

## ABC - Analyse de la valeur

**Bilan économique en valeur**

<b>ACTIF ÉCONOMIQUE</b>	N1	N2	N3
<i>Valeur des immobilisations</i>			
Immobilisations incorporelles	10 974	23 206	40 401
Immobilisations corporelles	34 836	84 038	124 570
Immobilisations financières	7 493	6 993	6 243
– Dettes sur immobilisations	-231	-5 190	-329
<b>Capitaux investis en immobilisation (A)</b>	<b>53 072</b>	<b>109 047</b>	<b>170 885</b>
<i>Valeur des éléments cycliques</i>			
Stocks et avances	11 383	13 457	32 113
Crédit clients	9 284	15 358	24 818
– Dettes d'exploitation	-11 059	-11 521	-23 074
Autres éléments	277	429	1 689
<b>Capitaux investis en éléments cycliques (B)</b>	<b>9 885</b>	<b>17 723</b>	<b>35 546</b>
<b>Capitaux investis (A+B)</b>	<b>62 957</b>	<b>126 770</b>	<b>206 431</b>

<b>PASSIF FINANCIER</b>	N1	N2	N3
<i>Capitaux propres</i>			
Capitaux propres du groupe	49 480	107 905	116 268
Intérêts minoritaires	1 240	1 280	1 342
Impact des ajustements de valeur	1 470	1 117	1 314
<b>Capitaux investis par les propriétaires (A)</b>	<b>52 190</b>	<b>110 302</b>	<b>118 924</b>
<i>Endettement financier net</i>			
Dettes financières stables	12 686	16 374	81 480
– Trésorerie nette	-1 919	94	6 027
<b>Capitaux investis par les prêteurs (B)</b>	<b>10 767</b>	<b>16 468</b>	<b>87 507</b>
<b>Capitaux investis (A+B)</b>	<b>62 957</b>	<b>126 770</b>	<b>206 431</b>

Tableau 3.12 du manuel.

Le détail des calculs nécessaires à l'établissement du bilan fonctionnel est présenté dans l'annexe 3 du manuel.

Ont notamment été pris en considération :

	N1	N2	N3
une plus-value potentielle sur un immeuble	3 100	3 100	3 300
des non-valeurs (frais d'établissement)	960	1 080	920
la valeur nette des biens en crédit-bail	1 253	4 041	2 847
les effets escomptés non échus	223	234	1 349

### Mesure de rentabilité économique retraitée

en k€ sauf pourcentages	N1	N2	N3
<b>Résultat économique non retraité</b>	8 422	10 568	14 638
Subventions d'équipement reçues $\times (1-\tau)$		667	333
Plus-values potentielles apparues dans l'exercice $\times (1-\tau)$	67		133
Non-valeurs portées au bilan $\times (1-\tau)$	-400	-400	-267
Annulation des dotations aux amortissements des non-valeurs $\times (1-\tau)$	240	320	373
Variation des écarts de conversion passif $\times (1-\tau)$	-55	29	52
<b>Résultat économique retraité</b>	8 274	11 184	15 262
<b>Actif économique (bilan économique en valeur)</b>	62 957	126 770	206 431
<b>Taux de rentabilité économique</b>	<b>13,14%</b>	<b>8,82%</b>	<b>7,39%</b>

La détermination du résultat économique non retraité est présentée dans le document téléchargeable ABC - Outils d'analyse de l'information comptable.  
Les calculs ont été effectués avec un taux d'impôt sur le résultat  $\tau$  de 33<sup>1/2</sup> %.

*Tableau 5.4 du manuel.*

### Mesure de rentabilité économique en fonction de l'actif économique

Rentabilité économique mesurée en rapportant le résultat économique à :	N2	N3
l'actif économique de début d'exercice	17,76%	12,04%
l'actif économique de fin d'exercice	8,82%	7,39%
l'actif économique moyen	11,79%	9,16%

*Tableau 5.5 du manuel.*

### Mesure de la rentabilité financière et de l'effet de levier

<i>Données en k€ sauf pourcentages et ratios</i>	N1	N2	N3
Capitaux propres (CP)	52 190	110 302	118 924
Dette financière nette (D)	10 767	16 468	87 507
Actif économique ( $AE = CP + D$ )	62 957	126 770	206 431
Résultat économique retraité (REN)	8 274	11 184	15 262
Charges d'intérêt	623	766	5 053
Produits de trésorerie	-152	-339	-666
Charge d'intérêt du crédit-bail	70	128	186
Coût de l'endettement financier net avant impôt	541	555	4 573
Coût de l'endettement financier net (INT)	361	370	3 049
Résultat net ( $RN = REN - INT$ )	7 913	10 814	12 213
Rentabilité économique ( $r_a = REN / AE$ )	13,14%	8,82%	7,39%
Taux d'intérêt moyen ( $r_d = INT / D$ )	3,35%	2,25%	3,48%
Levier financier ( $D / CP$ )	0,21	0,15	0,74
Rentabilité financière ( $r_{cp} = RN / CP$ )	15,16%	9,80%	10,27%

Les données de bilan (CP, D et AE) sont issues du bilan économique en valeur. Le calcul du résultat économique retraité (REN) est présenté ci-dessus (mesure de la rentabilité économique retraitée). Les charges d'intérêt du crédit-bail sont intégrées au coût de l'endettement financier net.

*Tableau 10.2 du manuel.*

### Estimation du CMPC (coût moyen pondéré du capital)

#### Valeur globale de l'entreprise

Une étude d'évaluation de l'entreprise ABC a été confiée à un cabinet spécialisé. Cette étude conclut à une fourchette d'évaluation de l'actif économique comprise entre un minimum issu du bilan économique en valeur, soit 206 431 k€ et un maximum résultant de l'application de la méthode DCF, soit 236 667 k€. Cette étude fait état notamment d'un  $\beta$  moyen du secteur de 0,91 ( $\beta$  de l'actif économique). Une valorisation intermédiaire a été obtenue en appliquant des comparaisons sectorielles fondées sur un multiple de l'EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), soit 10 fois l'EBIT de N3. L'EBIT d'ABC est obtenu à partir du RCAI (17 855 k€) auquel est ajouté le coût de l'endettement financier net (4 573 k€), soit 22 428 k€, qui valorise l'actif économique à 224 280 k€ après application du multiple de 10. Pour l'application numérique, une valeur de 230 000 k€ a été retenue pour l'actif économique fin N3.

#### Valeur des dettes

Les derniers emprunts contractés ont fait l'objet d'un *spread* de 90 points de base qui est ici appliqué aux échéances à moyen et long terme de l'entreprise, récapitulées dans le tableau ci-dessous.

en k€	N4	N5	N6	N7	N8	N9
Annuités des emprunts bancaires	18 108	17 665	17 076	15 543	15 673	7 419
Annuités de crédit-bail	1 200	840	840	420		
Total	19 308	18 505	17 916	15 963	15 973	7 419

Les taux de marché (sans risque) fin N3 sont de 3,80% à moyen et long terme. L'application d'un taux de 4,70% (incluant le *spread*, soit 3,80 + 0,90) aux annuités ci-dessus permet d'obtenir la valeur de marché des emprunts et des crédits-baux, soit 82 305 k€ :

$$\frac{19\,308}{1,047^1} + \frac{18\,505}{1,047^2} + \frac{17\,916}{1,047^3} + \frac{15\,963}{1,047^4} + \frac{15\,673}{1,047^5} + \frac{7\,419}{1,047^5} = 82\,305$$

La valeur de la dette financière nette correspond à la valeur ci-dessus augmentée des concours bancaires (incluant les effets escomptés non échus), et diminuée de la trésorerie :

en k€	Valeur fin N3
Valeur actuelle des dettes à moyen et long terme	82 305
Concours bancaires courant	6 096
- Trésorerie actif	69
= Dette financière nette en valeur de marché	88 332

*Valeur des capitaux propres*

On recherche ensuite la valeur des capitaux propres en se fondant sur l'évaluation de son actif économique : la valeur des capitaux propres correspond à la valeur de l'actif économique sous déduction des dettes financières nettes, soit :  $230\,000 - 88\,332 = 141\,668$  k€.

*Coût de la dette*

On calcule le taux moyen de la dette financière nette à partir du tableau ci-dessus et des taux de marché majorés du *spread*. Le taux d'intérêt sans risque est de 3,50% à court terme, soit un taux pour l'entreprise de 4,40% (incluant un *spread* de 90 pb).

$$k_d = 4,70\% \frac{82\,305}{88\,332} + 4,40\% \frac{6\,027}{88\,332} = 4,68\%$$

*Coût des capitaux propres*

On estime enfin le coût des capitaux propres à partir du MEDAF, en se fondant sur le  $\beta$  moyen de l'actif économique d'entreprises comparables appartenant au même secteur.

$$\beta_{cp} = \beta_a \left[ 1 + (1 - \tau) \frac{D}{CP} \right] = 0,91 \times \left( 1 + \frac{2}{3} \times \frac{88\,332}{141\,668} \right) = 1,288$$

Ainsi, le  $\beta$  des capitaux propres dépend principalement de deux paramètres : le risque économique (estimé ici comme équivalent au risque moyen de sociétés cotées comparables) et le risque lié à l'endettement propre à l'entreprise. Le coût des capitaux propres peut alors être obtenu aisément. On applique ici une prime de risque du marché de 4% :

$$k_{cp} = r_f + \beta (\text{prime de risque du marché}) = 3,80\% + 1,288 \times 4\% = 8,95\%$$

*Coût moyen pondéré du capital*

Le CMPC est donc estimé à :

$$k = \text{CMPC} = k_{cp} \frac{CP}{CP + D} + (1 - \tau) k_d \frac{D}{CP + D}$$

$$k = 8,95\% \frac{141\,661}{230\,000} + 4,68\% \frac{2}{3} \times \frac{88\,332}{230\,000} = 6,71\%$$

*Extrait de l'application numérique du chapitre 8, paragraphe 1.3.*

### Calcul de l'EVA

Pour calculer l'EVA dégagée par l'entreprise ABC au cours de l'exercice N3, on utilise :

- le résultat économique après impôt (*REN*) de l'exercice N3 : 14 638 k€,
- le montant des capitaux investis (*CI*) fin N2 : 125 653 k€ (ce montant correspond à celui de l'actif du bilan économique en valeur),
- le CMPC actuel (fin N3) : 6,71% (noté *k*).
- le taux de rentabilité économique en N3 (*r<sub>a</sub>*), correspond au rapport entre le *REN* de l'exercice N3 et les *CI* fin N2 (définition de *r<sub>a</sub>* homogène avec le calcul de l'EVA) : 11,65%.

L'EVA est obtenue par :  $EVA_3 = (r_a - k)CI_2$

L'écart  $r_a - k$  ressort à : 11,65% – 6,71% = 4,94 %.

L'EVA dégagée en N3 est donc égale à : 4,94% × 125 653 = 6 207 k€.

Elle peut également être calculée par :

$$EVA_3 = REN_3 - k CI_2 = 14 638 - 6,71\% \times 125 653 = 6 207 \text{ k€}.$$

Le calcul de l'EVA est le plus souvent réalisé comme détaillé ci-dessus à partir de l'actif économique en valeur comptable nette. Cependant, ce dernier peut être corrigé afin d'estimer plus précisément sa valeur de remplacement, exactement selon la même perspective que celle explicitée pour la mesure de la rentabilité économique. On utilise alors le bilan économique en valeur et le résultat économique qui lui correspond. Dans le cas de l'entreprise ABC, le *REN* corrigé est de 15 262 k€ pour l'exercice N3 et l'actif économique corrigé s'élève à 126 770 k€ fin N2. La rentabilité économique ressort à 12,04%, et l'EVA à : (12,04 – 6,71)% × 126 770 = 6 757 k€.

*Extrait de l'application numérique du chapitre 8, paragraphe 2.4.*