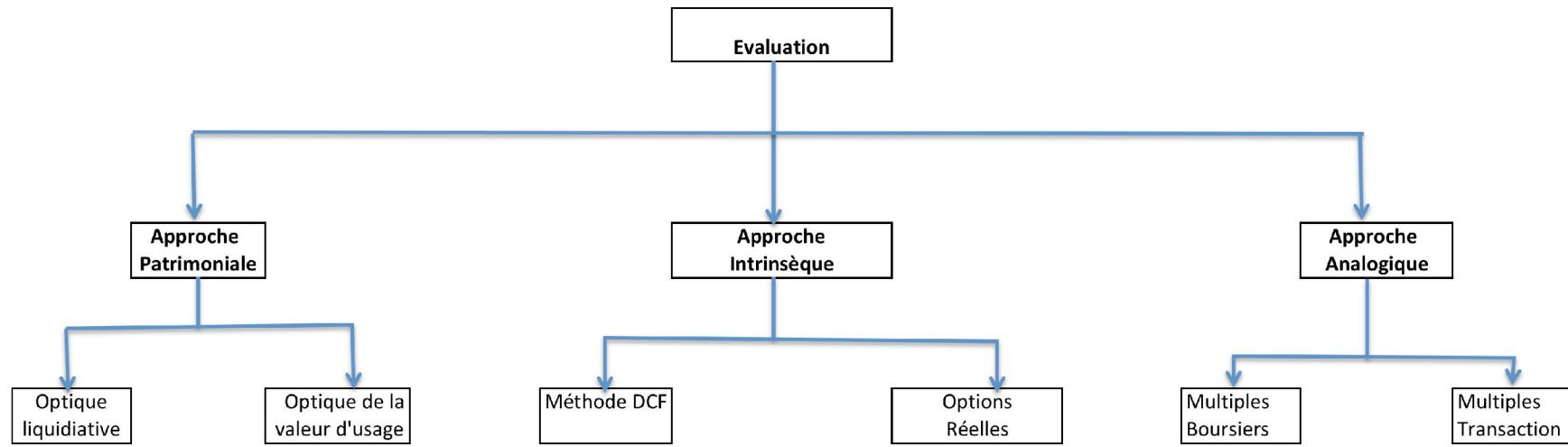




Thème 09: Évaluation II

Introduction



Introduction

- Approche intrinsèque: DCF et DDM
- Approche patrimoniale
 - Optique liquidative
 - Optique de la valeur d'usage

Dividend Discount Model (DDM)

- **Définition**

- Si une entreprise verse un dividende, celui-ci constitue la promesse d'une rémunération pour l'investisseur
- La valeur de l'action est donc la valeur actualisée des dividendes futurs versés, et de la valeur de l'action au moment de la vente

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Div_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{P_n}{(1 + r_e)^n}$$

Dividend Discount Model (DDM)

- Cas spéciaux
 - Le dividende est constant et la continuité d'exploitation non remise en doute

$$P_0 = \frac{Div}{r_e}$$

- Modèle utilisé pour l'évaluation d'actions privilégiées à dividende constant

Dividend Discount Model (DDM)

- **Cas spéciaux**

- Le dividende est croissant et le taux de croissance g est constant
- La continuité d'exploitation est non remise en doute

$$P_0 = \frac{Div}{r_e - g}$$

- **C'est le modèle de Gordon**

Dividend Discount Model (DDM)

- **Cas spéciaux : un modèle plus réaliste**
 - On prévoit plusieurs de taux de croissance dans le futur pour refléter la réalité
 - 3 stage DDM
 - g_1 de l'année 1 à 5
 - g_2 de l'année 6 à 10
 - g_3 pour les suivantes jusqu'à l'infini

$$P_0 = \sum_{t=1}^5 \frac{Div_0 (1 + g_1)^t}{(1 + r_e)^t} + \sum_{t=6}^{10} \frac{Div_0 (1 + g_1)^5 (1 + g_2)^t}{(1 + r_e)^t} + \frac{1}{(1 + r_e)^{10}} \frac{Div_0 (1 + g_1)^5 (1 + g_2)^5 (1 + g_3)}{r_e - g_3}$$

- Attention : Suppose une estimation des bénéfices futurs et une politique de dividende constante

Dividend Discount Model (DDM)

- **Limites du DDM**
 - Hypothèses très restrictives
 - Dans modèle de Gordon : croissance g et r_e constants
 - Non applicable quand entreprises ne versent pas de dividendes récurrents, la plus grande partie des entreprises publiques
 - Prévisions des analystes se font sur des bénéfices pas sur des dividendes
 - Ne tient pas compte des investissements pour financer la croissance de l'entreprise : flux sont préférables

Discounted Cash-Flows (DCF)

- Rappel du principe
- Méthode d'évaluation par les flux disponibles aux bailleurs de fonds (FCFF)
- Méthode d'évaluation par les flux disponibles aux actionnaires (FCFE)

Discounted Cash-Flows (DCF)

- **Rappel du principe**
 - La valeur d'un actif financier est égale à la valeur actuelle des flux monétaires futurs prévus
- **Que sont ces flux monétaires futurs ?**

Des promesses, toujours des promesses, rien que des promesses...

- Des bénéfices futurs : multiples des bénéfices passés
- Des dividendes : Modèle de Gordon basé sur le dernier dividende versé
- Des flux monétaires libérés : modèle des flux libérés

Discounted Cash-Flows (DCF)

- **Modèle des flux monétaires libérés**
 - **Valeur totale**

$$Valeur\ Entreprise = \frac{\sum_1^{\infty} FCFF_t}{(1 + CMPC)^t}$$

$$CMPC = \frac{E}{V}r_e + \frac{P}{V}r_p + \frac{D}{V}r_d (1 - T_c)$$

- Les pondérations sont en valeur de marché
- **Valeur des fonds propres**

$$Valeur\ Fonds\ Propres = \frac{\sum_1^{\infty} FCFE_t}{(1 + r_e)^t}$$

$$Valeur\ Fonds\ Propres = \frac{\sum_1^{\infty} FCFF}{(1 + CMPC)^t} - V(Dette) - V(Actions\ privilégiées)$$

Méthode d'évaluation par les flux disponibles aux bailleurs de fonds (FCFF) → Free Cash Flow of the Firm

- **Méthode :**
 - Déterminer les flux qui pourraient revenir aux bailleurs de fonds, les flux libres, ou discrétionnaires, calculés après investissement de maintenance et après impôt
 - Investissement de maintenance : Immobilisations et FDR, soit tous les investissements, remplacement ou croissance.
 - $FCFF =$ Flux de trésorerie disponibles pour payer les créanciers et/ou les dividendes normaux ou spéciaux et racheter les CP, après impôts et investissements et avant les remboursements de la dette
 - Actualiser ces flux en tenant compte du rendement attendu par les bailleurs de fonds (CMPC)

DCF-Modèle sans croissance

- Les flux de trésorerie sont constants en perpétuité:

$$P_0 = FCFF_0 / WACC$$

$$P_0 = FCFE_0 / ke$$

- Avantages:
 - facile à comprendre pour les différentes parties prenantes
 - Pas si sûr que des méthodes plus complexes fournissent de meilleures estimations (plus d'hypothèses)
- Applications: **l'immobilier commercial, et les petites entreprises privées.**

DCF-Modèle à croissance constante

Les CF vont croître à un rythme de g% par an:

$$FCFF_1 = FCFF_0(1+g)$$

$$P_0 = FCFF_1 / (WACC - g)$$
, où g est le taux de croissance espéré de FCFF₁

$$P_0 = FCFE_1 / (ke - g)$$
, où g est le taux de croissance espéré de FCFE₁

Applications: entreprises dans des secteurs matures, dont le taux de croissance est prévisible. Par exemple, les boissons, les cosmétiques, les produits d'entretien. Extrapoler les taux de croissance de l'industrie des 5 à 10 dernières années.

DCF-Modèle à croissance constante

- Estimer la valeur d'une entreprise dont le coût des capitaux propres est 15%, et dont les CF (2 millions l'année dernière) doivent croître de 20% cette année avant de croître à un taux constant de 10% par la suite:

DCF-Modèle à croissance variable

- Les CF connaissent à la fois des périodes stables et de croissance. Forte croissance suivie d'un ralentissement.
- **Période de forte croissance** (souvent à deux chiffres): le taux de croissance excède un taux de croissance soutenable à long-terme
- **Période de croissance stable**: lorsque le marché sature, la croissance rejoint un niveau soutenable à long terme (proche du taux de croissance de l'économie). La valeur actuelle des CF de la période stable est souvent appelée la valeur terminale, et peut être utilisée avec le modèle de croissance constante.
Exemples: téléphones cellulaires, PC...
- La valeur terminale est souvent estimée en utilisant un multiple (P/E), Price to Cash Flow, PBR (multiple de sortie à l'horizon n années).
- Si la valeur terminale représente plus de 75% de la VA totale, il convient d'allonger la période de prévisions spécifiques de 5 à 10 ans au moins afin de réduire son impact sur la valeur totale. L'expérience enseigne que le CA et les marges tendent à retrouver des niveaux normaux à horizon 5-10 ans.
- Le WACC (CMPC) de la deuxième période reflètera le ralentissement de la croissance et sera plus faible.

DCF-Modèle à croissance constante

$$P_{0,FCFF} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_0 \times (1+g_t)^t}{(1+WACC)^t} + \frac{P_n}{(1+WACC)^n}$$

avec

$$P_n = \frac{FCFF_n \times (1 + g_m)}{(WACC_m - g_m)}$$

$FCFF_0$ = free cash flow to the firm en année 0

$WACC$ = weighted average cost of capital jusqu'en année n

$WACC_m$ = Weighted average cost of capital au-delà de l'année n
(NB: $WACC > WACC_m$)

P_n = valeur de l'entreprise à la fin de l'année n (valeur terminale)

g_t = taux de croissance jusqu'en année n

g_m = taux de croissance stabilisé (taux moyen de l'industrie) de long-terme
au-delà de l'année n
(NB: $g_t > g_m$)

DCF-Modèle à croissance variable

- Exemple: estimer la valeur d'une entreprise dont le CF doit croître au rythme de 35% par an au cours des 5 prochaines années, et faites ensuite l'hypothèse d'un taux normalisé à 5%. Les CF actuels s'élèvent à 4 millions de dollars. Le WACC pendant la période de forte croissance est de 18%, et tombe ensuite à la moyenne de l'industrie (12%) au-delà de la 5eme année.

DCF-Déterminer le taux de croissance

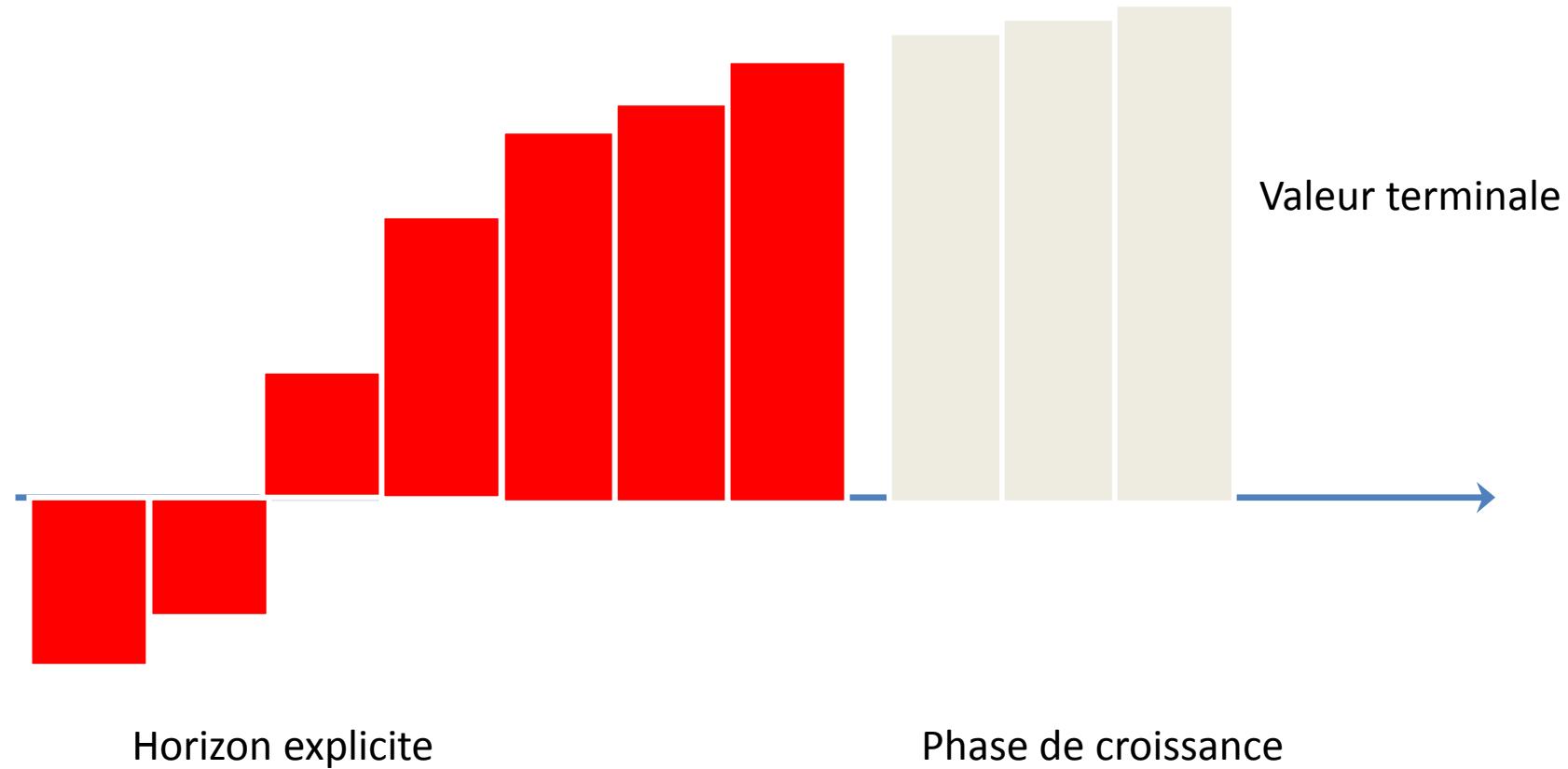
- **Hypothèse clé**: la valeur d'une entreprise peut être trouvée en faisant la somme de la période de croissance forte et de la période de croissance stable
- **Risques clés: Sensibilité des valeurs terminales** aux hypothèse du taux de croissance et des taux d'actualisation utilisés à la fois dans la période de prévision explicite et terminale.
- **Période de croissance stable**: le taux de croissance de la société est supposé durer pour toujours. Inférieur ou égal au taux de croissance de l'industrie ou au taux de croissance de l'économie. Pour les multinationales, le taux de croissance est le taux de croissance de l'économie mondiale
- **Durée de la période de forte croissance**: la période de forte croissance est plus élevée quand le fort taux de croissance est très supérieur au taux de croissance stabilisé et que la part de marché de l'entreprise est faible.
 - Ex: si le taux de croissance de l'industrie est de 5%, et que l'entreprise, qui a une pdm négligeable croît à 30% par an, il peut être approprié de faire durer la forte croissance pendant 5-10 ans.

Estimation des flux disponibles aux bailleurs de fonds

- $FCFF = EBITDA(1-T) + \text{Amort.} * T - \text{Invest.} - \text{Variation BFR}$
- $FCFF = EBIT(1-T) + \text{Amort.} - \text{Invest.} - \text{Variation BFR}$
- $FCFF = \text{Bénéfice Net} + \text{Intérêts}(1-T) + \text{Amort.} - \text{Invest.}$
-Variation BFR

Avec BFR= Crédits Clients+Inventaire- Dettes Fournisseurs
et autres dettes d'exploitation

DCF-Plan d'affaires explicite



DCF-Plan d'affaires explicite

- Cinq étapes:
 - Construire un plan d'affaires (définir un horizon, et produire des états financiers complets sur la base d'hypothèses explicites)
 - Calculer les flux de trésorerie pour chaque année de l'horizon explicite
 - Si besoin est, on peut ajouter à l'horizon explicite quelques années de croissance des FCFF (utile si on anticipe que l'entreprise arrivera à maturité à l'issue de l'horizon du plan d'affaires et que l'on anticipe une phase de déclin, ou de fort ralentissement du taux de croissance)
 - Calculer le CMPC
 - Calculer la valeur terminale à la fin de l'horizon explicite
 - Calculer la valeur **actuelle** l'ensemble des flux de trésorerie (ceux de l'horizon explicite, et ne pas oublier d'actualiser la valeur terminale)
 - Ajouter la valeur de marché des actifs hors exploitation

Estimation des flux disponibles aux bailleurs de fonds (FCFF)

• Le calcul des flux libérés pour l'entreprise

Ventes
- Coûts
- Amortissement
Bénéfice avant intérêt et impôt (BAII)
- Intérêts
Bénéfice avant impôt (BAI)
- impôt
Bénéfice net (BN)

Bénéfice net (BN)
+ amortissement
+ intérêts $(1 - T_c)$
- investissement dans le FDR
- Investissements en immobilisation
Flux monétaires libérés pour l'entreprise
- Valeur marchande de la dette
- Valeur marchande des AP
Flux monétaires libérés pour l'actionnaire

Estimation des flux disponibles aux bailleurs de fonds

Etat des résultats

Année	1	2	3
Ventes	3,000.00 \$	3,300.00 \$	3,630.00 \$
Coûts opérationnels	2,200.00 \$	2,376.00 \$	2,566.08 \$
EBITDA	800.00 \$	924.00 \$	1,063.92 \$
Amortissement	300.00 \$	320.00 \$	340.00 \$
EBIT	500.00 \$	604.00 \$	723.92 \$
Intérêts	100.00 \$	105.00 \$	110.25 \$
Résultat avant impôts	400.00 \$	499.00 \$	613.67 \$
Impôts (40%)	160.00 \$	149.70 \$	184.10 \$
Bénéfice Net	240.00 \$	349.30 \$	429.57 \$
Div	160.00 \$	232.87 \$	286.38 \$

Méthode d'évaluation par les flux disponibles aux bailleurs de fonds (FCFF)

- **Particularité de la méthode**
 - Les flux libérés sont le résultat des activités opérationnelles.
 - Calculés avant intérêts, mais après impôt
 - Exemple d'activités non-récurrentes :
 - Gain / perte sur disposition
 - Actifs et placements excédentaires
 - Réévaluation/Dévaluation du goodwill ou des actifs intangibles

Estimation des flux disponibles aux bailleurs de fonds

On va commencer par calculer le besoin en fonds de roulement de l'entreprise. Nous aurons besoin de sa variation dans l'estimation des flux de trésorerie annuels.

Année	0	1	2	3
Actifs courants hors cash				
Clients	560.00 \$	600.00 \$	660.00 \$	726.00 \$
Inventaire	410.00 \$	440.00 \$	484.00 \$	535.00 \$
Total	970.00 \$	1,040.00 \$	1,144.00 \$	1,261.00 \$
Passifs courants				
Fournisseurs	285.00 \$	300.00 \$	330.00 \$	363.00 \$
Autres passifs d'exploitation	140.00 \$	150.00 \$	160.00 \$	170.00 \$
Besoin en Fonds de roulement	545.00 \$	590.00 \$	654.00 \$	728.00 \$

Estimation des flux disponibles aux bailleurs de fonds

FCFF	1	2	3
Bénéfice Net	240.00 \$	349.30 \$	429.57 \$
+ Amortissement	300.00 \$	320.00 \$	340.00 \$
+ Intérêts (1-Tc)	60.00 \$	63.00 \$	66.15 \$
- Dépenses d'investissement.	(400.00) \$	(470.00) \$	(552.00) \$
-Variation du BFR	(45.00) \$	(64.00) \$	(74.00) \$
FCFF	155.00 \$	198.30 \$	209.72 \$

DCF-Exemple

- Nous sommes le 1^{er} janvier 2017, et on vous les éléments suivants sur l'entreprise Target Inc.
- Hypothèses:
 - Durée du plan d'affaires (horizon explicite): 7 ans
 - Croissance du CA: 3% par an sur l'horizon
 - Marge d'EBITDA= 12% du CA. On prévoit une hausse de 0.5% par an par la suite avec une stabilisation à 14%.
 - Amortissement: 4.4% du CA
 - BFR: 10% du CA (constant)
 - Taux d'imposition: 35%
- Vous avez estimé le CMPC à 9%.
- Calculer les FCFF sur la durée du plan d'affaires.

DCF-Plan d'affaires explicite-Exemple

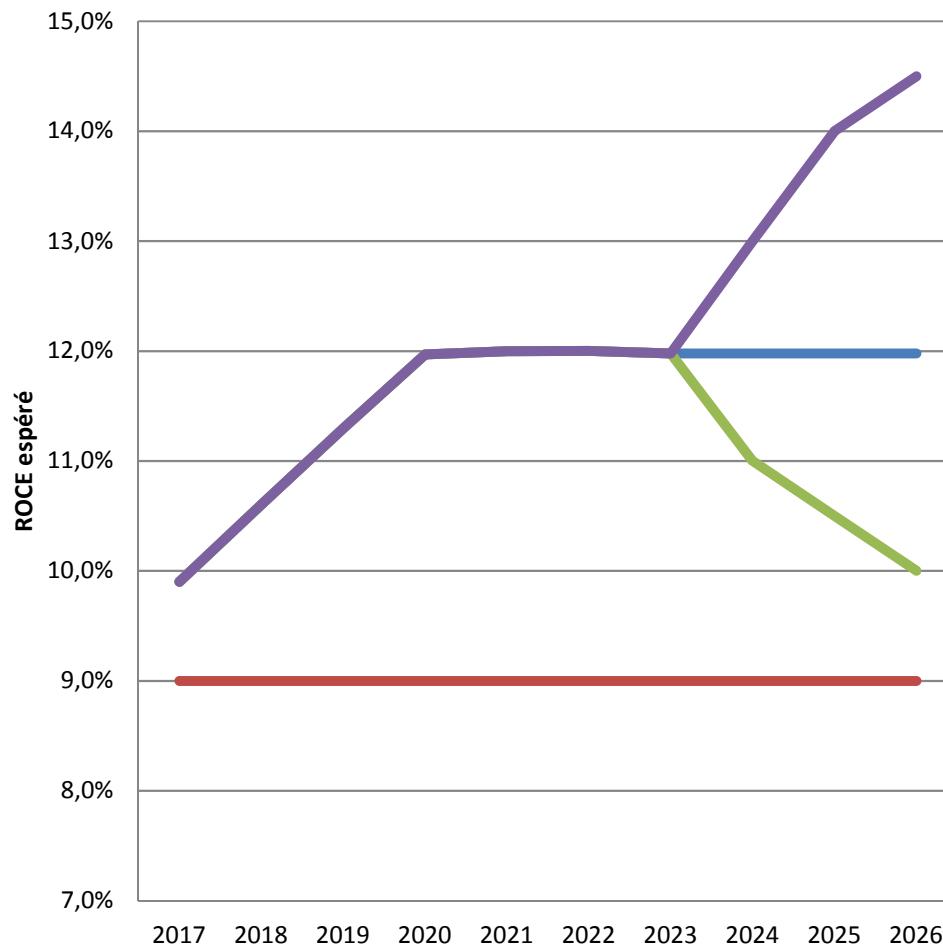
	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Etat des résultats								
Chiffre d'affaires		6000						
% croissance								
EBITDA		720						
Marge brute		12%						
Amortissements								
% du CA		4.4%						
EBIT								
Bilan								
Immobilisations		2625						
BFR		600						
% du CA		10%						
Actif Economique		3225						
% du CA		54%						
ROCE								
FCFF								
EBIT								
Impôt								
Taux d'impôt		35%						
Amortissement								
Variation BFR								
Investissements		300						
Taux de croissance		5%						

DCF-Plan d'affaires explicite

- Le calcul de la valeur terminale joue un rôle **déterminant**:
 - Il n'est pas rare qu'elle représente 60 à 70% de la valeur. Ce sera souvent la conséquence d'hypothèses agressives du plan d'affaires (forte croissance, peu d'investissement...), et de l'utilisation d'un CMPC faible.
 - Enjeu significatif à la fois pour l'évaluation et la négociation.
- La valeur terminale peut s'estimer:
 - Au moyen de l'actualisation d'un flux de trésorerie de référence, qui peut ou non croître à l'infini avec un taux de croissance constant. Ce flux de référence doit refléter la capacité de l'entreprise à produire des flux de trésorerie à long terme. Il doit être en adéquation avec la politique d'investissement de l'entreprise, et ses perspectives de croissance.
 - Utilisation d'un multiple de sortie explicite.
Exemple: Dans l'exemple précédent, calculer la valeur terminale sur la base d'un multiple d'EBIT de 8 fois en 2023.
Voir tableau: $8 * \text{EBIT}_{2023e} = 8 * 708 = 5667$
 - Valeur comptable de l'actif économique

DCF-Plan d'affaires explicite

Evolution de la rente économique



DCF-Plan d'affaires explicite

Estimation de la valeur terminale:

- Faire l'hypothèse d'un flux de référence sans croissance revient à assumer que:
 - L'entreprise est dans une phase de maintien de son outil de production en l'état (les investissements sont égaux aux amortissements annuels)
 - Le BFR rest constant
 - L'entreprise a atteint un niveau de marge qui restera constant (proche de celui de l'industrie)
 - La rente économique se maintiendra au même niveau.

Application: dans l'exemple précédent:

$$V_T = \frac{FCFF_{2024}}{CMPC}$$

- Avec croissance, la formule devient:

$$V_T = \frac{FCFF_{Reference\ 2024}}{CMPC - g}$$

DCF-Plan d'affaires explicite

- On peut dès lors calculer la valeur d'entreprise:

$$VE = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_i}{(1 + CMPC)^i} + \frac{V_T}{(1 + CMPC)^T}$$

Avec T la dernière année du plan d'affaires explicite

- La valeur des capitaux propres est alors calculée à partir de la valeur d'entreprise, par ajustements:
 - On soustrait la valeur de marché de la dette, des intérêts minoritaires, des provisions pour restructuration (non prises en compte dans les flux)...
 - On ajoute la valeur des actifs hors exploitation, des investissements dans d'autres sociétés,
- Cette méthode se prête parfaitement à des analyses de sensibilité, afin de tester divers scenarios. Il permet aussi de se faire une idée de la sensibilité de la valeur obtenue à certains paramètres (inflation espérée, croissance du CA, évolution des marges, CMPC)
- Il s'agira alors d'aboutir à une fourchette de valorisation.

Méthode d'évaluation par les flux disponibles aux bailleurs de fonds (FCFF)

- **Avantages :**
 - La méthode tient compte de l'évolution future de l'entreprise (logique VAN)
 - La méthode inclut une valeur résiduelle (terminale) à la fin de la période d'actualisation
 - Particularité, on exclut les actifs excédentaires ou évènements non récurrents avant d'actualiser. On les rajoutera à la fin
 - Comme l'élément clé est les « flux », la méthode est applicable surtout pour les entreprises dont les flux sont « prévisibles »
 - Comme on a ajouté les investissements de croissance, il fait être capable d'estimer cette croissance de flux, sinon à quoi bon!

Méthode d'évaluation par les flux disponibles aux bailleurs de fonds (FCFF)

- **Désavantages :**
 - La méthode tient compte de l'évolution future de l'entreprise, **mais quelle est la pertinence de cette estimation?**
 - La méthode inclut une valeur résiduelle (terminale) à la fin de la période d'actualisation, **mais quelle est la pertinence de l'estimation du taux de croissance infini?**

DCF-Impact du taux de croissance

Différence entre le WACC et le taux de croissance	Valeur Terminale (en millions)	Delta %
3.00%	33	
4.00%	25	-25%
5.00%	20	-20%
6.00%	17	-17%
7.00%	14	-14%

Source: DePamphilis (2015)

Méthode d'évaluation par les flux disponibles aux bailleurs de fonds (FCFF)

- **Limites de la méthode**
 - Caractère discrétionnaire des investissements CT vs effet LT :
 - le fait d'avoir plus ou moins d'investissement à une année donnée sur la période change la valeur obtenue
 - Le taux d'actualisation constant est le CMPC
 - Problème des pondérations, qui devraient être en valeur marchande et qui varient sur la période selon qu'il y ait plus ou moins d'endettement. Parfois on utilise deux CMPC, un premier CMPC pour la période de prévision explicite, et un second plus faible pour la valeur terminale

Méthode d'évaluation par les flux disponibles aux actionnaires

- **les flux résiduels qui reviennent aux actionnaires**
 - Les flux disponibles après paiement des obligations financières
 - Intérêts
 - Dividendes privilégiés
 - Flux net de financement par dette
 - Le taux d'actualisation : r_e , le coût exigé par les actionnaires

Méthode d'évaluation par **les flux disponibles aux actionnaires (FCFE)**

- **Les étapes :**
- Estimer **les flux résiduels qui reviennent aux actionnaires** sur une base annuelle sur l'horizon d'évaluation (5 ans, voir 10 si...)
- Actualiser chacun des flux
- Estimer la valeur terminale en fin d'horizon
- Actualiser la valeur terminale
- Additionner le total des flux actualisés
- Ajuster pour les éléments non récurrents, hors bilan

Estimation des flux disponibles aux actionnaires

• Le calcul des flux libérés pour l'actionnaire

Ventes
- Coûts
- Amortissement
Bénéfice avant intérêt et impôt (BAII)
- Intérêts
Bénéfice avant impôt (BAI)
- impôt
Bénéfice net (BN)

Bénéfice net (BN)
+ amortissement
- investissement dans le FDR
- Investissements en immobilisations
+ emprunt net
Flux monétaires libérés pour l'actionnaire

Estimation des flux disponibles aux actionnaires

On peut estimer le FCFE de deux façons:

Méthode 1: On estime les flux libérés pour les actionnaires à partir des FCFF estimés précédemment:

FCFE	1	2	3
FCFF	155.00 \$	198.30 \$	209.72 \$
- Intérêts (1-Tc)	(60.00) \$	(63.00) \$	(66.15) \$
+ Emprunt Net	75.00 \$	127.00 \$	243.00 \$
FCFE	170.00 \$	262.30 \$	386.57 \$

Estimation des flux disponibles aux actionnaires

On peut estimer le FCFE de deux façons:

Méthode 2: On estime les flux libérés pour les actionnaires directement:

FCFE	1	2	3
Bénéfice Net	240.00 \$	349.30 \$	429.57 \$
+ Amortissement	300.00 \$	320.00 \$	340.00 \$
- Dépenses			
d'investissement.	(400.00) \$	(470.00) \$	(552.00) \$
-Variation du BFR	(45.00) \$	(64.00) \$	(74.00) \$
+ Emprunt Net	75.00 \$	127.00 \$	243.00 \$
FCFE	170.00 \$	262.30 \$	386.57 \$

Estimation des flux disponibles aux actionnaires

Bénéfice net	NI
+ amortissement	+ NCC
+ intérêts $(1 - T_c)$	+ interest $(1 - T_c)$
- Variation du besoin en fonds de roulement	- Δ NWC
- Investissement en immobilisations	- inv
= Flux libérés pour l'entreprise	= FCFF

Flux libérés pour l'entreprise	FCFF
- intérêts $(1 - T_c)$	- interest $(1 - T_c)$
+ Emprunt net	+ net borrowing
= Flux monétaires pour l'actionnaire	= FCFE

Bénéfice net	NI
+ amortissement	+ NCC
- Variation du besoin en fonds de roulement	- Δ NWC
= Flux de trésorerie d'exploitation	= CFO

Évaluation fondée sur la valeur des actifs

- **Principe de base:**
 - La valeur marchande des actifs nets ajustés est égale à la valeur marchande des actifs moins la valeur marchande de toutes les dettes
- **Plusieurs méthodes:**
 - *Valeur de liquidation* sert au calcul d'une valeur plancher
 - *L'avoir des actionnaires réajusté* (AAR) est la valeur de l'investissement nécessaire pour démarrer une entreprise identique, avec l'hypothèse de continuité d'exploitation
 - Aucune de ces méthodes n'incorpore directement une prime de contrôle

Valeur de liquidation

- La liquidation peut être involontaire, résultat d'une banqueroute ou volontaire, si ses propriétaires pensent qu'elle vaut plus.
- Les analystes calculent souvent la valeur à la casse de la société dans la perspective de sa liquidation.
- Les analystes font souvent l'hypothèse que les actifs de qualité peuvent être vendus pour 80 ou 90% de leur valeur comptable.
- Stocks peuvent être vendus pour 80-90% de leur valeur comptable, en fonction de leur degré d'obsolescence (une situation d'urgence pourrait faire baisser cette valeur à 60-65%).
- La valeur liquidative des machines varie grandement en fonction de leur âge et condition. Les terrains peuvent être une source de valeur supplémentaire, tant ils sont souvent sous-évalués.
- Faire attention aux passifs hors bilan!

Valeur de liquidation

- Limited Options Corporations est en faillite et ses créanciers ont estimé sa valeur de liquidation en cas de vente.
- L'exemple n'incorpore pas les frais légaux, ou les indemnités de licenciement qui peuvent être substantielles.

Elément du bilan	Valeur comptable (\$ million)	Valeur de liquidation (\$ million)
Liquidités	100	100
Crédit Clients	500	450
Stocks	800	720
Equipements (après amortissement)	200	60
Terrains	200	300
Actifs Totaux	1800	1630
Total Dettes	1600	1600
Capitaux propres	200	30

Évaluation fondée sur la valeur des actifs

- **L'avoir des actionnaires réajusté (AAR)**
 - Repose sur une approche par les coûts de remplacement
 - Principe de substitution:
 - « un investisseur prudent ne payera pas pour un actif plus que le coût de production d'un bien de substitution de même utilité ».

Évaluation fondée sur la valeur des actifs

- **L'avoir des actionnaires réajusté**
 - **Principe :**
 - les actifs et passifs d'une société sont ajustés pour déterminer la valeur de marché de l'entreprise.
 - **Étapes**
 - Bilan le plus proche possible de la date d'évaluation
 - Ajuster le bilan pour tous les éléments manquants (le hors-bilan) ou le mettre à jour
 - Retraiter tous les actifs corporels et incorporels pour prendre leur « juste valeur de marché » en considération
 - Ajuster toutes les dettes à leur juste valeur de marché
 - Déduire de la JVM totale des actifs la JVM de toutes les dettes pour obtenir la JVM des fonds propres (liquide + contrôle).
 - Tester la vraisemblance des valeurs obtenues
 - Appliquer les décotes éventuelles

Évaluation fondée sur la valeur des actifs

- **L'avoir des actionnaires réajusté**
 - Avantages :
 - Facile à appliquer
 - Tous les actifs identifiés sont pris en considération
 - Inconvénients :
 - Les actifs incorporels sont difficiles à évaluer
 - Souvent sous-estime la valeur (actifs incorporels non identifiables)
 - Existe-t-il des engagements hors bilan?

Évaluation fondée sur la valeur des actifs

- **Remarque : l'avoir des actionnaires réajusté**
 - Pour certaines entreprises, l' AAR peut être utilisée seule, car la valeur de l'entreprise est essentiellement liée aux actifs tangibles
 - Entreprise de placement
 - Entreprise dans l'immobilier
 - Mais également, cette méthode est recommandée
 - Les sociétés holding,
 - Les sociétés en liquidation,
 - Les sociétés présentant de lourds bilans (sociétés industrielles, métallurgiques, ...).
 - Les associations à but non lucratif,
 - Les sociétés en perte ou au point mort
 - L' AAR indique alors la valeur de l'investissement à faire si vous voulez créer une nouvelle entreprise avec la même structure financière
 - Valoriser chacun des actifs séparément peut amener à sous-évaluer de manière importante la valeur de l'entreprise.

Ex: la valeur d'un constructeur automobile devrait refléter la valeur finale des automobiles qui sortent de la chaîne de production plutôt que la somme de la valeur de remplacement de l'ensemble des machines utilisées pour produire ces véhicules!