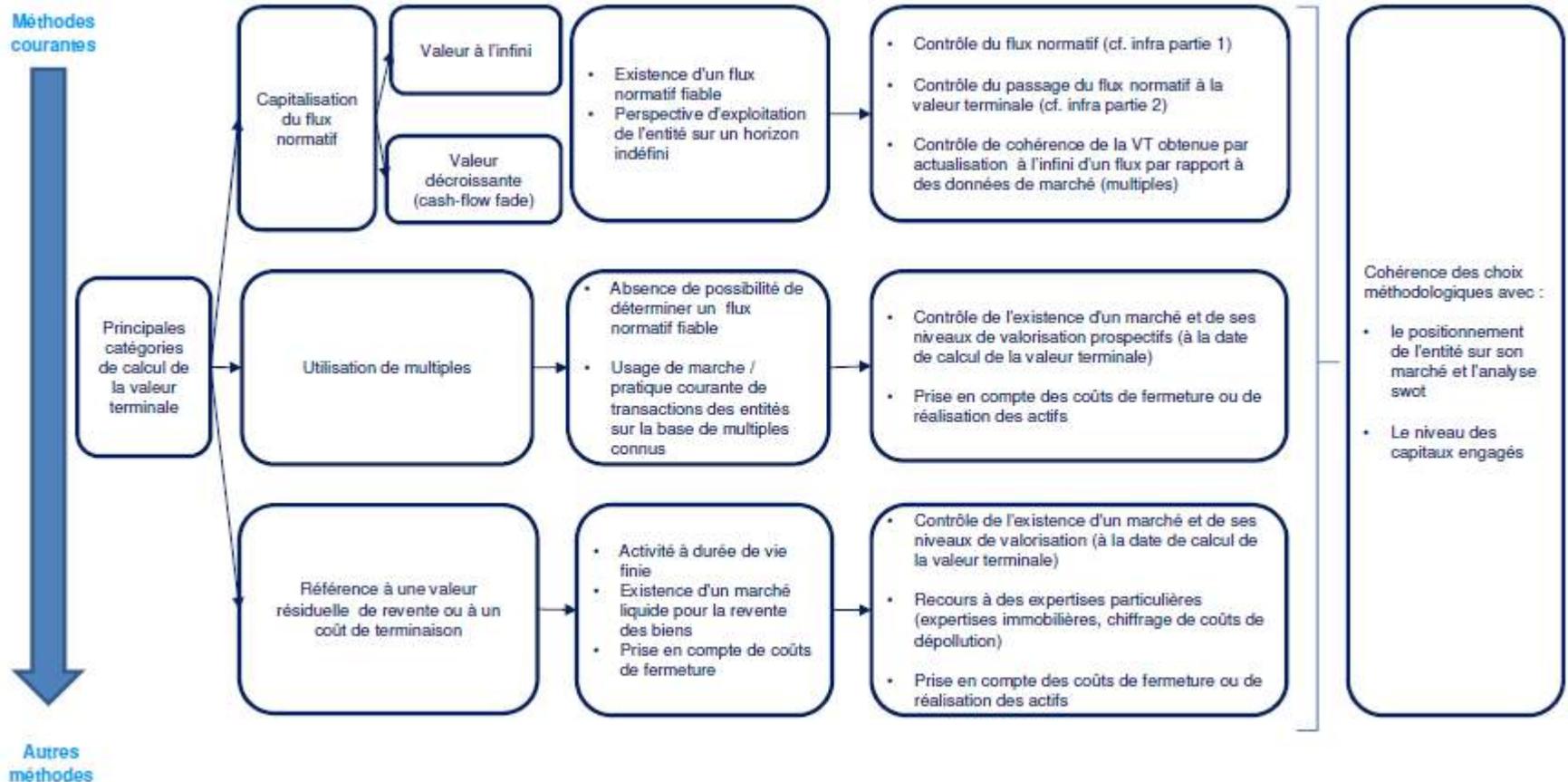


Valeur Terminale (1/7)

2.4.1 - Principales méthodologies de calcul de la valeur terminale

Détermination de la valeur terminale

- La valeur terminale peut être approchée en utilisant des techniques différentes fondées notamment sur l'application de multiples d'agrégats observés sur le marché :



Valeur Terminale (2/7)

2.4.2 - Calcul de la valeur terminale à partir du flux normatif

Formule de capitalisation à l'infini à partir du flux normatif

- En retenant une valeur terminale fondée sur un flux de trésorerie normatif que l'on considère comme devant croître à l'infini, ce flux fini, croissant à l'infini, donne une valeur finie par le jeu de l'actualisation :

$$\text{Valeur Terminale} = (\text{Flux normatif} \times (1 + g)) / ((t - g))$$

- Dans le cadre du calcul de la valeur terminale par rapport au flux normatif, l'application de la formule requiert de prendre une hypothèse de taux de croissance à l'infini : g . Ce taux vient à la fois majorer le numérateur et minorer le dénominateur de la formule ; il revêt un caractère fondamental dans la détermination de la valeur d'entreprise (VE).

Valeur Terminale (3/7)

Taux de croissance à l'infini

- Le taux de croissance à l'infini reflète l'augmentation (ou la diminution, en cas de taux négatif) annuelle récurrente du flux normatif à l'infini. Le taux de croissance à l'infini est un taux de croissance des flux et non de l'activité (ou du CA).
- Il convient notamment de vérifier que :
 - l'inflation propre au secteur est appréhendé dans le calcul du taux ;
 - le taux utilisé est cohérent avec :
 - ceux utilisés par l'entreprise elle même et les entreprises cotées comparables, dans leurs tests de dépréciation ;
 - les hypothèses du BP : croissance et maturité du marché notamment.
- Il est important de souligner que le taux de croissance à l'infini devrait être cohérent à la fois avec (i) le taux de croissance à long terme des marchés et du secteur concerné et (ii) le niveau de l'inflation. Un taux de 2%, qui s'inscrit dans un environnement économique dont l'inflation s'élève en moyenne à 2%, signifie en réalité qu'il n'y a pas de croissance nette dans le secteur.

Recoupement entre la valeur terminale et les multiples de marché

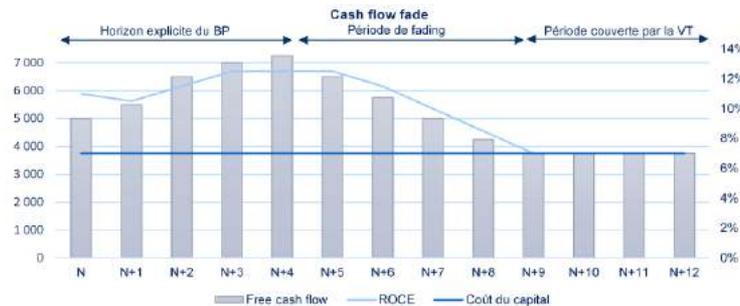
- La capitalisation à l'infini du flux normatif est assimilable à la valeur d'entreprise attendue à la fin de l'horizon explicite de BP. Elle représente n fois le résultat d'exploitation / EBITDA (ou tout autre agrégat jugé pertinent par l'évaluateur) attendu en fin de BP. Ce facteur est à comparer aux multiples, actuels et prospectifs, de sociétés comparables cotées.

Valeur Terminale (4/7)

2.4.3 - Autres méthodes de calcul de la valeur terminale

Rente décroissante (« Cash flow fade »)

- L'Expert indépendant, apprécie le fait que ce modèle « cash flow fade » ne devrait pas conduire à minorer la valeur de façon artificielle.
- Le modèle « Cash flow fade », dit « de la rente décroissante », est un calcul de la valeur terminale par actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF). On définit ainsi un horizon durant lequel la rentabilité économique de la société se dégrade (soit par le fait de la baisse des marges, soit par le fait de la baisse de la rotation de l'actif économique) jusqu'à devenir éventuellement égale au coût moyen pondéré du capital. Au terme de cet horizon, la valeur terminale est égale au montant comptable de l'actif économique :



- Le modèle de « cash flow fade » est moins optimiste que le modèle « classique » d'actualisation à l'infini du flux normatif, notamment parce qu'il considère non pas une croissance à l'infini d'un flux normatif mais une dégradation de ce flux sur un horizon déterminé.
- L'effet de marche avant la « période de fading » constitue une hypothèse forte de la modélisation dont il convient d'apprécier la pertinence et la cohérence au regard des hypothèses du BP et de l'environnement de la société.

Valeur Terminale (5/7)

- Il convient cependant de garder à l'esprit que si, au delà de la « période de fading », la valeur d'entreprise n'augmente plus de l'actualisation des flux postérieurs au cash flow « fade », cela est une conséquence arithmétique de l'égalisation de la rentabilité économique avec le WACC. Cependant, des flux sont toujours générés et auraient une valeur pour un investisseur dont le WACC serait inférieur à celui retenu pour le BP.

Multiples

- La valeur terminale peut être appréhendée selon la méthode des multiples de sociétés comparables. Elle consiste à appliquer, sur le ou les agrégats financiers de référence normatifs, des multiples de marché de sociétés comparables.
- L'horizon explicite du BP est très souvent postérieur aux dernières estimations de multiples de marché qu'il est possible d'obtenir. Il convient donc d'être vigilant sur l'évolution des multiples prévisionnels de marché pour apprécier la pertinence du multiple retenu.

Valeur résiduelle

- Dans certains cas, il peut être judicieux d'appréhender la valeur terminale par la valeur résiduelle (ou de revente) de la société. Il existe plusieurs types de valeur de sortie explicite, parmi lesquelles la valeur à la casse et la valeur vénale sont les plus courantes :

Valeur « à la casse »

- La valeur « à la casse » correspond au prix que l'on pourrait tirer d'un actif si ce dernier était cédé dans un contexte de non-continuité de l'activité. Cette valeur est souvent très éloignée de la valeur du marché dès lors qu'elle implique une décote pour obtenir des liquidités d'un actif en l'absence de marché.

Valeur Terminale (6/7)

Valeur vénale résiduelle

- La valeur vénale résiduelle correspond au prix de cession des éléments significatifs composant le patrimoine, tel qu'il serait obtenu dans le cadre d'une négociation normale sur un marché actif.
- En pratique, les valeurs vénales sont utilisées notamment pour des actifs immobiliers.
- Pour autant, la mise en œuvre de ce type d'approche nécessite de s'assurer de la prise en compte des facteurs suivants :
 - liquidité à terme des marchés sur lesquels seront réalisées les transactions,
 - évolution du niveau des prix à terme sur ces marchés,
 - prise en compte de coûts de transaction,
 - obligations de remise en état, risques environnementaux,
 - existence d'autres éléments du patrimoine et de passifs éventuels.

Valeur Terminale (7/7)

2.4.4 – Actualisation de la valeur terminale

- La valeur terminale est généralement déterminée à l'horizon du plan ou de la période d'extrapolation. Elle doit être actualisée pour être ramenée à une valeur d'aujourd'hui
- L'actualisation se fait en utilisant le coefficient d'actualisation de la dernière année du plan (ou de l'extrapolation le cas échéant)
- L'usage d'un taux d'actualisation différencié pour la seule valeur terminale ne se justifie pas du point de vue conceptuel dès lors que le taux d'actualisation reflète une appréciation globale du couple « risque/rendement attendu » à la date d'évaluation. En conséquence, une incertitude accrue sur la valeur terminale peut se traduire par l'intégration d'une prime de risque spécifique dans la détermination du taux d'actualisation applicable à l'ensemble des flux

2.5 Tests de sensibilité



Tests de sensibilité (1/8)

2.5.1 Principes généraux

Proposition de définition

- Dans le domaine de l'évaluation d'entreprise par la mise en œuvre d'une méthode intrinsèque basée sur un modèle financier de type DCF, l'analyse de sensibilité est une mesure du risque du modèle financier associé à la réalisation des hypothèses opérationnelles (endogènes ou exogènes) qui sous-tendent le Business Plan ou à la pertinence des paramètres techniques du modèle (taux de rentabilité exigé ou taux de croissance à long terme).

Modèle financier

- Avant d'avoir recours à une analyse de sensibilité, l'Expert indépendant s'assure qu'il a construit un modèle financier à partir d'un Business Plan représentatif du scénario le plus vraisemblable lui permettant d'identifier les facteurs clés qui sont susceptibles de faire varier significativement la valeur.

Point d'attention

- L'analyse de sensibilité n'a pas pour vocation de suppléer les carences d'un modèle financier ou d'un jeu d'hypothèses centrales qui ne serait pas jugé réaliste (Business Plan communiqué par la société considéré par l'Expert indépendant comme trop conservateur ou trop ambitieux par exemple).

Tests de sensibilité (2/8)

Recommandation AMF du 27 juillet 2010

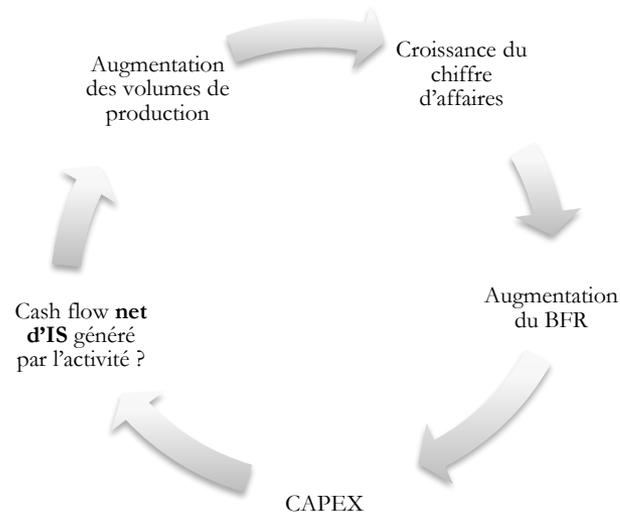
- Dans sa recommandation de 19 octobre 2006 relative à l'expertise indépendante, l'AMF préconisait - s'agissant des principes à respecter dans le cadre de la mise en œuvre d'une approche intrinsèque - que l'expert « présente et commente systématiquement des tests de sensibilité autour de l'hypothèse centrale ».
- L'AMF a apporté des précisions dans sa recommandation mise à jour le 27 juillet 2010 (cf. recommandation AMF n°2006-15) :
« Pour l'approche intrinsèque, l'Expert indépendant (...) présente et commente systématiquement des tests de sensibilité portant sur les principaux paramètres de valorisation (taux d'actualisation, taux de croissance du flux terminal, hypothèses opérationnelles structurantes du plan d'affaires...) autour des hypothèses centrales. »

Tests de sensibilité (3/8)

2.5.2 Modèle financier

Construction du modèle financier

- Sans revenir sur les modalités d'élaboration du Business Plan et l'analyse des différentes hypothèses sous-jacentes, il est utile de rappeler ici que le modèle suppose de tenir compte de l'interdépendance des données.



- Le modèle financier peut ainsi traduire de façon mécanique tout impact de l'évolution de l'activité sur l'actif économique de l'entreprise et ses résultats fiscalisés. A défaut, l'analyse de sensibilité sur les hypothèses opérationnelles est biaisée.

Tests de sensibilité (4/8)

Tests de l'intégrité du modèle

- Afin de tester l'intégrité du modèle, l'Expert indépendant peut avoir recours à une analyse d'impact sur les principaux agrégats (et pas seulement sur la valeur obtenue) des changements d'hypothèses, en retenant par exemple un échantillon d'une dizaine de scénarios, afin de mesurer l'impact de la variabilité des hypothèses retenues sur les agrégats clés en observant l'évolution de certains ratios.
- L'analyse peut permettre de mettre en évidence des variations ou invariabilités anormales et conduire, le cas échéant, à corriger le modèle en conséquence.
- Exemple :

	Variable1	Variable2	CA		EBIT/CA		BFR/CA		Capex/CA		Amort./Capex		IS/EBIT		ROCE	
			TCAM/5ans	N+1	N+5	N+1	N+5	N+1	N+5	N+1	N+5	N+1	N+5	N+1	N+5	N+1
Scénario1																
Scénario2																
Scénario3																
Scénario4																
Scénario5																
Scénario6																
Scénario7																
Scénario8																
Scénario9																
Scénario10																

Tests de sensibilité (5/8)

2.5.3 Hypothèses opérationnelles et paramètres financiers

Constats

- L'ESMA et l'AMF ont fait le constat à de nombreuses reprises que les tests de sensibilité présentés par les émetteurs dans leur information financière étaient le plus souvent limités au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini, notamment par crainte de dévoiler des informations sensibles qui pourraient être exploitées par leurs concurrents. Face à ce constat, l'AMF a invité les émetteurs à « communiquer sur des éléments, ne serait-ce que qualitatifs, qui permettent de comprendre comment évoluent les hypothèses opérationnelles sur la durée du Business Plan. Il paraît important en particulier de donner des indications sur la trajectoire opérationnelle envisagée. » (Recommandation AMF n°2012-16).
- **Or, l'Expert indépendant est invité à présenter les résultats d'analyses de sensibilité sur les hypothèses opérationnelles structurantes du Business Plan et de la valeur d'entreprise induite, conformément à la recommandation AMF n°2006-15 et, en particulier celles sujettes à une volatilité importante.**
- Les difficultés rencontrées liées en particulier à la communication de certaines informations sensibles ne sont pas propres à la mise en œuvre des analyses de sensibilité. De façon générale, la société peut être légitimement réticente à ce que soit communiquée dans le rapport de l'Expert indépendant toute information opérationnelle sensible vis à vis de la concurrence. Ces dernières peuvent être présentées en valeur relatives (écart de X points de parts de marché, Y points de marge, variation de Y%...) par rapport à l'hypothèse centrale, si cette dernière n'est pas explicitée.

Tests de sensibilité (6/8)

Hypothèses opérationnelles

- Lorsque des analyses de sensibilité sont présentées sur les hypothèses opérationnelles, elles font le plus souvent référence à des sensibilités à la croissance du chiffre d'affaires ou au taux de marge retenu. Or ces agrégats, s'ils constituent des indicateurs pertinents des tendances anticipées, sont généralement le résultat d'une combinaison de facteurs ; faire ressortir les éléments les plus instables ou les plus incertains de cette combinaison est plus approprié.
- **Exemple 1** : la variation de croissance attendue du marché de l'entreprise et de son taux de pénétration peuvent être plus pertinents que le taux de croissance du chiffre d'affaires sur l'horizon du Business Plan.
- **Exemple 2** : l'impact de la variation d'une devise sur le coût d'achat des matières premières ou le coût des investissements est plus évocateur que la variation du taux de marge ou du niveau de ROCE.

Exemples d'hypothèses opérationnelles clés susceptibles d'être retenues (liste indicative et non exhaustive) :

- évolution de la demande du marché, conclusion d'un nouveau contrat important, perte d'un gros client,
- évolution des prix attendus,
- évolution des parts de marché,
- évolution du prix des matières premières,
- impact d'un programme de réduction de coûts,
- décalage des investissements,
- évolution des taux de change,
- évolutions réglementaires et fiscales (subventions, CIR, environnement, IS...).

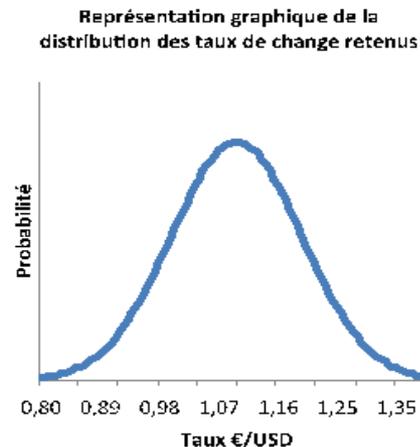
Tests de sensibilité (7/8)

2.5.4 Présentation des résultats et commentaires

Fourchettes des variables et des valeurs retenues

- Afin de donner une information complète au marché, les résultats issus d'amplitudes de variation plus larges que celles estimées raisonnables peuvent être présentés. En revanche, il paraît opportun de circonscrire la fourchette de valeurs retenues sur la base des hypothèses estimées les plus probables.
- **S'agissant des pas de variation, ceux-ci devraient s'inférer de l'écartement raisonnable de la fourchette retenue.**
- Exemple : Variation du taux de change €/USD en prenant l'hypothèse d'une distribution suivant une loi normale en retenant une hypothèse centrale de 1,1€/USD et un écart type de 10% :

Fourchette		
Borne min	Borne max	Probabilité
0,00	0,80	0,15%
0,80	0,90	2,35%
0,90	1,00	13,50%
1,00	1,10	34,00%
1,10	1,20	34,00%
1,20	1,30	13,50%
1,30	1,40	2,35%
1,40	1,50	0,15%



- On retiendra dans cet exemple que le taux de change pourrait varier dans une fourchette large de 0,8 €/USD à 1,4 €/USD et présenter les résultats obtenus sur cette base. La fourchette de valeurs retenues pourrait être réduite aux seules valeurs issues de l'hypothèse d'un taux de change compris entre 1 €/USD et de 1,2 €/USD (probabilité >78%).
- Les pas retenus pourraient être les suivants : 1 ; 1,1 ; 1,2 ; 1,3 ; 1,4.

Tests de sensibilité (8/8)

Résultats par action et commentaires

- Les résultats des analyses de sensibilité peuvent être présentés sur la valeur d'entreprise et dans tous les cas le sont sur la valeur des fonds propres. Fournir ces résultats sur la valeur des fonds propres permet de donner une information pertinente sur l'impact net de la prise en compte de l'endettement ou de la trésorerie :

EV	27	30	33
Variation EV	-10%		10%
Trésorerie	20	20	20
EQ	47	50	53
Variation EQ	-6%		6%



EV	27	30	33
Variation EV	-10%		10%
Endettement net	(20)	(20)	(20)
EQ	7	10	13
Variation EQ	-30%		30%



- Il est rappelé que, lorsque le capital est composé de différentes catégories d'actions, chacune d'entre elles doit faire l'objet d'une évaluation en tenant compte des droits particuliers attachés aux différentes actions. Dans un tel contexte, il est indispensable de mesurer la sensibilité de la valeur des fonds propres et de la valeur attribuable aux différentes catégories d'actions.
- Enfin, il est judicieux d'accompagner ces résultats d'indications relatives à leur interprétation, en particulier lorsque le prix proposé se situe à proximité de la borne inférieure ou supérieure de la fourchette de valeurs retenue.
- Dans tous les cas, il est indispensable de fournir une information claire sur les hypothèses clés et l'incertitude qui leur est inhérente, justifiant la mise en œuvre de ces analyses de sensibilité.

Conclusion

Il convient de souligner que la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie s'appuie notamment sur des prévisions d'exploitation ; ces prévisions présentant, par nature, un caractère incertain, certaines hypothèses pourront ne pas se vérifier et des événements non anticipés pourront se produire. Des différences importantes pourront donc survenir entre les prévisions et les réalisations.

Enfin, ce guide n'énonce pas des obligations pour l'Expert indépendant ; il regroupe des outils que l'Expert pourra utiliser - en tout ou partie - en fonction du contexte de chaque mission.



31 bis – 33 , rue Daru

75008 Paris

Tel : 01 42 27 05 91

www.apei-Experts.org