

Plan du cours :

La politique financière de l'entreprise

Introduction :

-Rappel de cours

-Bilan patrimonial

-FR, BFR, TN.

-Flux de trésorerie

-Coût du capital, taux d'actualisation, MEDAF, DPA, BPA, PER.

-Exercices d'applications.

-I/ Evaluation selon l'approche des flux :

1) Le contexte d'évaluation;

2) La démarche de l'évaluation.

-II/ L'évaluation par les flux :

A/ Les principes généraux;

B/ L'actualisation des flux de trésorerie disponible pour l'entreprise (FTDE)

C/ L'actualisation des flux de trésorerie disponibles pour l'actionnaire (FTDA)

D/ Les modèles d'actualisation des dividendes.

III/ L'évaluation par les approches patrimoniales et mixtes:

A/ L'actif net comptable corrigé (ANCC)

B/ La prise en contrôle d'un goodwill

C/ Approche immobilière

Terchoune mohammed

Suite du plan

III/ L'évaluation par l'approche comparative:

A/ Les principes de l'approche comparative

B/ La recherche d'un échantillon de sociétés et le choix de l'induction de valeur

C/ Les multiples et la valeur des capitaux propres d'une société.

IV/ La synthèse de comparaison des méthodes de sociétés:

A/ Prix et valeur : Détermination des primes ou décotes

B/ Comparaison et limites des méthodes d'évaluation.

*** Cas pratiques.***

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

Compétences attendues :

- *Savoir calculer les flux de trésorerie :
Sur la période dite explicite ;
Au-delà de la période explicite (Valeur terminale)
- *Savoir actualiser les flux de trésorerie ;
- *Dans la méthode basée sur les flux, réaliser le passage de la valeur des capitaux propres avec la prise en compte de l'impôt sur les sociétés



Evaluation des entreprises par l'approche des flux

Compétences attendues :

***Savoir calculer les flux de trésorerie :**

Sur la période dite explicite ;

Au-delà de la période explicite (Valeur terminale)

***Savoir actualiser les flux de trésorerie ;**

***Dans la méthode basée sur les flux, réaliser le passage de la valeur des actifs à la valeur des capitaux propres avec la prise en compte de l'endettement net.**

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

I/ Principes généraux:

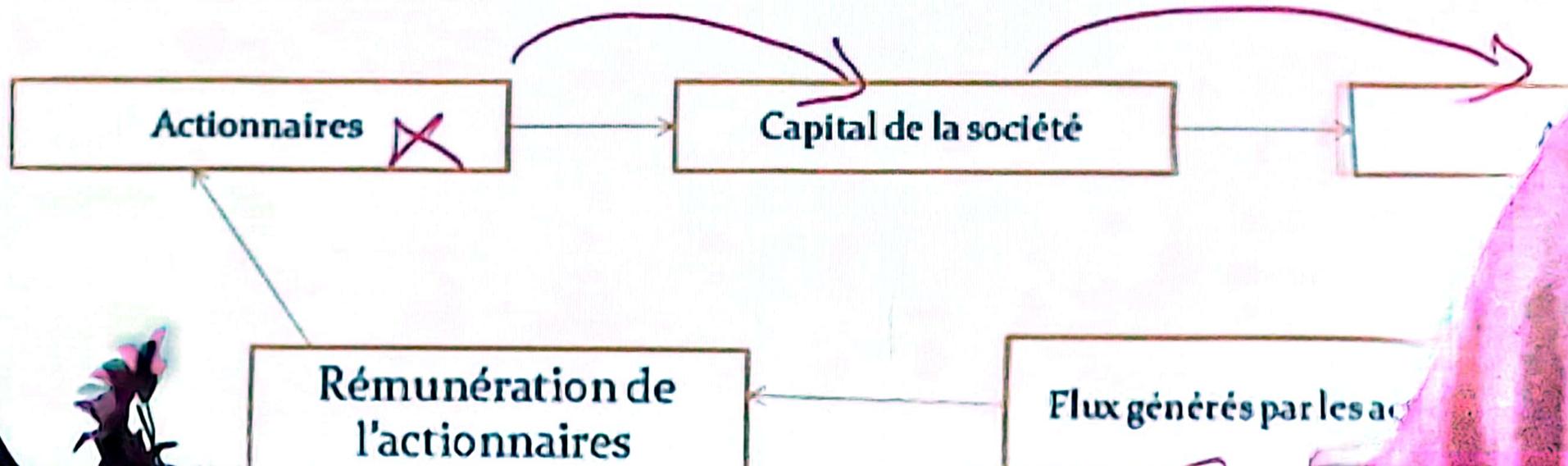
En investissant dans une entreprise, un investisseur apporte un capital à la société, cette dernière peut se permettre l'acquisition de nouveaux actifs. L'investisseur possède ainsi un droit propriété, à part l'endettement la valeur d'une action est donc fonction de la valeur des actifs détenus par la société qui a émis ces actions;

La valeur de l'action dépend alors :

- * Des flux générés grâce aux actifs achetés par l'entreprise (et dont il percevra tout ou une partie);
- * Un taux de rentabilité qu'il attend;

Schéma illustratif:

Ce schéma illustre que la valeur d'un actif peut être estimée à partir de la somme actualisée des flux futurs revenus attachés à sa détention.



Evaluation des entreprises par l'approche des flux

I/ Principes généraux:

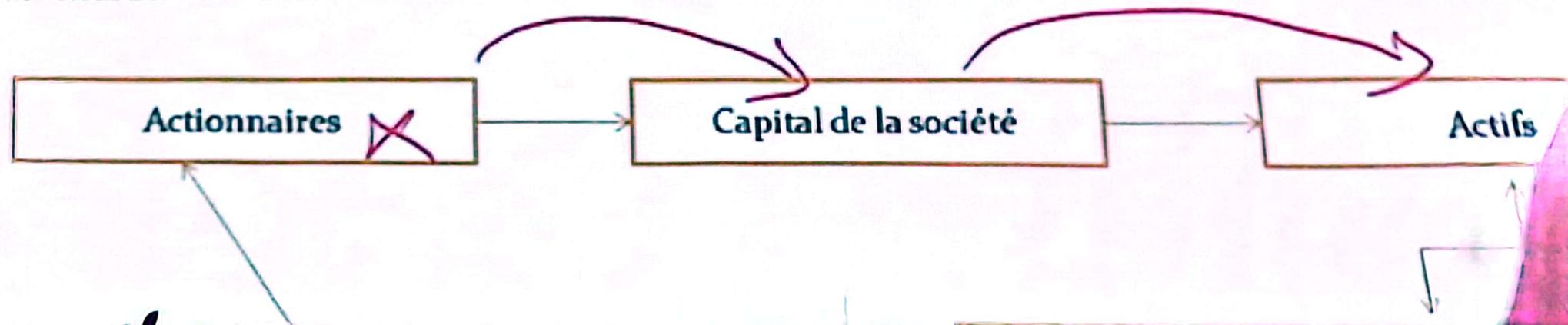
En investissant dans une entreprise, un investisseur apporte un capital à la société, cette dernière peut se permettre l'acquisition de nouveaux actifs. L'investisseur possède ainsi un droit propriété, à part l'endettement la valeur d'une action est donc fonction de la valeur des actifs détenus par la société qui a émis ces actions;

La valeur de l'action dépend alors :

- * Des flux générés grâce aux actifs achetés par l'entreprise (et dont il percevra tout ou une partie);
- * Un taux de rentabilité qu'il attend;

Schéma illustratif:

Ce schéma illustre que la valeur d'un actif peut être estimée à partir de la somme actualisée des flux futurs de revenus attachés à sa détention.



Evaluation des entreprises par l'approche des flux

II/ Actualisation des flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise (Discounted Cash-

*L'évaluation des DCF peut être réalisée selon deux approches. Nous traiterons dans la méthode des flux de trésorerie disponibles (FTDE). L'expression pour l'entreprise signifie que les flux de trésorerie sont calculés avant la rémunération des apporteurs de Fonds (Banques, fournisseurs de crédits, et actionnaires).

Cette rémunération sera prise en considération via le mécanisme du taux d'actualisation (qu'on a vu dans le premier séminaire : Coût du capital).*

La valeur de marché des capitaux propres est alors calculée de la manière indirecte suivante :

$$\begin{aligned} & \text{Valeur de marché des capitaux propres} = \\ & \text{Valeur de marché des actifs d'exploitation} \\ & \quad (+) \\ & \text{Valeur de marché des actifs hors exploitation} \\ & \quad (+) \\ & \text{Valeur de marché des immobilisations financières} \\ & \quad (-) \\ & \text{Valeur de marché des dettes financières} \\ & \text{AJOUT DE LA VALEUR DE MARCHÉ DES ACTIFS NON RÉCURRENTS} \\ & \quad (-) \\ & \text{Valeur de marché des intérêts minoritaires} \end{aligned}$$

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

II/ Actualisation des flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise (Discounted Cash-Flow):

*L'évaluation des DCF peut être réalisée selon deux approches. Nous traiterons dans ce point la méthode des flux de trésorerie disponibles (FTDE). L'expression pour l'entreprise signifie que les flux de trésorerie sont calculés avant la rémunération des apporteurs de Fonds (Banques et établissements de crédits, et actionnaires).

Cette rémunération sera prise en considération via le mécanisme du taux d'actualisation (qu'on a vu dans le premier séminaire : Coût du capital).*

• La valeur de marché des capitaux propres est alors calculée de la manière indirecte suivante :

Valeur de marché des capitaux propres =
Valeur de marché des actifs d'exploitation
(+)

Valeur de marché des actifs hors exploitation
(+)

Valeur de marché des immobilisations financières
(-)

Valeur de marché des dettes financières

PROVISION POUR RISQUES ET CHARGES ET NON Récurrentes
(-)

Valeur de marché des intérêts minoritaires

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

II/ Actualisation des flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise (Discounted Cash-Flow):

B/ Le calcul de la valeur globale de l'entreprise:

La valeur de marché des actifs d'exploitation est égale à la somme des flux de trésorerie actualisés au coût du capital (R_c) générés par ces mêmes actifs avec:

* L'évaluation des FTDE dégagés chaque année de 1 à n . Cette période est qualifiée de période explicite et selon le contexte, n varie généralement de 3 à 6 ans;

* Le calcul de la valeur terminale (VT) ou valeur résiduelle. Cette dernière représente la valeur actualisée à la fin de l'année n des flux de trésoreries qui seront dégagés entre $n+1$ et l'infini;

* l'actualisation de l'ensemble de ces flux de trésorerie à la date de l'évaluation.

Si n est la durée pendant laquelle la prévision des flux de trésorerie disponibles a été faite, la valeur globale de l'entreprise est alors égale à :

$$VGE = \sum_{k=0}^n [FTDE * (1 + RC)^{-k}] + [VT_n * (1 + RC)^{-n}]$$



Evaluation des entreprises par l'ap

II/ Actualisation des flux de trésorerie disponibles pour l'en

B/ Le calcul de la valeur globale de l'entreprise:

La valeur de marché des actifs d'exploitation est égale à la somme des flux de trésorerie disponibles (FC) générés par ces mêmes actifs avec :

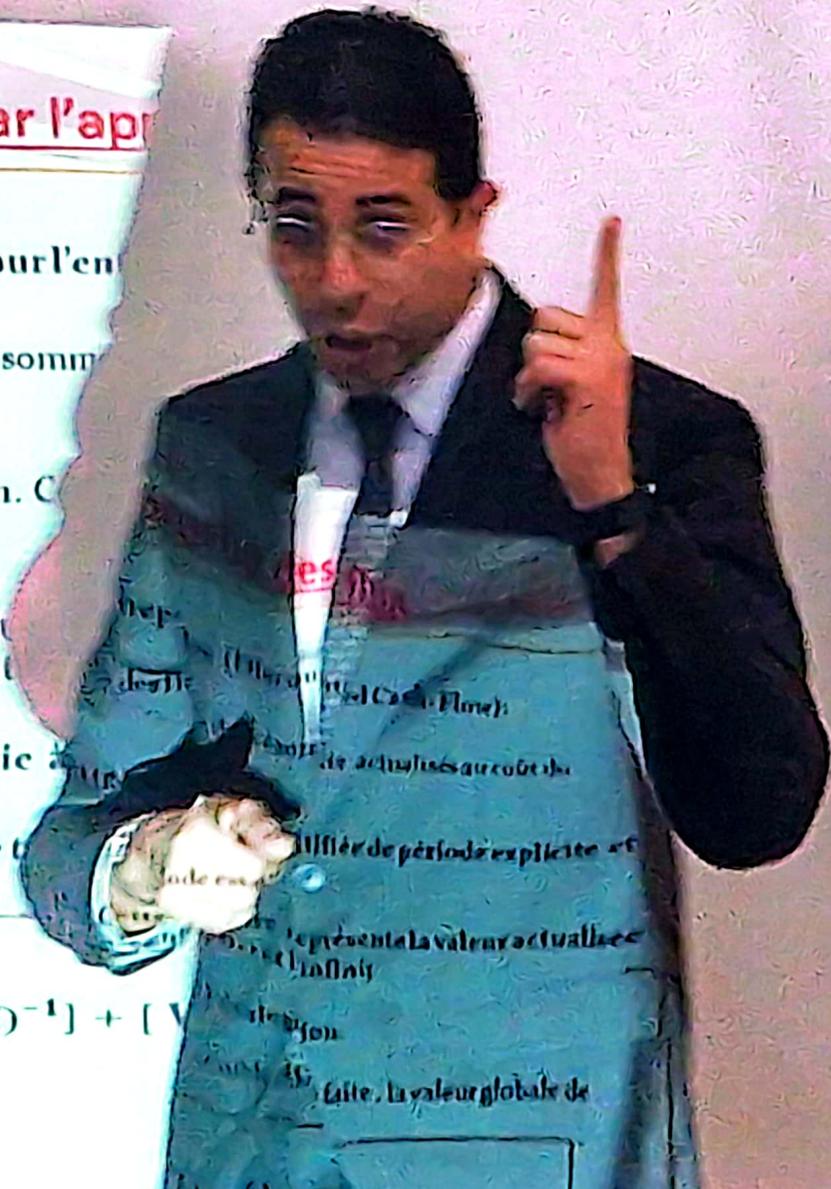
* L'évaluation des FTDE dégagés chaque année de 1 à n. C
selon le contexte, n varie généralement de 3 à 6 ans;

* Le calcul de la valeur terminale (VT) ou valeur résiduelle
à la fin de l'année n des flux de trésoreries qui seront

* l'actualisation de l'ensemble de ces flux de trésorerie à

Si n est la durée pendant laquelle la prévision des flux de t
l'entreprise est alors égale à :

$$VSE = \sum_{k=0}^n [FTDE \cdot (1 + RC)^{-k}] + [V$$



Evaluation des entreprises par l'approche des flux

II/ Actualisation des flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise (Discounted Cash-Flow):

B/ Le calcul de la valeur globale de l'entreprise:

La valeur de marché des actifs d'exploitation est égale à la somme des flux de trésorerie actualisés au coût du capital (R_c) générés par ces mêmes actifs avec:

* L'évaluation des FTDE dégagés chaque année de 1 à n . Cette période est qualifiée de période explicite et selon le contexte, n varie généralement de 3 à 6 ans;

* Le calcul de la valeur terminale (VT) ou valeur résiduelle. Cette dernière représente la valeur actualisée à la fin de l'année n des flux de trésoreries qui seront dégagés entre $n+1$ et l'infini;

* L'actualisation de l'ensemble de ces flux de trésorerie à la date de l'évaluation.

Si n est la durée pendant laquelle la prévision des flux de trésorerie disponibles a été faite, la valeur globale de l'entreprise est alors égale à :


$$GE = \sum_{k=0}^n [FTDE \times (1 + RC)^{-k}] + [VT_n \times (1 + RC)^{-n}]$$

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

Exercice d'application :

Un analyste financier a effectué une évaluation des actifs de l'entreprise et a dégagé les informations suivantes en milliers de DH:

Les flux de trésorerie disponibles entre l'année 1 et 3:

Années	1	2	3
FTDE	500	500	500

La valeur terminale de l'entreprise en année 3 ressort à 5000 kdh.

Question : En supposant le coût du capital est de 10%, calculez la valeur globale de l'entreprise par actualisation des FTDE?



Evaluation des entreprises par l'approche des flux

Corrigé de l'application:

- Les actifs d'exploitation de l'entreprise vont générer 500 kdh par an;
- En fin de la troisième année, la trésorerie générée par ces mêmes actifs entre l'année 4 et l'infini ressort à 5000 kd;
- La valeur globale de l'entreprise est égale :
- $500 \cdot (1.1)^{-1} + 500 \cdot (1.1)^{-2} + 500 \cdot (1.1)^{-3} + 5000 \cdot (1.1)^{-3} = 5000 \text{ kdh}$
- La valeur globale de l'entreprise ressort à 5000 kdh.
- La valeur terminale de l'entreprise ressort à 3757 kdh soit 75% de la valeur globale de l'entreprise.



05/03/2025

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

C/ La détermination des FTDE sur une période explicite :

Les flux de trésorerie (appelées aussi free cash-flow) représentent les flux générés par les activités d'exploitation de l'entreprise après prise en compte des investissements nets de cession. Il se détermine comme suit:

Les flux de trésorerie disponible pour l'entreprise =

CAF d'exploitation

(-) Variation du besoin en fonds de roulement

(-) Investissement net de cession

Remarques importantes :

* On constate l'absence de la dette dans la formule de calcul des FTDE. Ceci est dû à la prise en compte des charges d'intérêts dans la formule du coût du capital ($R_c = \text{Coût de la dette} + \text{coût des fonds propres}$). Or pour le principal de la dette, il viendra en déduction de la valeur des actifs.

* L'horizon de calcul des FTDE est limité, le plus souvent, compris entre 3 et 6 ans

CAF d'exploitation = $(\text{EBE} - \text{Dotations aux amortissements et provisions}) \times (1 - \text{IS}) + \text{Amortissements}$

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

D/ La détermination de la valeur terminale VT :

Cette valeur terminale correspond à l'ensemble des flux de trésorerie au delà de la période explicite, donc entre $n+1$ et l'infini. Généralement la VT représente la part la plus importante de la valeur de l'entreprise .

Remarques importantes :

- *Les FTDE sont -ils constants ou croissants?
- *Les FTDE de $N+1$ dépendent de N ou sont-ils calculés indépendamment?

$$VT_n = FTDE_{n+1} / R_c$$

ou

$$VT_n = FTDE_{n+1} / R_c - g$$

Avec g le taux de croissance des FTDE à l'infini

D/ La détermination de la valeur terminale VT :

Cette valeur terminale correspond à l'ensemble des flux de trésorerie au delà de la période explicite, donc entre $n+1$ et l'infini. Généralement la VT représente la part la plus importante de la valeur de l'entreprise .

Remarques importantes :

- *Les FTDE sont -ils constants ou croissants?
- *Les FTDE de $N+1$ dépendent de N ou sont-ils calculés indépendamment?

$$VT_n = FTDE_{n+1} / Rc$$

ou

$$VT_n = \frac{FTDE_{n+1}}{Rc - g}$$

$$FTDE_{N+1} = FTDE_N (1+g)$$

Avec g le taux de croissance des FTDE à l'infini

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

D/ La détermination de la valeur terminale VT :

Cette valeur terminale correspond à l'ensemble des flux de trésorerie au delà de la période explicite, donc entre $n+1$ et l'infini. Généralement la VT représente la part la plus importante de la valeur de l'entreprise .

Remarques importantes :

- *Les FTDE sont -ils constants ou croissants?
- *Les FTDE de $N+1$ dépendent de N ou sont-ils calculés indépendamment?

$$VT_n = FTDE_{n+1} / R_c$$

ou

$$VT_n = \frac{FTDE_{n+1}}{R_c - g}$$

$$FTDE_{N+1} = FTDE_N \times (1+g)$$

Avec g le taux de croissance des FTDE à l'infini

Exercice d'application

Reprendre les données de l'application précédente , et en supposant que le coût du capital est de 10%:

- *Supposez que la valeur globale terminale est de 5000 KDH;
- *Recalculez cette valeur , si on retient un taux de croissance des flux de 1% par an au-delà de la troisième année;
- *Recalculez cette valeur terminale si le flux de trésorerie est supposé constant et égal à 80% de celui de la 3^{ème} année.

Corrigé de l'application

Si le flux de trésorerie est supposé constant entre l'année 4 et l'infini :

1^{ère} hypothèse :

le calcul de la valeur terminale est de : $500/10\% = 5000$ kdh;

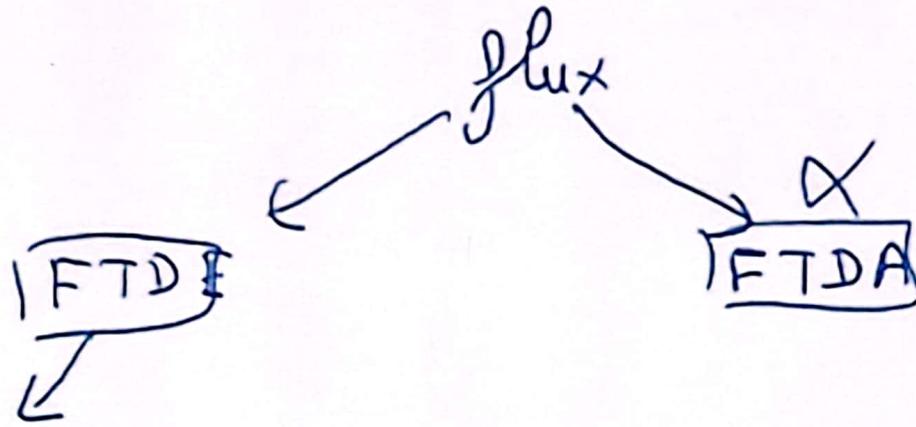
2^{ème} hypothèse :

$VT = 500 * (1,01) / (0,1 - 0,01) = 5611$ kdh

3^{ème} hypothèse : FTDE = 80% du FTDE de la troisième année:

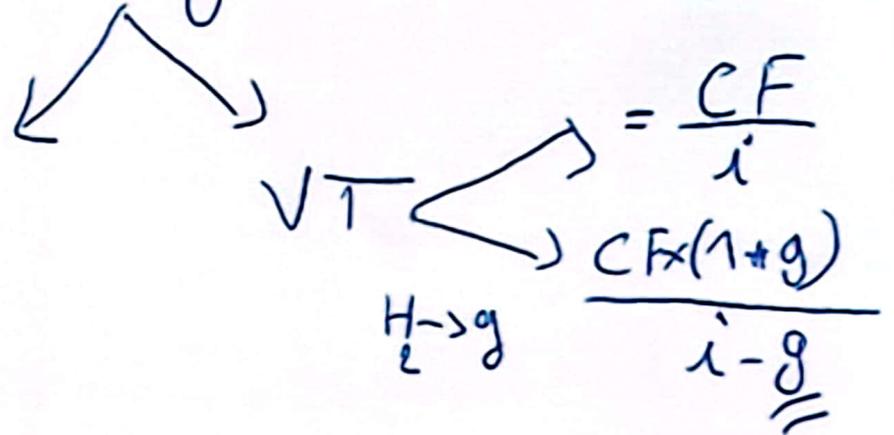
$500 * 80\% / 10\% = 4000$ KDH

DCF



valeur globale (VGE) = Cash-flows

explicite
 $3 \leq n \leq 6 \text{ ans}$



DCF



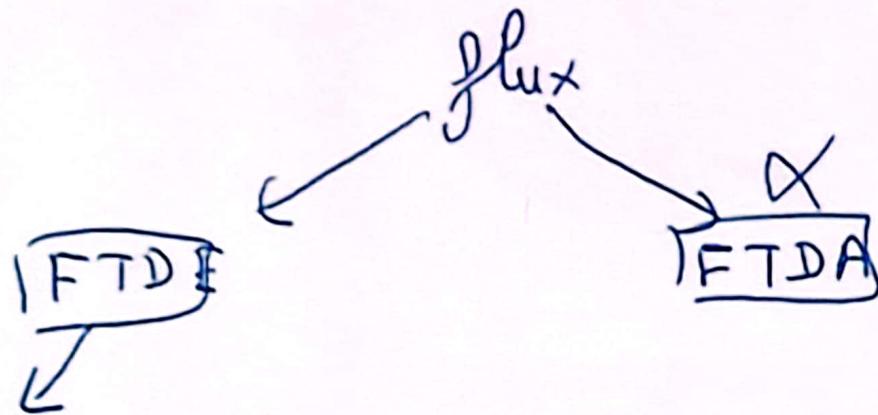
value globale (VGE) = Cash-flows

explicit

implicit

$VGE = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{V_{n+1}}{(1+r)^{n+1}}$

DCF



valeur globale (VGE) = Cash-flows

explicite
 $3 \leq m \leq 6 \text{ ans}$

$$V_T \begin{cases} = \frac{CF}{i} \\ \xrightarrow{H \rightarrow g} \frac{CF \times (1+g)}{i-g} \end{cases}$$

$$V_{CP} = VGE - \text{Dettes} - \text{Intérêts minoritaires}$$

(-) Provisions / Disques charges non récurrentes

Marge \rightarrow Comm

+ $P_0 \rightarrow$ Imdu

(-)

C_0

VA
+ sub

(-) Impo^{rt}

(-) charges de Personnel

EBF

CA
- CV

M/SCV
(-) C. fixes
EBE/IBF

Cash = flows

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

E/ Détermination du taux d'actualisation :

Les flux de trésorerie sont actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC), ce dernier permet de rendre en considération le taux de rendement exigé des actionnaires plus le taux d'intérêt qui constitue le coût de la dette.

Généralement, le taux de rendement exigé par les actionnaires est estimé à partir du MEDAF .

F/ Valorisation des capitaux propres :

La valeur des capitaux propres est calculée en retranchant la valeur de marché de l'endettement de la valeur globale de l'entreprise .

*** La valeur de la dette financière :**

L'endettement doit être évalué à sa valeur de marché , surtout dans le cas d'un taux d'intérêt variable.

Endettement net = Endettement brut- Trésorerie Actif

Surtout si la trésorerie Actif ne finance pas le cycle d'exploitation

*** Les autres éléments de valorisation des capitaux propres :**

- Il y a lieu de prendre en considération les actifs hors exploitation ainsi que les immobilisations financières qui ne sont pas pris en considération par les FTDE;

- Sans oublier de déduire les intérêts minoritaires qui correspondent à des participations qui reviennent à d'autres actionnaires qui n'appartiennent pas à la société Mère.

MEAF

$$K_0 = R_0 + \beta \times \frac{(R_m - R_0)}{\text{prime de risque}}$$

Sans
Risque

Coefficient
de volatilité

$$\underline{C MPC} = K_0 \times \frac{CP}{CP+D} + i \times (1 - IS) \times \frac{D}{CP+D}$$

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

Corrigé de l'exercice N° 4 :

1/ Calcul du coût du capital :

A- la structure financière :

Valeur de marché des capitaux propres :

Capitalisation boursière = $Cou_{\text{f}} \times \text{Nombre de titres composant le capital}$
 $= 11 \text{dh} \times 138 \text{Millions} = 1518 \text{ Mdh}$ ✓ → CP

• Valeur d'endettement net = $1161 - 502 = 659 \text{ Mdh}$ ✓

• La valeur des capitaux propres = $70\% \times (1518 / (1518 + 659))$ et donc Valeur des dettes = 30%

B- Calcul des coût des capitaux propres :

$R_{cp} = 2\% + (4\% \times 2) = 10\%$

C- Coût de la dette après impôts :

$R_d = 3\% \times (1 - 1/3) = 2\%$

D- Le calcul du CMPC :

$R_c = (10\% \times 70\%) + (2\% \times 30\%) = 7,6\%$

✓
CP

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

Corrigé de l'exercice N° 4 :

1/ Calcul du coût du capital :

A- la structure financière :

Valeur de marché des capitaux propres :

Capitalisation boursière = Cours * Nombre de titres composant le capital
= 11dh * 138 Millions = 1518 Mdh ✓ → CP

• Valeur d'endettement net = 1161 - 502 = 659 Mdh ✓

• La valeur des capitaux propres = $70\% * (1518 / (1518 + 659))$ et donc Valeur des dettes = 30%

B- Calcul des coût des capitaux propres :

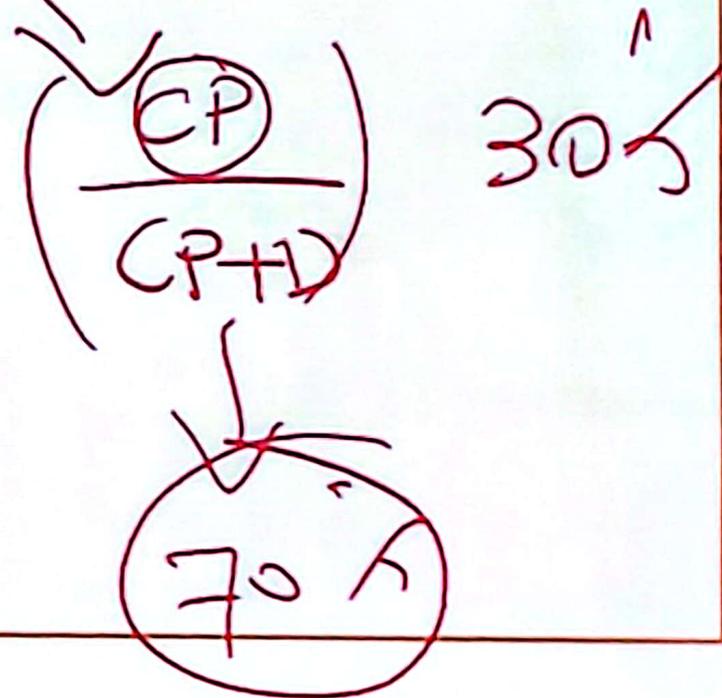
$R_{cp} = 2\% + (4\% * 2) = 10\%$

C- Coût de la dette après impôts :

$R_d = 3\% * (1 - 1/3) = 2\%$

D- Le calcul du CMPC :

$R_c = (10\% * 70\%) + (2\% * 30\%) = 7,6\%$



Evaluation des entreprises par l'approche des flux

Corrigé de l'exercice N° 1:

2/ Calcul des FTDE sur la période explicite de (N+1 à N+5) et la valeur terminale :

En millions de DH	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
EBE	310	370	394	400	412
(-)DAP	-106	-130	-151	-166	-178
=Résultat d'exploitation	204	240	243	234	234
CAF	242	290	313	322	334
Variation du BFRE	-43	-48	-45	25	-20
Investissements nets de cession	-112	-113	-115	-116	-113
FTDE	87	129	153	231	201

$$\text{CAF} = \text{RE} \cdot (1 - \text{IS}) + \text{DAP} = 204 \cdot \frac{2}{3} + 106$$

$$\text{Variation du BFR: } \text{BFR}_2 - \text{BFR}_1 = -(232 - 189).$$

$$\text{Investissement Net} = -117 + 5$$

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

Corrigé de l'exercice N° 1:

2/ Calcul des FTDE sur la période explicite de (N+1 à N+5) et la valeur terminale

En millions de DH	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
EBE	310	370	394	400	412
(-)DAP	-106	-130	-151	-166	-178
=Résultat d'exploitation	204	240	243	234	234
CAF	242	290	313	322	334
Variation du BFRE	-43	-48	-45	25	-20
Investissements nets de cession	-112	-113	-115	-116	-113
FTDE	87	129	153	231	201

$$\text{CAF} = \text{RE} \cdot (1 - \text{IS}) + \text{DAP} = 204 \cdot \frac{2}{3} + 106$$

$$\text{Variation du BFR: } \text{BFR}_2 - \text{BFR}_1 = -(232 - 189).$$

$$\text{Investissement Net} = -117 + 5$$

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

Corrigé de l'exercice N° 4 :

* Calcul de la valeur terminale :

$$VT = (201 * 1,01) / (0,076 - 0,01) = 3076 \text{ Mdh}$$

3/ La valeur du groupe M (VGE) :

$$VGE = 87 * 1,076^{-1} + 129 * 1,076^{-2} + 153 * 1,076^{-3} + 231 * 1,076^{-4} + 3277 * 1,076^{-5} = 2759 \text{ Mdh}$$

4- La valeur de marché des capitaux propres M (Hors intérêts minoritaires) :

$$VCP = VGE + \text{Actif hors exploitation} - \text{Endettement net} - \text{Indemnités de retraite} - \text{Intérêts minoritaires} = 2759 + 141 - 659 - 86 - 55 = 2100 \text{ Mdh.}$$

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

III/ L'actualisation des flux de trésorerie disponibles pour l'actionnaire FTDA:

*La méthode des FTDA est très proche de la précédente, mais cette fois, la démarche est directe et permet d'obtenir la valeur de marché des capitaux propres sans avoir à retrancher les dettes financières;

*Les FTDA signifient la trésorerie maximale qui pourrait servir à rémunérer les actionnaires ;

*La valeur de marché des capitaux propres est égale à la somme actualisée au coût des capitaux propres (R_{cp}) et non pas le coût du capital qui englobe aussi le coût de la dette. Sans oublier la déduction des provisions non récurrentes.

$$VCP = \left[\sum_{t=1}^n FTDA \times (1 + R_{cp})^{-t} \right] + \left[VT_n \times (1 + R_{cp})^{-n} \right] - \text{Provisions non récurrentes}$$

Remarques importantes :

*La CAF est calculé à partir du résultat net (Hors cession) et non pas du résultat d'exploitation ;

*La valeur des actifs cédés n'est pas considérée comme un flux de trésorerie, et les actifs cédés sont pris en considération dans le calcul de la valeur terminale;

*Les emprunts contractés et remboursés sont pris en considération annuellement

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

III/ L'actualisation des flux de trésorerie disponibles pour l'actionnaire FTDA:

*La méthode des FTDA est très proche de la précédente, mais cette fois, la démarche est directe et permet d'obtenir la valeur de marché des capitaux propres sans avoir à retrancher les dettes financières;

*Les FTDA signifient la trésorerie maximale qui pourrait servir à rémunérer les actionnaires ;

*La valeur de marché des capitaux propres est égale à la somme actualisée au coût des capitaux propres (Rcp) et non pas le coût du capital qui englobe aussi le coût de la dette. Sans oublier la déduction des provisions non récurrentes.

Les dettes sont retranchées de la CMPC *FTDA* *FTDA (+)*
de la fin *Ko* *Dettes sont retranchées To bleau*

$$VCP = \left[\sum_{t=1}^n FTDA \times (1 + Rcp)^{-t} \right] + \left[VT_n \times (1 + Rcp)^{-n} \right] - \text{Provisions non récurrentes}$$

Remarques importantes :

*La CAF est calculé à partir du résultat net (Hors cession) et non pas du résultat d'exploitation ;

*La valeur des actifs cédés n'est pas considérée comme un flux de trésorerie, et les actifs cédés sont pris en considération dans le calcul de la valeur terminale;

*Les emprunts contractés et remboursés sont pris en considération annuellement

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

Méthode de calcul des FTDA :

*CAF : Résultat net comptable (Hors cessions) + Dotations

*Variation du besoin en fonds de roulement (-)

*Investissements nets de cession (-)

*Emprunt contracté +

*Emprunt remboursé (-)

= Flux de trésorerie disponible pour l'actionnaire

* Les FTDA sont actualisés au coût des capitaux propres et non pas le coût du capital, car les dettes sont déjà prises en considération dans le calcul des FTDA. L'actualisation au coût du capital reviendrait à prendre en considération l'endettement doublement dans les flux de trésorerie.

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

TD N°1 Corrigé de l'exercice N°2:

Rexp -

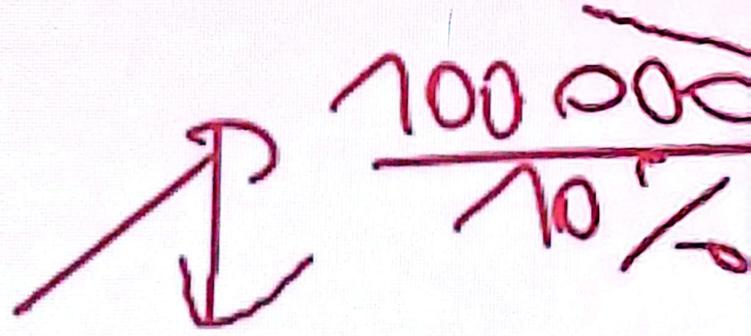
Eléments	2020	2021	2022
Résultat d'exploitation	150000	180000	200000
(-) charges d'intérêts	-3600	-4200	-7400
Résultat avant impôt	146400	175800	192600
CAF	127600 ✓	137200	193400
Variation du BFRE	-7600	-2200	1600
Investissements	-90000	-	-195000
* Emprunts contractés	100000	-	180000
Emprunts remboursés	-30000	-35000	-80000
Total FTDA	100000	100000	100000

$$CAF = RAI \times (1 - IS)$$

Evaluation des entreprises par l'appro

TD N°2 Corrigé de l'exercice

- * La valeur terminale est égale à $100000/10\% = 1000000$ dh;
- * En définitive la valeur des capitaux propres est égale à 1000000 dh;

$$100000 \times \frac{1-1,1^{-3}}{10\%} + (1000000) * 1,1^{-3} = 1.000.000 \text{ dh}$$


Les flux d'un montant de 100000 dh, sont constants sur une période de 3 ans. On peut en déduire encore plus simplement la valeur des capitaux propres.

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

TD N°2 Corrigé de l'exercice N°1:

*La valeur terminale est égale à $100000/10\% = 1000000$ dh;

*En définitive la valeur des capitaux propres est égale à 1000.000dh soit :

$$100000 \times \frac{1-1,1^{-3}}{10\%} + (1000000) \times 1,1^{-3} = 1.000.000 \text{ dh}$$

$\frac{100000}{10\%}$ (Absence de g)

Les flux d'un montant de 100000dh, sont constants sur une durée infinie ; on peut alors en déduire encore plus simplement la valeur des capitaux propres : $100000/10\%$.

Evaluation des entreprises par l'approche patrimoniale

L'actif net comptable

Calcul indirect:

*Actif total en valeurs nettes:

(-) Actifs fictifs

(-) provisions pour risques et charges

(-) Total des dettes

(-) Produits constatés d'avances

(-) Dividendes à payer

(-) Ecart de conversion Actif non provisionné

=

ANC

Calcul direct:

Total des capitaux propres

(-) Actifs fictifs

+ Ecart de conversion Passif

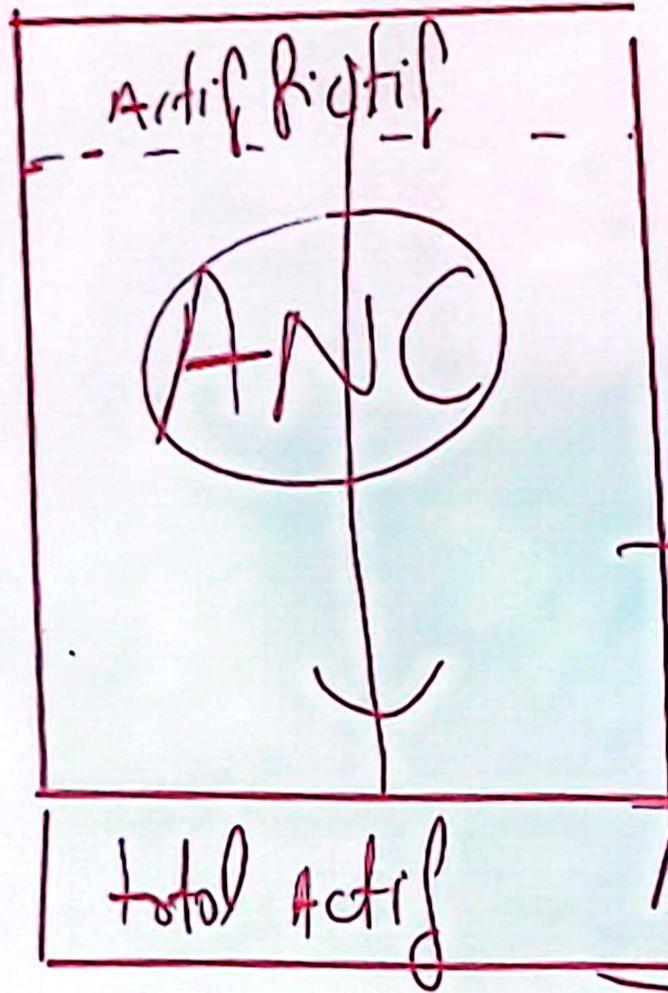
(-) Dividendes à payer

(-) Ecart de conversion Actif non provisionné

=

ANC

(-)



Σ Dettes

total Actif

(-) Actif fictif

(-) ECA/non provisionné

(-) Σ Dettes

(+) Produits constatés d'Avances

(-) Dividendes

(-) Provisions

Provisions
Dividendes/Payés

CP

(-) Actif fictifs

(-) ECA/non provisionné

+ EC P

(-) Dividendes à payer

Loss

$$PC = \sum P - (\sum ch = (-))$$

(400.000)

Deficits
↓

Deficit hors Amortissement
600.000

Deficit lié à l'Amortissement -
~~400.000~~

à vie

perte Comptable:

$$PC = (-) 1.000.000$$

$PC_{N+1} =$

$$2000.000 - 1000.000$$

Evaluation des entreprises par l'approche patrimoniale

*Après avoir résolu ces difficultés, on dégage une valeur mathématique intrinsèque ou actif net comptable corrigé qui, rapporté au nombre d'actions, donne la valeur mathématique corrigée d'une action;

$$\frac{ANCC}{Nrd'act}$$

La valeur mathématique de l'action =

$$\frac{\text{Actif net comptable corrigé}}{\text{Nombre d'actions}}$$

*Notons que le calcul de l'actif net comptable corrigé se fait généralement dans l'optique d'une continuité d'exploitation. Par conséquent, l'imposition des plus ou moins values n'est pas prise en considération, dans la mesure où aucune cession, excepté dans le cas d'une cession des actifs hors exploitation, ou dans le cas d'une fusion ou liquidation.

*La valeur intrinsèque de l'action peut être calculée avant paiement du dividende (Donc dividende inclus: coupon attaché) ou dividende non inclus (Ex-coupon)

1000H

200H

Dissolution

Evaluation des entreprises par l'approche patrimoniale

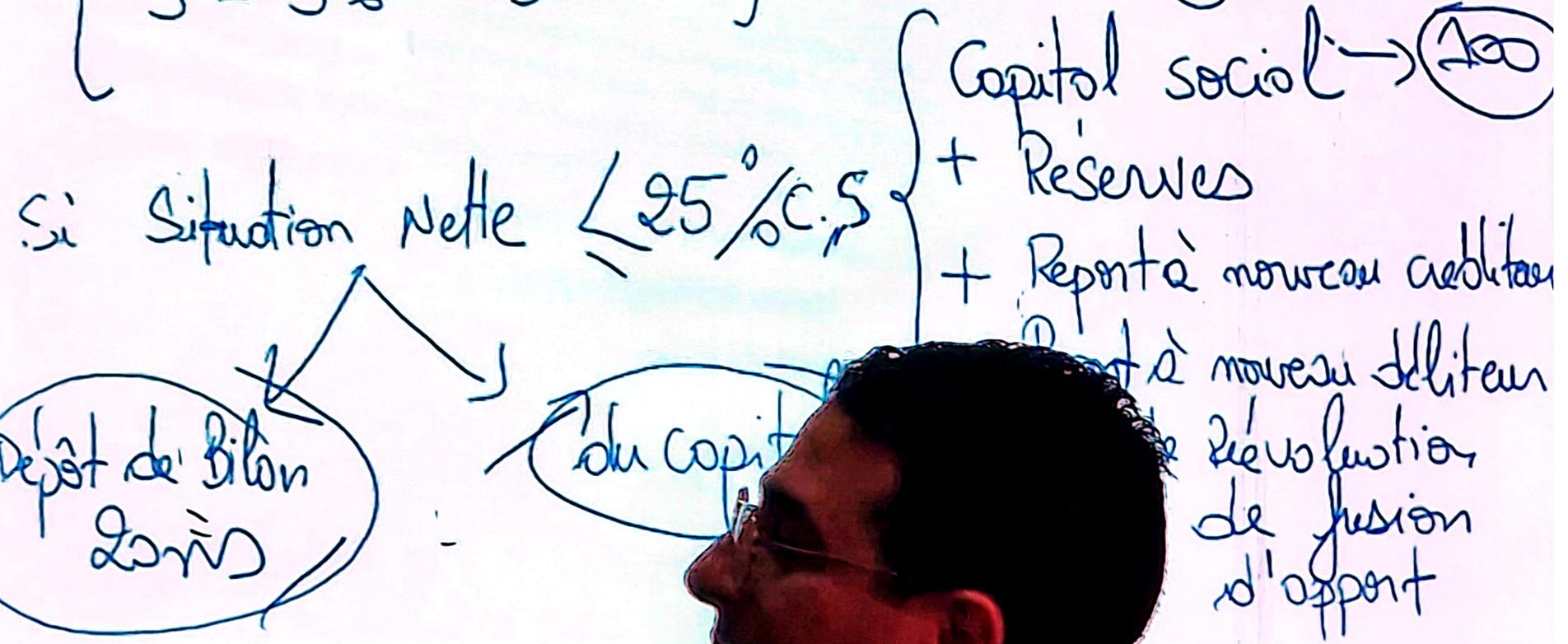
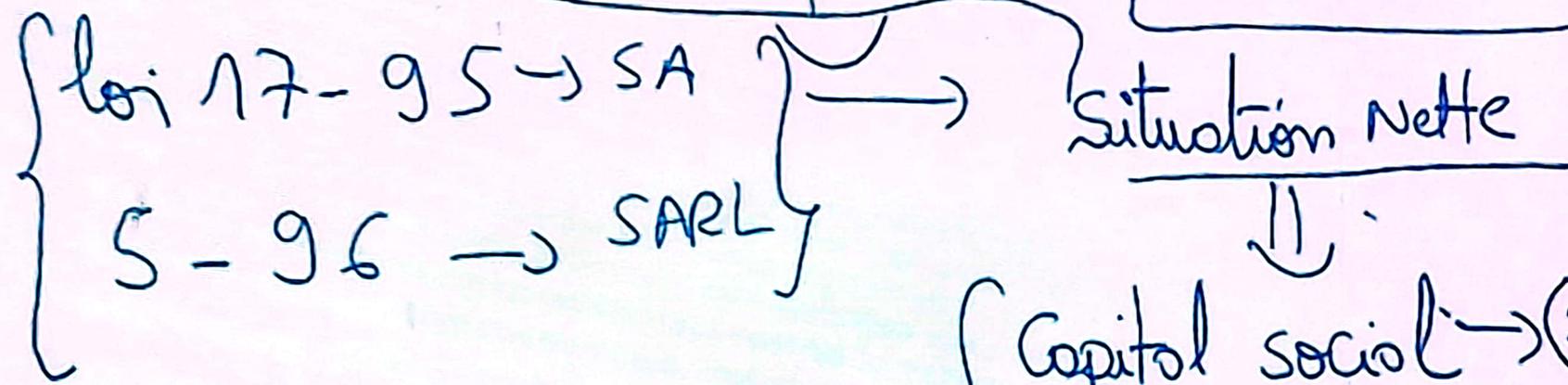
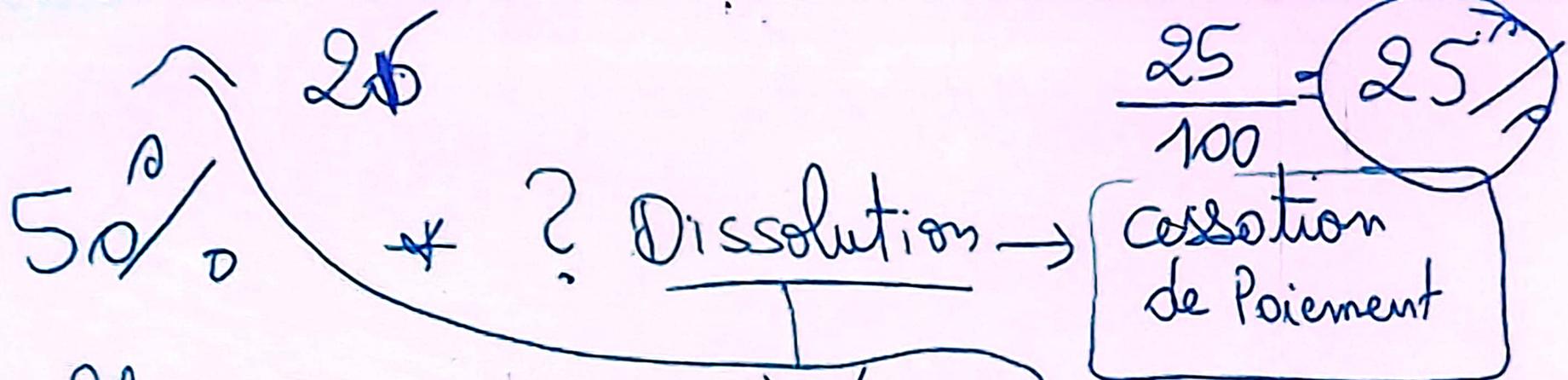
Calcul de l'actif net comptable corrigé (ANCC) :

<u>Postes</u>	<u>Fiscalité différée</u>
Actif Net comptable	RAS
(+) Plus-values latentes sur immobilisations d'exploitation	RAS
(+) Plus-values sur les immobilisations hors- exploitation	(-) Taux IS à payer * Poste
(-) Moins-values sur immobilisations	(+) Economie d'IS
Valeur du contrat de crédit-bail (Valeur d'origine-Redevances restantes)	RAS
Reprises sur provisions pour dépréciation des stocks , créances clients et comptes rattachés, et pour risques et charges	(-) Taux d'IS * Poste à payer
Dotations aux provisions pour dépréciation des stocks et CCR et provisions pour risques et charges	(+) Economie d'IS
Dotations aux amortissements sur les immobilisations en non-valeurs, ou augmentation des dotations aux provisions et cotisation minimales sur déficits fiscaux	(+) Economie d'IS
sur subvention d'investissement, amortissement dérogatoire et reprises de dépréciation et provision	(-) IS à payer

Evaluation des entreprises par l'approche patrimoniale

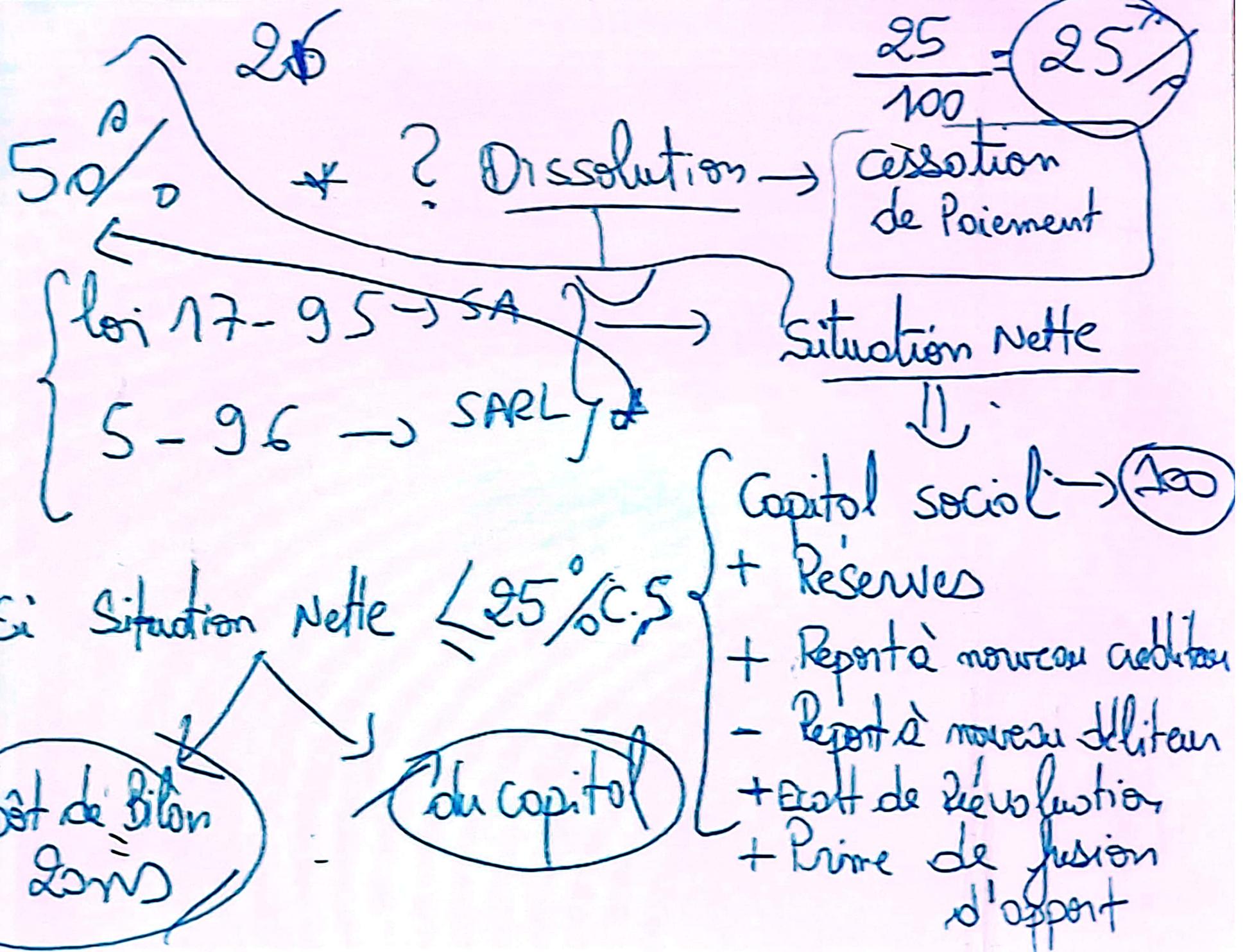
Calcul de l'actif net comptable corrigé (ANCC) :

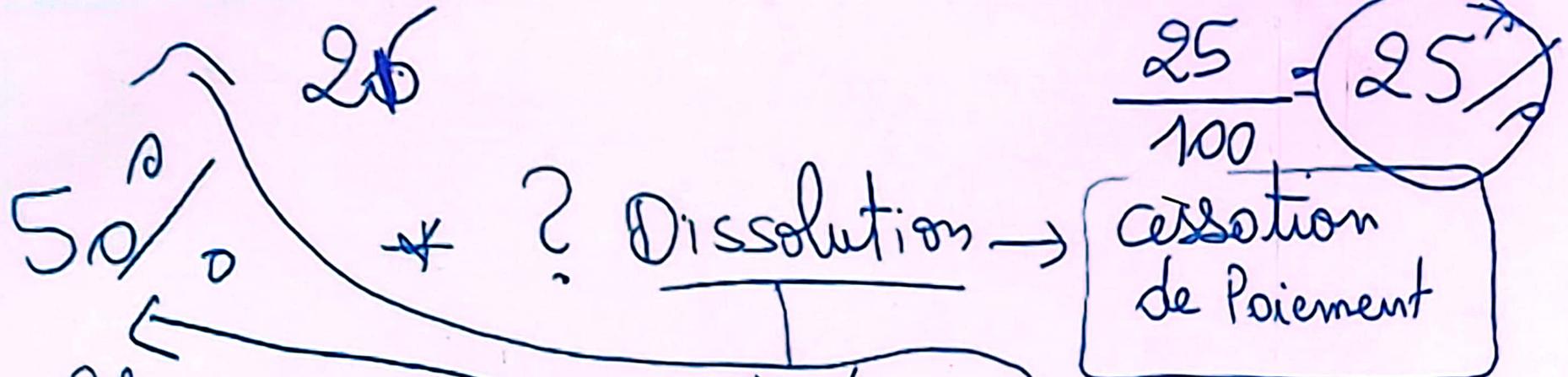
<u>Postes</u>	<u>Fiscalité différée</u>
Actif Net comptable	RAS
(+) Plus-values latentes sur immobilisations d'exploitation	RAS
(+) Plus-values sur les immobilisations hors- exploitation	(-) Taux IS à payer * Poste
(-) Moins-values sur Immobilisations	(+) Economie d'IS
(+) Valeur du contrat de crédit-bail (Valeur d'origine-Redevances restantes)	RAS
(+) Reprises sur provisions pour dépréciation des stocks , créances clients et comptes rattachés, et pour risques et charges	(-) Taux d'IS * Poste à payer
(-) Dotations aux provisions pour dépréciation des stocks et CCR et provisions pour risques et charges	(+) Economie d'IS
(+) Dotations aux amortissements sur les immobilisations en non-valeurs, ou augmentation des dotations aux provisions et cotisation minimales sur déficits fiscaux	(+) Economie d'IS
(-) IS sur subvention d'investissement, amortissement dérogatoire et reprises de dépréciation et provision	(-) IS à payer



Dépôt de bilan (L. 17-95)

du capital





Loi 17-95 → SA

5-96 → SARL

Situation Nette

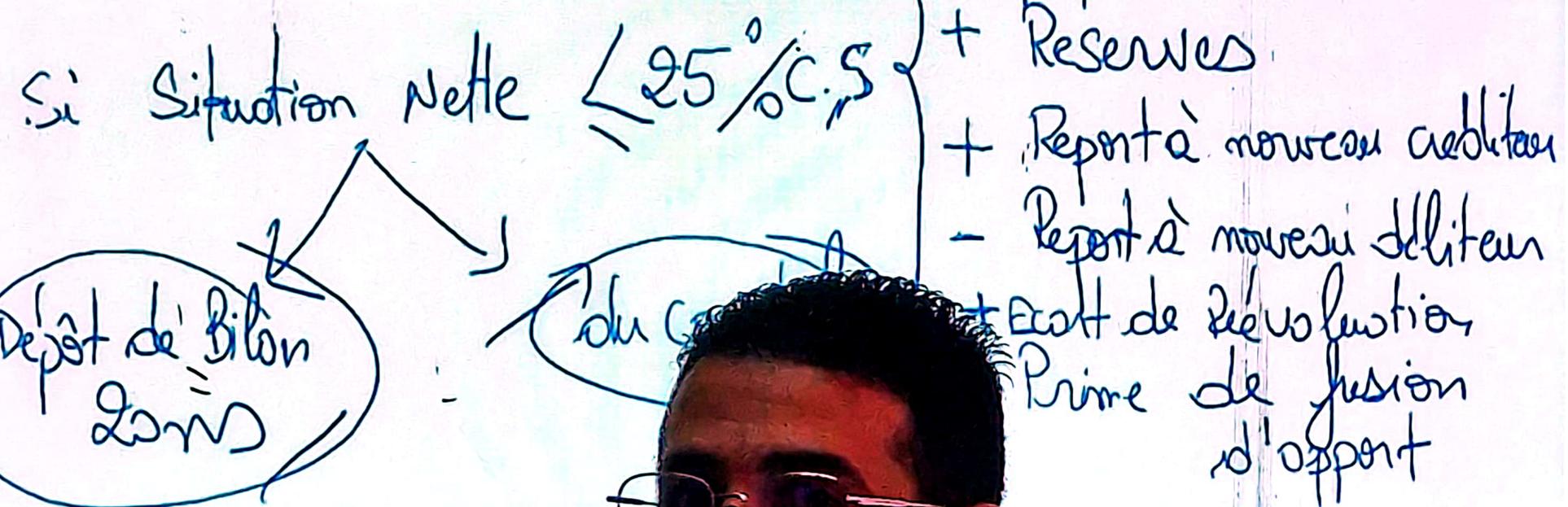
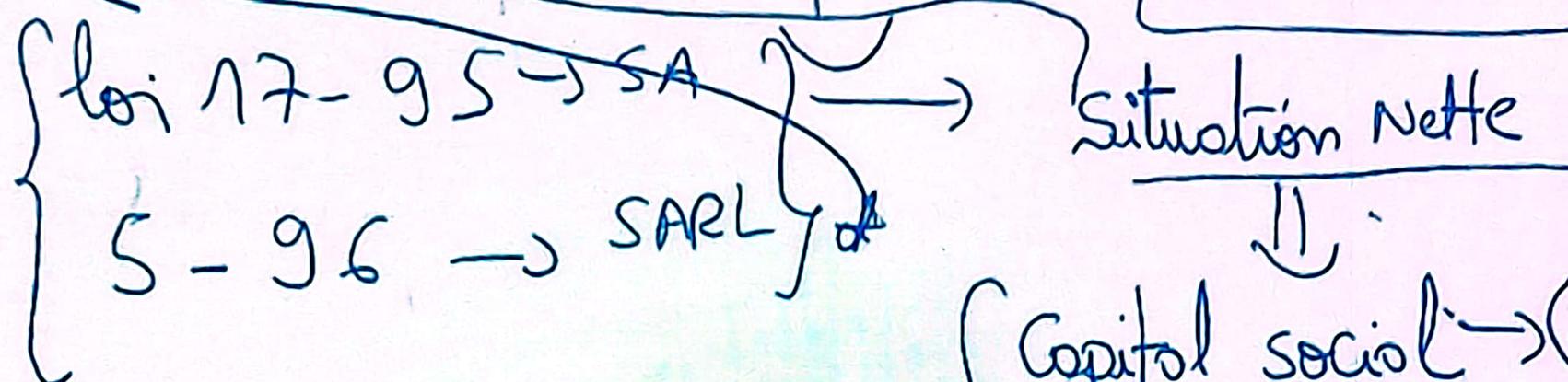
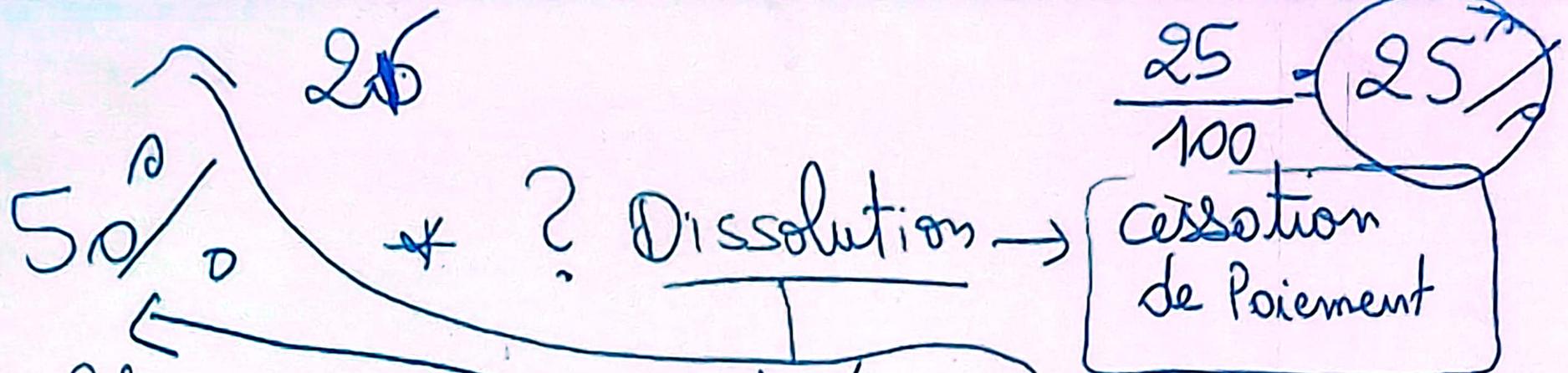
↓

Si Situation Nette $\leq 25\% \text{ C.S}$

Depôt de Bilan
Lévis

du Capital

- Capital social → 100
- + Réserves
 - + Report à nouveau créditeur
 - Report à nouveau débiteur
 - + Ecrit de réévaluation
 - + Prime de fusion d'apport



Depôt de Bilan
Loi 17-95

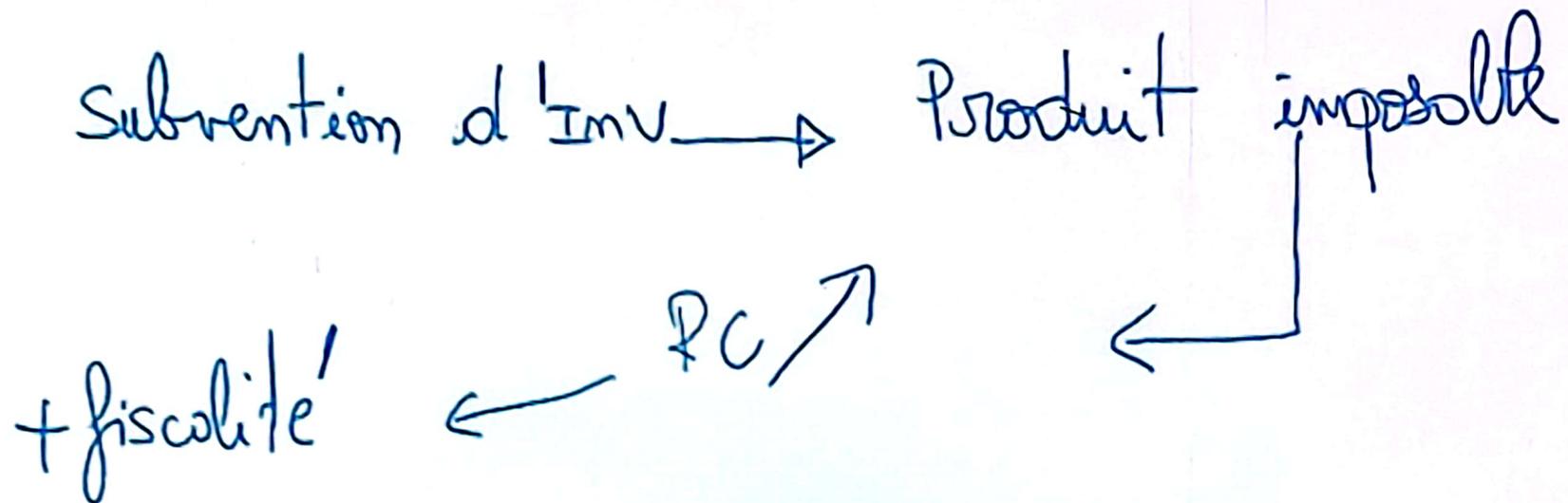
du C.S.

Subvention d'Imv → Produit imp

+ fiscalité' ← PC ↗

$$1\,000\,000 \times 30\% = \boxed{300\,000}$$

Dette fiscale (←)



$$1\,000\,000 \times 30\% = \boxed{300\,000}$$

Dette fiscale (←)

Evaluation des entreprises par l'approche patrimoniale

Corrigé de l'exercice 1 série de TD N°3

1/ Calcul de l'actif Net comptable « ANC »:

Méthode indirecte:

net indirecte

Total de l'actif en immobilisations en valeurs nettes	550.000
(-) Les immobilisations en non-valeurs (Actifs fictifs)	(-) 6000
(-) Ecart de conversion Actif non provisionné (20%*10.000)	(-) 2000
(-) Total des dettes	(-) 285.000
(-) Provisions pour risques et charges	(-) 15.000
Actif Net comptable	242.000

*10000 → ECA → (pertes cachées)
20% ECA
sont provisionnées*

Evaluation des entreprises par l'approche patrimoniale

Corrigé de l'exercice 1 série de TD N°3

1/ Calcul de l'actif Net comptable « ANC »:

Méthode indirecte:

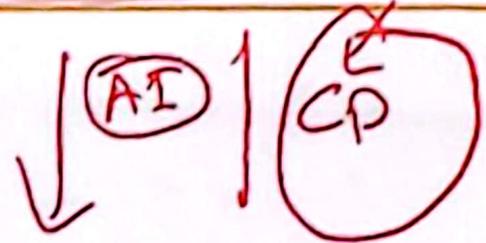
net indirecte

Total de l'actif en immobilisations en valeurs nettes	550.000 ✓
(-) Les immobilisations en non-valeurs (Actifs fictifs)	(-) 6000 ✓
(-) Ecart de conversion Actif non provisionné ($20\% * 10.000$)	(-) 2000 ✓
(-) Total des dettes	(-) 285.000 ✓
(-) Provisions pour risques et charges	(-) 15.000 ✓
Actif Net comptable	242.000

*10000 → ECA → (pertes cachées)
20% FCA
sont non provisionnées*

Evaluation des entreprises par l'approche patrimoniale

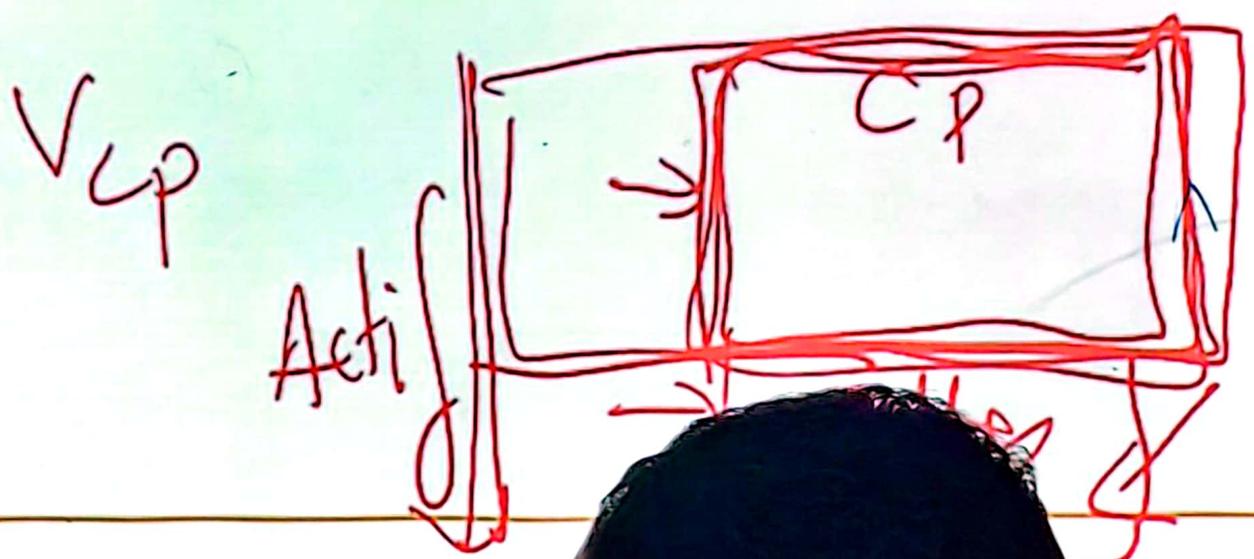
Corrigé de l'exercice 1 série de TD N°3



1/ Calcul de l'actif Net comptable « ANC »:

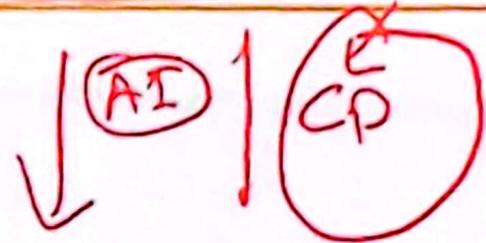
Méthode directe:

Total des capitaux propres	233.000 ✓
(-) Les immobilisations en non-valeurs (Actifs fictifs)	(-) 6000
(-) Ecart de conversion Actif non provisionné ($20\% * 10.000$)	(-) 2000 ✓
+ Ecart de conversion Passif	17.000 ✓
Actif Net comptable	242.000



Evaluation des entreprises par l'approche patrimoniale

Corrigé de l'exercice 1 série de TD N°3

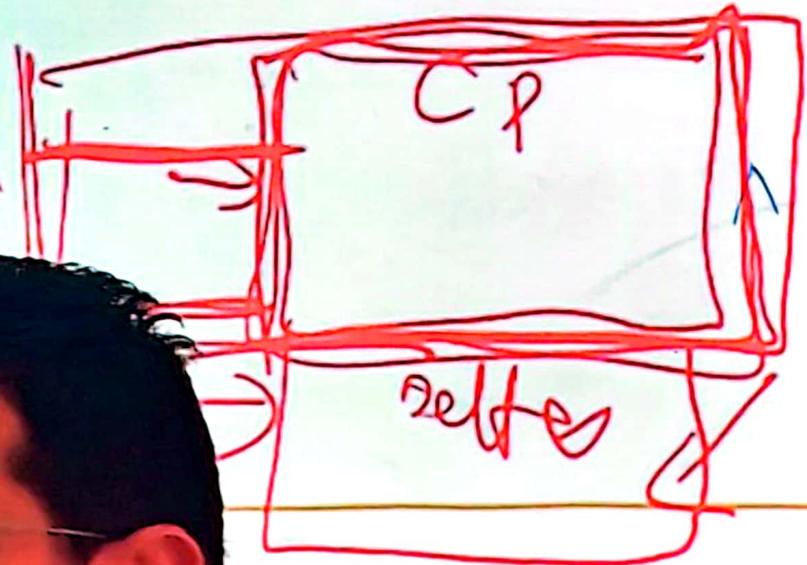


1/ Calcul de l'actif Net comptable « ANC »:

Méthode directe:

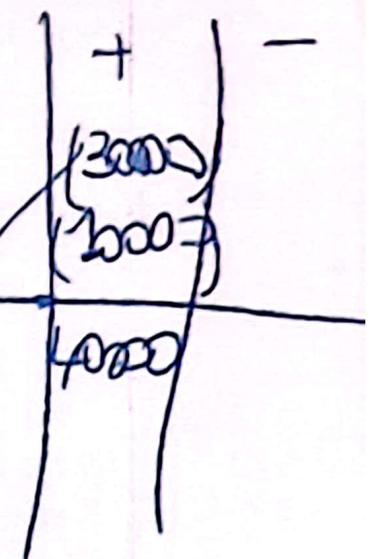
Total des capitaux propres	233.000 ✓
(-) Les immobilisations en non-valeurs (Actifs fictifs)	(-) 6000
(-) Ecart de conversion Actif non provisionné ($20\% * 10.000$)	(-) 2000 ✓
+ Ecart de conversion Passif	17.000 ✓
Actif Net comptable	242.000

✓ CP



Valeur de Bilan
 (1) 270.000
 (2) 30.000

Valeur réelle
 (2) 300.000
 (3) 40.000

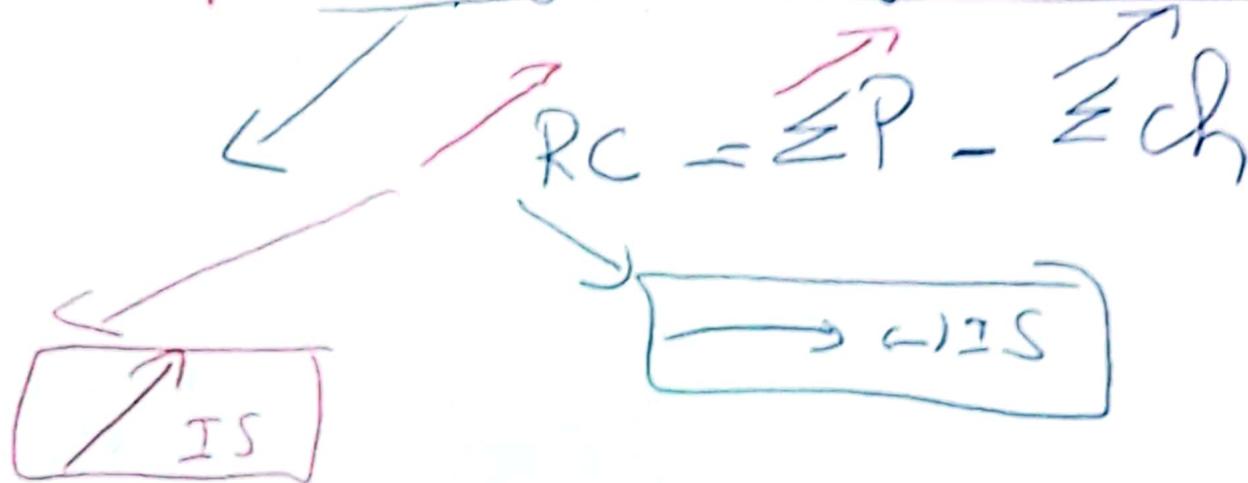


30000 → (X) Comptes 6000 F Value hors exploitation

X exp^o
 hors-exp^o

24000
 6000

✦ Éléments faisant l'objet d'une Eca/IS



Immobilier - en non - valeurs → Amortissement

$6000 \times \frac{1}{3} = +2000$



Evaluation des entreprises par l'approche patrimoniale

Corrigé de l'exercice 1 série de TD N°3

2/ Calcul de l'actif Net comptable corrigé « ANCC »

Actif Net comptable	242.000
+ Plus-values latentes sur immobilisations d'exploitation	+ 34.000
+ Plus-value sur immobilisations hors exploitation	+6000
+ Valeur du contrat du crédit - bail (10.000-9000)	+1000
+ Reprises sur provision en excès	+3000
+ Economie D'IS sur immobilisations en non valeurs (6000/3)	+2000
(-) IS à payer sur la reprise sur subvention d'investissement, amortissement dérogatoire, reprise sur provision et plus value sur immobilisations hors exploitation (6000+ 9000+3000+6000*1/3)	(-) 8000
Actif Net comptable corrigé « ANCC »	280.000

3/ La valeur mathématique de l'action de l'entreprise youssri :

La valeur mathématique = ANCC / Nombre d'actions = 280.000 / 10.000 = 28dh

$$Pf = Rc + P^+ \rightarrow D^{110}$$

130 = 100 + 30

ANC

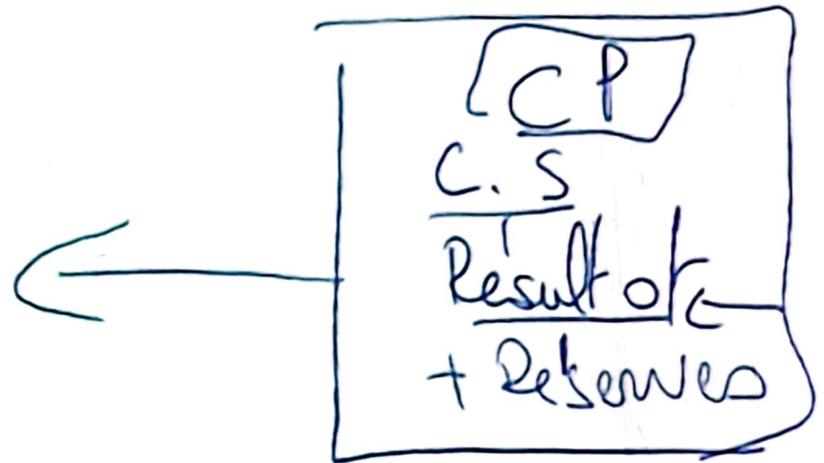
[CP]
C.S
Result of

$$Pf = Rc + R^+ \Rightarrow D = 0$$

$$130 = 100 + 30$$

ANC

P



Evaluation des entreprises par l'approche patrimoniale

Corrigé du cas N° 2 série de TD N°3

1/ Calcul de l'actif Net comptable corrigé « ANCC »:

Réévaluation de l'actif:

Postes	Valeurs bilancielle	Valeurs réelles	(+) Plusvalues	(-) Moins values
Fonds commercial	0	6.000.000	6.000.000	
Mobilier, matériel de bureau	675.000	732.000	57.000	
Titres de participation	40.084.800	43.083.000	2.998.200	
Prêts immobilisés	13.530.000	12.853.500		676.500
Clients et comptes rattachés	385.500	385.500		
Titres et valeurs de placement	1.897.200	1.762.200		135.000
Banques, TG, CP	2.443.500	2.443.500		
	59.016.000	67.259.700	9.055.200	811.500

Economie d'IS: $(363.000 + 450.000 + 135.000 + 676.500) \times 31\%$

Evaluation des entreprises par l'approche patrimoniale

Corrigé du cas N° 2 série de TD N°3

1/ Calcul de l'actif Net comptable corrigé « ANCC »:

Réévaluation du Passif :

ETIC

Postes	Valeurs bilancielle	Valeurs réelles	(+) Plusvalues	(-) Moins values
Autres dettes de financement	6.262.500	6.262.500		
Provisions pour charges	90.000	30.000	60.000	
Fournisseurs et comptes rattachés	61.200	61.200		
Autres créanciers	174.300	174.300		
Aval à honorer		450.000		450.000
Economies fiscales (a)		-503.595	503.595	
Fiscalité latente ou différée (b)		93.000		93.000
	6.588.000	6.567.405	563.595	543.000

(a) : $(363.000 + 450.000 + 135.000 + 676.500) \times 31\%$ (Immo en non-valeurs +aval +moins values/TP+moins /values sur prêts

(b) : $300.000 \times 31\%$ (La fiscalité différée ne concerne que la subvention d'investissement), pour les plus-values, on se projette pour une continuité d'exploitation (Aucune cession d'immobilisation)

Evaluation des entreprises par l'approche patrimoniale

Corrigé du cas N° 2 série de TD N°3

1/ Calcul de l'actif Net comptable « ANC »:

Méthode directe:

Total des capitaux propres	52.791.000
(-) Les immobilisations en non-valeurs (Actifs fictifs)	(-) 363.000
Actif Net comptable	52.428.000

Corrigé du Cas 2 série de TD N°3

Méthode de détermination de l'actif net corrigé ANCC:

Actif net comptable	52.428.000
+ Plus-values latentes sur immobilisations d'exploitation/Actif	+9.055.200
+ Economie d'IS	+563.595
(-) Moins values /Actifs	(-)811.500
(-) Aval à honorer	(-)450.000
(-) Fiscalité latente / Subvention	(-)93.000
= ANCC	=60.692.295dh

Corrigé de l'exercice 1 série de TD N°3

Méthode de calcul des capitaux propres:

Capitaux propres comptables	52.791.000
(-) Actifs fictifs	(-) 363.000
+ Plus-values latentes sur immobilisations d'exploitation	+9.055.200
(-) Moins values sur actifs	(-) 811.500
(-) Aval à honorer	(-) 450.000
+ Economie d'impôts sur éléments d'actifs	+563595
(-) Fiscalité différée/subvention	(-) 93.000
= ANCC	60.692.295

- La valeur mathématique intrinsèque de l'action (ex-coupon; sans dividende) =

$$60.692.295 / 100.000 = 606.92 \text{ dh};$$

$$\text{- Coupon attaché } (606.92 + 48) = 654.92$$

évaluation des entreprises par l'approche des flux

CA(1+r)

$CA \times (1+r)$

TD N°2 Corrigé de l'exercice N°2:

Eléments	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CA	1820	1907	1992	2073	2150	2222	2289
Taux de croissance		1.048	1.0444	1.0408	1.0372	1.034	1.0302
Dotations (D)	90	92	96	100	103	107	110
Taux D/CA	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
Résultat d'exploitation(RE)	40	60	62	64	67	69	71
Taux RE/CA		3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%
RE après impôts	28	41	43	44	46	48	49
(+) Dotations	90	92	96	100	103	107	110
CAF	118	133	139	144	149	155	159
(-) Investissements	25	100	104	108	112	116	119
BFR	111	116	121	126	131	136	140
(-) Variation du BFR	-9	-5	-5	-5	-5	-5	-4
Cash-flows	84	28	29	32	32	34	36

Terchoune mohammed

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

CA(1+7)

$CA \times (1+g)$

TD N°2 Corrigé de l'exercice N°2:

Eléments	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CA	1820	1907	1992	2073	2150	2222	2289
Dotations (D)	90	92	96	100	103	107	110
Dotations D/CA	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
Etat d'exploitation (RE)	40	60	62	64	67	69	71
Taux RE/CA		3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%
RE après impôts	28	41	43	44	46	48	49
(+) Dotations	90	92	96	100	103	107	110
CAF	118	133	139	144	149	155	159
(-) Investissements	25	100	104	108	112	116	119
BFR	111	116	121	126	131	136	140
(-) Variation du BFR	-9	-5	-5	-5	-5	-5	-4
Cash-flows	84	28	29	32	32	34	36

(1+4.8%)
1.048

*(

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

TD N°2 Corrigé de l'exercice N°2:

*Concernant la variation de BFR prise en compte 2027, elle est obtenue par la différence entre le BFR de 2026 : BFR de 2027 est obtenu ainsi ($2289 * 1.03 * 0.061 = 144$) et celui de 2026.

*Puis il faut déterminer le coût du capital de cette entreprise en utilisant la relation du MEDAF:

$$K = R_f + [E(R_m) - R_f] * \beta A_e = 0.02 + (0.072 - 0.02) * 1.25 = 8.5\%$$

*Ayant les cash-flows de la période explicite, le taux de croissance à l'infini du dernier cash-flow calculé, et le coût du capital de l'entreprise, il est possible de calculer la valeur de l'actif économique de cette dernière:

$$\begin{aligned} VAE &= 84 * (1,085)^{-1} + 28 * (1,085)^{-2} + 29 * (1,085)^{-3} + 32 * (1,085)^{-4} \\ &+ 32 * (1,085)^{-5} + 34 * (1,085)^{-6} + 36 * (1,085)^{-7} + 36 \times \left[\frac{1.03}{0.085 - 0.03} \right] \times 1.085^{-7} = \\ &601 \text{ MDH} \end{aligned}$$

Evaluation des entreprises par l'approche des flux

TD N°2 Corrigé de l'exercice N°2:

*La valeur probable de marché des capitaux propres de cette entreprise début 2020 est donc :

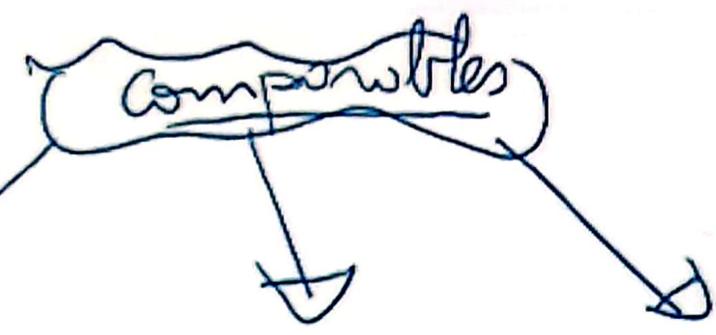
$$V_{cp} = V_{ae} - \text{Endettement net} = 601 - 321 = 280 \text{ MDH}$$

→ $\sum \text{Det} / \text{cs} - TA$

*

Cours Moyen

Capitalisation Bourgeoise
 $= \text{Cours de l'Action} \times \text{Nbre}$



Echantillon



$VCP + \sum \text{Dettes}$

VGE = valeur globale de l'entreprise

$VCP = VGE - \sum \text{Dettes Nettes}$

$\text{multiple} = \frac{VGE}{(\text{inducteur})} \rightarrow \text{critère Retenu}$

Expenses

inducteurs (Critères)

⇓

Critère économique

Critère

EBITDA → (EBE)
(Earning Before Interest
Taxes Depreciation & Amortization)

(CA) → (Sales / Revenues)
EBIT

(Earning Before Interest
Taxes → (Résultat d'exp^o))

Price ^{PER} Earnings ratio

$N_f \times \text{Cours}$

$$\text{PER} \textcircled{1} = \frac{\text{Cours de l'action}}{\text{BPA}}$$

$$\text{PER} \textcircled{2} = \frac{\text{C.B.}}{\text{Résultat Net}}$$

$$\text{BPA} = \frac{\text{Benefice net}}{\text{Nombre d'act}^e}$$



3^{ème} étape → (valoriser la cible)

$$\textcircled{VGE} = \text{multiple} \times \text{inducteur}_{\text{cible}}$$

$$V_{cp} = VGE - \begin{cases} \text{Dettes Nettes} \\ \text{Dettes - TA} \end{cases}$$

Evaluation des entreprises par les approches patrimoniales et mixtes

Points clés :

- * Cette approche ne possède pas de réels fondements théoriques;
- * L'idée est que les firmes possédant des caractéristiques proches doivent avoir des valeurs identiques;
- * C'est une méthode simple et rapide;
- * Elle constitue la référence dominante dans le « Private equity » et sur les marchés notamment lors d'introductions en bourse ,d'une première « approche » de valorisation

Evaluation des entreprises par les approches et mixtes et GOODWILL

1- Les fondements de la méthode :

a- Objectifs de la méthode:

*L'objectif est de valoriser une entreprise par comparaison avec un échantillon de référence constitué d'investissements de même nature ou très proches;

b- Calcul du multiple :

*Sur les sociétés de l'échantillon, on calcule un multiple de la façon suivante :

$$\text{Multiple} = \frac{\text{Valeur}}{\text{Critère retenu}}$$

GOODWILL

b- Calcul du multiple :

Pour cela on doit respecter les étapes suivantes:

1	*La constitution d'un échantillon de sociétés cotées ou ayant fait récemment l'objet de transactions comparables à la société avec les mêmes caractéristiques sectorielles et financières
2	*Identification des indicateurs de performance les plus pertinents qui permettent d'analyser les différences de valorisation entre les entreprises retenues
3	*Ajustements empiriques éventuels sur les résultats
4	*Application des multiples aux données financières de la société à évaluer

$$\text{Valeur} = \text{Multiple} \times \text{Critère retenu}$$

C- Les catégories de multiples :

On distingue deux catégories de multiples selon qu'ils prennent compte ou non des intérêts :

***Le multiple relie la valeur à un critère** calculé après incidence de la structure de financement : on aboutit à une détermination de la valeur des capitaux engagés qui **tient compte de l'endettement;**

***Le multiple relie la valeur à un critère** calculé avant incidence de la structure de financement (C'est-à-dire avant résultat financier au niveau du CPC);

Evaluation des entreprises par les approches et mixtes et
GOODWILL

C- Les catégories de multiples :
Impact sur le calcul :

<p>Multiples de la valeur économique (Multiples avant intérêts)</p>	<p>* Multiple de l'EBE (RBITDA), du résultat d'exploitation EBIT</p>	<p>Valeur de l'actif économique de la cible = Multiple retenu × Critère * La valeur des des capitaux propres = Valeur de l'actif économique (-) Endettement</p>
<p>Multiples des capitaux propres (Multiples après prise en considération des intérêts)</p>	<p>Multiple du résultat net (PER), du résultat courant, etc..</p>	<p>Valeur des capitaux propres = Multiple retenu × Critère</p>

Evaluation des entreprises par les approches et mixtes et
GOODWILL

2-Le cas du multiple du bénéfice net (ou Price Earning Ratio):

Le PER est le taux de capitalisation des bénéfices ou encore le coefficient multiplicateur du résultat:

$$\text{PER} = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Bénéfice}}$$

Ou

$$\text{PER} = \frac{\text{Cours de l'action}}{\text{Bénéfice par action}}$$

*Généralement, on retient pour le calcul du bénéfice par action un résultat net après impôt (Eléments exceptionnels)

Evaluation des entreprises par les approches et mixtes et GOODWILL

Application:

Une société cotée ALPHA souhaite procéder à une augmentation de capital. Elle dégager un bénéfice stable à hauteur de 4000KDH. Son capital est composé de 5000 actions et sa dette a une valeur de marché égale à 25000Kdh.

Pour déterminer le prix de souscription, elle souhaite recourir à la méthode des multiples. Pour ce faire elle s'est procurée la valeur de de l'EBITDA et de l'EBIT des principales sociétés présentes sur ce secteur d'activités et ayant des caractéristiques proches des siennes. Elle sait en outre que le PER du secteur est de 12.

En KDH	Capitalisation boursière	Valeur de l'endettement	EBITDA	EBIT
Société ALPHA		25	10	8
Société A	31	14	5	3
Société B	45	17	9	8
Société C	21	7	4	3
Société D	56	23	12	8

Evaluation des entreprises par les approches et mixtes et GOODWILL

Question:

Evaluer le prix de cession de souscription auquel elle peut prétendre?

	Valeur de l'actif économique	Multiple EBITDA	Multiple EBIT
Société A	45	9	15
Société B	62	6,89	7,75
Société C	28	7	9,33
Société D	79	6,58	8,78
moyenne		7,37	10,22

*Actif économique = Capitalisation boursière + DETTES

*Actif économique/EBITDA

*Actif économique/EBIT.

Evaluation des entreprises par les approches et mixtes et

GOODWILL

$$VGE = VGP - Dettes$$

Question:

	Valeur de l'actif économique <i>VGE</i>	Valeur des capitaux propres <i>VGP</i>	Valeur d'une action
EBITDA	73,68 ✓	48,68 ✓	9,74 ✓
EBIT	81,76 ✓	56,76 ✓	11,35 ✓
PER	- ✓	48 ✓	9,6 ✓

*Actif économique = Multiple * Critère (EBITDA ou EBIT)

*Actif économique - Endettement;

*Capitaux propres / Nombre d'actions (5000)

Le prix de souscription peut être effectué dans la fourchette de 9,6dh et 11,35dh.

La moyenne du cours possible par la méthode des multiples est de 10,23dh

Evaluation des entreprises par les approches Comparatives

Corrigé du TD :

✓ Valeur globale de la cible (société VAL)

- Formule :

$$\text{VGE cible} = \text{Inducteur cible} \times \text{Multiple comparable}$$

- a) Sur la base de l'EBE :

Année	EBE VAL (K€)	Multiple EV/EBE	VGE estimée (K€)
N	1 250 000	9,07	$1\,250\,000 \times 9,07 = 11\,337\,500$
N+1	1 375 000	7,91	$1\,375\,000 \times 7,91 = 10\,876\,250$
► VGE Moyenne			$(11\,337\,500 + 10\,876\,250) / 2$ $= 11\,106\,875$

- 1) $1\,250\,000 \times 9,07 = 11\,337\,500$; $1\,375\,000 \times 7,91 = 10\,876\,250$
- (2) $750\,000 \times 13,64 = 10\,230\,000$; $815\,000 \times 11,54 = 9\,405\,100$
- (3) $(11\,337\,500 + 10\,876\,250) / 2 = 11\,106\,875$ ($10\,230\,000 + 9\,405\,100) / 2 = 9\,817\,550$

Evaluation des entreprises par les approches Comparatives

Corrigé du TD :

Année	Résultat net VAL (K€)	PER	VGE estimée (K€)
N	750 000	13,64	$750\ 000 \times 13,64 = 10\ 230\ 000$
N+1	815 000	11,54	$815\ 000 \times 11,54 = 9\ 405\ 100$
► VGE Moyenne			$(10\ 230\ 000 + 9\ 405\ 100) / 2 = 9\ 817\ 550$

Valeur des capitaux propres (VCP) de la société VAL

- Si méthode basée sur l'EBE :
 $VCP = VGE - Dettes = 11\ 106\ 875 - 250\ 000 = 10\ 856\ 875$ KDH
- Si méthode basée sur le résultat net :
 $VCP = 9\ 817\ 550$ KDH (déjà nette de dettes)

5. Valeur d'une action VAL

Nombre d'actions = 100 000 000

- Méthode EBE :
 $10\ 856\ 875 / 100\ 000\ 000 = 108,56$ DH
- Méthode résultat net :
 $9\ 817\ 550 / 100\ 000\ 000 = 98,2$ DH

Evaluation des entreprises par les approches Comparatives

Corrigé du TD :

✓ Valeur globale de la société comparable

- Valeur des capitaux propres (VCP) = 1 500 000 KDH
- Dettes financières (DF) = 200 000 KDH
- Valeur globale de l'entreprise (VGE) = VCP + DF =
1 500 000 + 200 000 = 1 700 000 KDH

Formule :

- Si l'inducteur est l'EBE : $\text{Multiple} = \text{VGE} / \text{EBE}$
- Si l'inducteur est le résultat net : $\text{PER} = \text{VCP} / \text{Résultat net}$

Année	EBE (K€)	Résultat net (K€)	Multiple EV/EBE	PER (VCP/Résultat net)
N	187 500	110 000	$1\,700\,000 / 187\,500 = 9,07$	$1\,500\,000 / 110\,000 = 13,64$
N + 1	215 000	130 000	$1\,700\,000 / 215\,000 = 7,91$	$1\,500\,000 / 130\,000 = 11,54$

Evaluation des entreprises par les approches Comparatives

Corrigé du TD :

✓ Valeur globale de la cible (société VAL)

- Formule :

$$\text{VGE cible} = \text{Inducteur cible} \times \text{Multiple comparable}$$

- a) Sur la base de l'EBE :

Année	EBE VAL (K€)	Multiple EV/EBE	VGE estimée (K€)
N	1 250 000	9,07	$1\,250\,000 \times 9,07 = 11\,337\,500$
N+1	1 375 000	7,91	$1\,375\,000 \times 7,91 = 10\,876\,250$
► VGE Moyenne			$(11\,337\,500 + 10\,876\,250) / 2$ $= 11\,106\,875$

- 1) $1\,250\,000 \times 9,07 = 11\,337\,500$; $1\,375\,000 \times 7,91 = 10\,876\,250$
- (2) $750\,000 \times 13,64 = 10\,230\,000$; $815\,000 \times 11,54 = 9\,405\,100$
- (3) $(11\,337\,500 + 10\,876\,250) / 2 = 11\,106\,875$ $(10\,230\,000 + 9\,405\,100) / 2 = 9\,817\,550$

Valeur des capitaux propres de la cible

Éléments	Inducteur EBE	Inducteur Résultat net
VGE moyenne	11 106 875	9 817 550
- Dettes	- 250 000	
= VCP	10 856 875	9 817 550

La valeur de la cible représente la différence entre la valeur globale et les dettes elle correspond à la VGE si l'inducteur retenu est le résultat net.

Valeur d'une action

Si l'inducteur est l'EBE: Valeur d'une action = $10856875 / 100000000 = 108,57\text{DH}$

Si l'inducteur est le résultat net: Valeur d'une action = $9817550000 / 100000000 = 98,18\text{DH}$

Valeur des capitaux propres de la cible

Éléments	Inducteur EBE	Inducteur Résultat net
VGE moyenne	11 106 875	9 817 550
- Dettes	- 250 000	
= VCP	10 856 875	9 817 550

La valeur de la cible représente la différence entre la valeur globale et les dettes elle correspond à la VGE si l'inducteur retenu est le résultat net.

Valeur d'une action

Si l'inducteur est l'EBE: Valeur d'une action = $10856875 / 100000000 = 108,57\text{DH}$

Si l'inducteur est le résultat net: Valeur d'une action = $9817550000 / 100000000 = 98,18\text{DH}$