



**AZIZ GHIYATI**

**EXPERT-COMPTABLE,  
COMMISSAIRE AUX  
COMPTES.  
DIPLOMÉ D'EXPERTISE  
COMPTABLE DE JUSTICE.  
ÉVALUATEUR  
D'ENTREPRISES CERTIFIÉ  
(CCEF PARIS & NYU  
STERN SCHOOL OF  
BUSINESS).  
MEMBRE DU COLLÈGE  
FRANÇAIS DES  
ÉVALUATEURS  
D'ENTREPRISES.**

# LE MÉLI-MÉLO DE L'ÉVALUATION DES ENTREPRISES NON COTÉES EN GÉNÉRAL ET DES PETITES ENTREPRISES EN PARTICULIER

LA VALEUR INTRINSÈQUE D'UNE ENTREPRISE EST LA VALEUR ACTUELLE DE SES  
CASH-FLOWS FUTURS COMPTE TENU DES RISQUES ET DE LA CROISSANCE.



# Introduction

La valeur intrinsèque d'une entreprise est la valeur actuelle de ses cash-flows futurs compte tenu des risques et de la croissance.

Ces trois paramètres sont retenus en valeurs de marché, ce qui renvoie généralement aux entreprises cotées.

La question se pose alors de savoir si une entreprise non cotée présente les mêmes caractéristiques qu'une entreprise cotée : même déterminants des cash-flows, même mesure du risque et de croissance, même liquidité des titres.

La pratique en pareil type d'évaluation est de travailler avec les valeurs de marché et ensuite appliquer une décote ou bien augmenter le coût des fonds propres ou parfois les deux à la fois !

En réalité, l'approche devrait être adaptée selon le contexte et l'analyse des performances de l'entreprise non cotée.

Les performances de l'entreprise non cotée et le contexte de son évaluation sont des éléments essentiels, car ils permettent à l'évaluateur de se projeter et d'appliquer des ingrédients adaptés. En effet, ces ingrédients seront fondamentalement différents selon la manière dont l'entreprise non cotée génère ses performances et le profil de l'investisseur (acheteur individuel, fonds d'investissements, entreprise cotée, investisseur long terme ou court terme...).

L'objectif de cet article est de démystifier ce sujet et de proposer une méthode d'analyse structurée de façon à évaluer une entreprise non cotée en toute sérénité.

---

# Le processus

Sur les principes, le processus d'évaluation\* d'une entreprise non cotée ne diffère guère de celui d'une entreprise cotée. On réalise un travail préalable qui consiste à comprendre comment l'entreprise génère des performances et on statue en conséquence. On utilise ensuite exactement les mêmes paramètres (Cash-flows, risque, et croissance) en prenant soin d'introduire quelques adaptations pour tenir compte des problématiques posées par le profil de l'investisseur.

Enfin, on procède à quelques retraitements nécessaires des données financières de l'entreprise pour qu'elle reflète des performances qu'il est possible de mesurer de la même manière qu'une entreprise cotée.

En effet, les deux principales difficultés qui surgissent sont :

1. D'abord l'absence de valeurs de marché, notamment :
  - La donnée essentielle qui permet de pondérer le risque : le rapport dettes sur Fonds propres ;
  - Le cours de l'action qui permet de vérifier si l'entreprise est surévaluée ou sous-évaluée ;
  - Le Bêta de l'action (bien que cette question soit discutable);
  - Et parfois le coût de la dette lorsque des obligations sont émises par l'entreprise cotée.
2. Et ensuite les difficultés de mettre à niveau les données financières pour bien appréhender les performances de l'entreprise (gestion des leasings, des multiples cumulés de fonctions, notamment du dirigeant, de l'absence de données consolidées, de la limite entre le salaire et les dividendes...).



## Le profil de l'investisseur

Dans certaines activités le seul choix dont dispose le vendeur est de vendre à un investisseur qui n'est pas diversifié en raison des qualifications professionnelles nécessaires (Architecte, Expert-comptable, Avocat, Notaire, Médecin...). Or il est évident que le prix que le vendeur peut obtenir de la cession de son entreprise sera différent selon que l'acquéreur soit un individuel, un fonds d'investissement ou une entreprise cotée en raison des problématiques liées à la diversification du portefeuille et à l'illiquidité.

En effet, l'entreprise cotée ne se soucie pas de l'illiquidité, car celle-ci est régulée par le marché qui lui affecte un coût appelé Bid-Ask Spread qui fait qu'en fine, selon le profil de l'entreprise (volume des transactions, performances de l'entreprise notamment), l'acquéreur va payer un prix plus ou moins élevé.

Par conséquent, selon que la transaction porte sur une entreprise cotée ou non, les questions de diversification et d'illiquidité surgissent et rendent l'exercice d'évaluation un peu plus complexe.

---

# Le profil de l'investisseur (Suite)

## L'investisseur est un individuel (ou non diversifié)

### 1<sup>er</sup> challenge : déterminer le coût du capital (WACC)

Les problématiques posées lors de la détermination du WACC sont liées à l'estimation du risque, du coût de la dette et du rapport dette/fonds propres. Le taux sans risque ne pose pas de difficultés ici.

### Problématique du risque

Chacun sait que le risque retenu pour les besoins du calcul du coût des fonds propres est le risque du marché, en raison de la théorie qui sous-tend cette notion en évaluation, notamment le CAPM qui demeure la référence en la matière.

Cette théorie est construite sur le principe que l'investisseur en bourse est nécessairement diversifié et de fait, il ne fait face qu'au risque systématique (risque du marché) qui est commun à toutes les entreprises. C'est ce risque qui est mesuré par le fameux Bêta. Le Bêta indique combien une entreprise peut-être plus ou moins risquée que les autres.

Par conséquent, l'évaluateur affecte d'office un coût des fonds propres plus élevé pour l'entreprise non cotée.

En réalité, cela n'est qu'une intuition tant que le contexte de l'évaluation n'est pas défini : Qui projette d'acheter l'entreprise ?

Autant l'effet sur la valeur peut paraître évident dans le cas d'une cession d'une activité où l'intuitu personae est fort, autant la frontière est difficile à situer lorsqu'il s'agit d'une cession d'une entreprise qui ne se caractérise pas par cette particularité. Mais dans les deux cas, l'investisseur non diversifié va percevoir un risque élevé.

La question est de savoir comment tenir compte de ce risque ?

Dans la pratique, il n'est pas rare de voir un coût du capital calculé sur la base de valeurs de marché et augmenté d'une prime additionnelle de 10%, 15% ou 20% voire plus, pour tenir compte de ce phénomène.

La difficulté avec ce raisonnement est qu'il n'est basé sur aucune donnée tangible.

L'alternative crédible à ce raisonnement réside dans la définition même du risque en finance d'entreprise.

En effet, contrairement à l'investisseur diversifié, l'investisseur non diversifié fait face à la fois au risque systématique (risque de marché) et au risque propre à l'entreprise. Le risque systématique étant mesuré grâce au Bêta, un coefficient de corrélation ( $R^2$ ) se trouve attaché à ce risque pour indiquer la part du risque qui s'explique par le marché.

---

Pour illustrer ceci, supposons que le Bêta sectoriel de la cible est de 1,2 et que le coefficient de corrélation attaché à ce Bêta est de 0,5. Cela voudrait dire que 50% du risque trouve sa source dans le marché. Il en ressort que le risque total (risque du marché et risques spécifiques à l'entreprise) serait dans ce cas de 2,4 ( $1,2/0,5$ ) et c'est exactement le risque auquel un investisseur non diversifié est exposé. En d'autres termes, cet investisseur va voir deux fois plus de risques dans la cible qu'un autre investisseur qui serait diversifié. Il arrive parfois que le coefficient de corrélation soit trop bas, par exemple 25%, cela veut dire que l'investisseur non diversifié sera exposé à quatre fois plus de risque que l'investisseur diversifié.

### **Problématique de la dette**

La cible n'étant pas cotée, nous n'avons pas la valeur de marché du coefficient « dette/fonds propres » nécessaire pour réendetter le Bêta. L'hypothèse qui s'impose ici est de retenir le coefficient sectoriel partant du principe que si la structure non cotée était gérée normalement, elle aurait une structure de financement similaire à la moyenne de son secteur.

S'agissant du coût de la dette, à l'instar de la majorité des entreprises cotées, l'entreprise non cotée ne dispose pas d'une notation affectée par une agence (S&P ou Moody's par exemple). Par conséquent, il n'est pas possible d'obtenir le coût de la dette en lecture directe.

Si l'entreprise a souscrit récemment un emprunt et que dans l'intervalle, les paramètres pouvant agir sur le taux affecté par la banque n'ont pas changé, il est possible de retenir le dernier taux d'emprunt obtenu. Autrement, une manière simple d'estimer le coût de la dette est de retenir ce que les banques utilisent comme ratios pour affecter un spread de taux et notamment le taux de couverture des intérêts.



Il existe une table de correspondance qui permet d'obtenir le spread de taux en fonction du taux de couverture des intérêts de l'entreprise. Il suffit d'ajouter ce spread de taux au taux sans risque pour obtenir le coût de la dette applicable à l'entreprise.

En définitive, une fois le risque ajusté et la dette dimensionnée correctement, on peut obtenir un coût du capital qui reflète le rendement minimum attendu pour un investisseur non diversifié. Les autres paramètres ne posent aucune difficulté particulière.



---

## **2ème challenge : retraiter les données financières de la cible**

Les données financières des structures non cotées sont insuffisamment documentées et ne permettent pas de visualiser correctement les performances de l'entreprise en termes de résultat d'exploitation et retour sur investissements.

Pour mesurer correctement le résultat d'exploitation d'une entreprise non cotée\*, encore faut-il que les coûts et les marges soient construits de la même manière qu'une entreprise cotée (retraitement de la R&D, des leasings et loyers par exemple).

Ces retraitements agissent non seulement sur le résultat d'exploitation, mais aussi sur le total des capitaux investis et par conséquent sur le rendement de ces capitaux.

## **3ème challenge : gérer l'impact de l'homme clé dans les petites entreprises**

Dans les petites entreprises, le cumul des fonctions est souvent très important. Il est ainsi nécessaire de se faire décrire les différentes activités composant la chaîne de valeur de l'entreprise pour identifier les fonctions exactes du dirigeant. En effet, il n'est pas rare de voir ce dernier occuper à la fois les fonctions marketing, comptabilité, commerciale, après-vente...

Dans le cadre de l'évaluation d'une petite entreprise, il est important de mettre des chiffres en face des fonctions occupées par le dirigeant de manière à modéliser correctement les résultats d'exploitation pour pouvoir statuer sur les performances de l'entreprise.

L'autre difficulté liée à l'homme clé est l'intuitu personae. En effet, céder un cabinet médical ne relève pas du même exercice que de vendre l'épicerie du coin de la rue. La clientèle étant attachée à la personne du cédant, une difficulté supplémentaire née de ce type de transactions. Pour gérer cette difficulté, le cédant et le cessionnaire prévoient généralement une clause d'accompagnement du cessionnaire par le cédant pendant une certaine durée, mais cela n'efface pas définitivement ce risque. Enfin, le risque de rétablissement du cédant n'est pas neutre lorsque le projet de contrat ne prévoit pas l'interdiction pour le cédant de créer une entreprise concurrente.

Ces deux derniers points peuvent faire l'objet d'une décote calculée selon des statistiques lorsqu'elles existent ou selon la loi de Pareto, considérant que l'acquéreur a 80% de chance de garder sa clientèle et 20% de la perdre.

Ces deux derniers points sont souvent gérés dans le cadre de contrats de vente.

A ce stade, le risque est correctement estimé, les coûts et les marges modélisés, il ne reste que la croissance à estimer qui est aussi fonction de la politique d'investissement. Ce dernier point ne diffère pas de la méthodologie utilisée pour évaluer les entreprises cotées.

---

#### **4ème challenge : Estimer la décote de l'illiquidité**

La lecture de cette problématique diffère selon que l'investisseur soit un investisseur sur le long terme ou le court terme.

Si la cible n'est pas performante, la décote d'illiquidité attendue sera haute dans les deux cas.

Si la cible est performante et que l'investisseur est un investisseur dans le court terme, la décote d'illiquidité attendue sera haute.

Par conséquent, il n'est pas possible d'envisager une décote d'illiquidité fixe de l'ordre de 30% comme on peut le rencontrer ici et là dans des rapports d'évaluation. Cette décote se base sur les résultats d'observations statistiques\* qui mettent en évidence une fourchette allant de 14,6% à 35,6%. Cette décote est calculée en faisant la différence entre le cours des actions cotées d'une société et le prix payé pour des actions de la même société qui sont indisponibles (Restricted stocks) qui sont des actions indisponibles pendant 2 ans). Aux Etats-unis, la règle 144 de la SEC permet la cession d'un nombre limité d'actions de ce type à des investisseurs hors cote.

D'autres études ont visé la différence entre le prix des transactions pré-IPO et le prix fixé pour l'IPO, pour calculer ce que devrait être la décote d'illiquidité.

Mais ces statistiques donnent une fourchette trop large.

En réalité, la décote d'illiquidité dépend du profil de l'investisseur et des performances de l'entreprise.

Une étude intéressante de William Silber met en évidence une prédiction de ce que devrait être une décote sur la base d'une régression linéaire multiple retenant comme variables explicatives :

- Les revenus de l'entreprise non cotée,
- Le pourcentage des actions gratuite par rapport au total des actions de l'entreprise cotée,
- Les résultats positifs ou négatifs de l'entreprise cotée,
- S'il y a ou non une relation d'affaires entre l'investisseur et l'entreprise concernée.

Cette technique a été retenue par Damodaran qui l'a développée en observant ce qui agit sur l'illiquidité des entreprises cotées, savoir les bid-ask spreads. Il en a tiré une conclusion simple et convaincante.

En effet, les acheteurs et vendeurs sur un marché finissent par tomber d'accord sur un prix.

Ce prix se situe entre le prix maximum que l'acheteur s'est fixé et le prix minimum que le vendeur s'est fixé.

Ce prix est fonction d'un nombre limité de paramètres.

Cette conclusion faite, il suffisait de faire des prédictions avec comme variable expliquée, le Bid-Ask Spread (en % du prix de transaction) et comme variables explicatives des variables qui pourraient être observées chez des entreprises non cotées (sauf le volume de transactions) :

- Les chiffres d'affaires annuels,
- Les résultats positifs ou négatifs de l'entreprise cotée (codés Zéro ou Un)
- La trésorerie en % de la valeur d'entreprise,
- Le volume des transactions (volume en valeur des transactions mensuelles/valeur d'entreprise).

Il suffisait ensuite d'appliquer les variables de l'entreprise non cotée à l'équation de régression calculée en utilisant le chiffre zéro à la dernière variable (Volume) pour prédire ce que devrait être la décote d'illiquidité pour une entreprise non cotée.

\*Michael Maher étude sur la base de 34 transactions réalisées entre 1969 et 1973 montrant une décote moyenne de 35%.  
FMV Opinions Inc. 2001 sur une base de 78 transactions (SEC Range 3000s) avec une décote moyenne de 24%  
Management Planning Inc. 2000-2007 avec 1600 transactions et une décote moyenne de 14,6%  
Robert Moroney 1968-1972 avec 146 transactions et une décote moyenne de 35,6%  
Bajaj, Denis, Ferris et Sarin, 1990-1995 avec 88 transactions et une décote moyenne de 22%

\*\*Financial Analysts Journal / July-August 1991

---

# Le profil de l'investisseur (Suite)

## L'investisseur est un investisseur diversifié (cas de rachat par un groupe coté)

Ce cas de figure est simple à gérer puisque les challenges 2 et 3 restent les mêmes et les 1 et 2 décrits dans le premier profil n'ont plus lieu d'être, car les investisseurs dans la structure cotée sont supposés être diversifiés.

## L'entreprise se dirige vers un IPO

Dans ce cas, il y a lieu de comprendre l'objectif poursuivi par l'introduction en bourse. Généralement le document de référence fait état de l'utilisation des fonds qui seront levés.

Plusieurs situations peuvent apparaître en pareil cas :

- Dans l'immense majorité des situations, l'entreprise déclare que les fonds seront utilisés pour consolider la croissance. Le cash qui sera reçu restera dans l'entreprise. Ce cash est donc à ajouter à la valeur obtenue après avoir procédé comme indiqué au point II-1.
- Parfois, la société déclare que les fonds seront utilisés pour se désendetter. Dans ce cas, il suffit de réduire la dette pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.
- Enfin, parfois, il est question de « sortir » des investisseurs (cash out). Dans ce cas, ce point doit être sans impact sur l'évaluation.

# Conclusion

Évaluer une petite entreprise ou une entreprise non cotée est un exercice simple. Il suffit de s'y atteler avec méthode.

La méthodologie suivie dans le cadre de l'évaluation d'une entreprise cotée est la même. Ce sont les paramètres liés au risque et la modélisation des cash-flows qu'il faut généralement adapter.