

L'évaluation d'entreprise

en pratique



Les différentes méthodes d'évaluation

Denis Karpicek

L'évaluation d'entreprise en pratique

Guide pratique pour
les dirigeants de PME

ÉDITEUR

Denis Karpicek
CP 411 Bureau Chef
Saint-Bruno-de-Montarville, Québec
J3V 5G8
CANADA

www.karpicek.net
Courriel : denis@karpicek.net

CATALOGAGE AVANT PUBLICATION DE BIBLIOTHÈQUE ET
ARCHIVES NATIONALES DU QUÉBEC ET BIBLIOTHÈQUE ET
ARCHIVES CANADA

Karpicek, Denis, 1964-

L'évaluation d'entreprise en pratique
Guide pratique pour les dirigeants de PME

ISBN 978-2-923883-00-7

Dépôt légal – 4^e trimestre 2010
Bibliothèque et archives nationales du Québec
Bibliothèque et archives du Canada.

Copyright Denis Karpicek

Table des matières

1. Présentation de l'auteur	1
2. Introduction	7
2.1 Quand faire une évaluation	11
2.2 Les principes de base	15
2.3 Les différentes valeurs	17
2.4 Les différentes méthodes.....	20
3. Méthode par l'évaluation des actifs	23
3.1 Valeur liquidative.....	25
3.2 Actifs nets réévalués.....	26
4. Méthodes basées sur le rendement	33
4.1 La capitalisation des bénéfices.....	36
4.2 La capitalisation des flux monétaires	42
4.3 L'actualisation des flux monétaires	45
5. Méthodes par le marché	59
5.1 Méthode des multiples boursiers.....	61
5.2 Méthode des comparables	64
5.3 Les différents ratios.....	65
6. Les différentes sources de données	67
7. Conclusion	71
Références	75
Lexique	77

1. Présentation de l'auteur

Présentation de l'auteur

Denis Karpicek est analyste financier senior et conseiller en transmission d'entreprises. Son champ de compétences est relié à la planification d'acquisition des entreprises (stratégie d'acquisition), à l'évaluation d'entreprises et de titres, et est spécialisé dans la planification de la relève des PME (2M\$ à 100M\$). Il est aussi très actif dans le développement des affaires.

Il possède un MBA avec une concentration en finance corporative, est diplômé de l'Université du Québec à Montréal et détient une spécialisation de 2^e cycle en évaluation d'entreprises de l'Université Laval. Sa formation d'études comptables supérieures a été complétée à l'Université Lumière Lyon II.

Il détient un Post-MBA en financement des entreprises, orienté sur la problématique de la transmission des entreprises et la relève des PME.

Il est à l'origine, et a dirigé l'élaboration d'un rapport d'analyse détaillé abordant tous les aspects et les éléments essentiels relatifs au succès d'une vente d'entreprise au Québec.

L'évaluation d'entreprise en pratique

Denis Karpicek a débuté son expérience professionnelle en Europe dans le domaine de l'expertise comptable, et, pendant près de dix années, a été conseil financier et stratégique dans le domaine de la transmission et du financement des PME (notamment l'industrie mécanique et la plasturgie)

Il travaille actuellement comme consultant avec des partenaires d'affaires renommés (intermédiaires, banquiers, développement) dans le cadre de missions ponctuelles et enseigne la finance corporative.

Il participe aussi à différents comités de travail abordant l'achat et la vente des entreprises et est le correspondant international des échanges d'affaires entre le Canada et les investisseurs européens (14 pays membres de l'Union Européenne).

Ses champs de spécialisation et d'intérêts sont les suivants :

- Acquisitions, fusions et cessions d'entreprises
- Évaluations des entreprises et des titres
- Financement et ingénierie financière (inclus capital de risque)
- Planification stratégique

L'évaluation d'entreprise en pratique

- Rapprochements d'entreprises

Pour informations complémentaires :

www.karpicek.net

2. Introduction

Introduction

Quelle est la valeur de mon entreprise ?

C'est une question souvent posée par les dirigeants d'entreprises, car la résultante est souvent l'élément central qui va diriger la prise de décision et influencer la continuité des affaires.

La détermination du prix de vente d'une entreprise constitue souvent une étape délicate à fixer et le résultat peut varier selon les contextes de négociation.

Plusieurs éléments entrent dans le prix de vente, mais la détermination de la valeur intrinsèque constitue le départ des discussions entre les différentes parties.

Depuis quelques années, l'évaluation des entreprises fait l'objet de travaux assez poussés, et le développement des éléments intangibles liés aux nouvelles technologies ne facilite pas cette mesure, pourtant primordiale dans la vie des affaires.

L'évaluation d'entreprise en pratique

Des points de vue différents

Lorsqu'une entreprise est en vente, le vendeur et l'acheteur ont des intérêts diamétralement opposés et leur perception va attribuer des valeurs différentes à la même entreprise.

Le vendeur regarde le chemin parcouru à travers le temps et les tendances. Par conséquent, son évaluation est souvent tournée vers le passé. De plus, il n'a pas forcément conscience des points faibles de son entreprise, ainsi que la véritable valeur de marché. Les aspects affectifs et psychologiques tiennent une place importante dans la valorisation de l'entreprise.

Du côté de l'acquéreur, l'approche est principalement tournée vers l'avenir et les opportunités futures. Il acquiert un outil de travail, la propriété intellectuelle, une clientèle, un savoir-faire, des produits...

Il est disposé à payer un certain prix, en fonction de ses propres critères, mais le retour sur investissement est un paramètre fondamental pour la continuité de la transaction.

L'évaluation d'entreprise en pratique

L'objectif de ce guide est de fournir aux dirigeants une meilleure compréhension de la valeur afin de mieux préparer la vente de leur entreprise en leur donnant les outils fondamentaux d'évaluation.

Il s'agit de pouvoir planifier le processus de transfert sur de bonnes bases, et ainsi diminuer les incompréhensions liées aux aspects économiques, mais aussi émotionnels. Il servira comme outil de réflexion et de gestion.

Cependant, l'aide d'un évaluateur professionnel est suggérée afin de minimiser les risques d'erreurs, et les pertes de temps.

2.1 Quand faire une évaluation

Avec le rythme sans cesse croissant des transactions d'affaires, l'évaluation d'une entreprise devient une opération de plus en plus fréquente, voire dans certains cas, une étape obligatoire pour réussir et valider les négociations.

L'évaluation d'entreprise en pratique

Les différents cas où une évaluation de l'entreprise est nécessaire sont les suivants :

- **Vente d'une entreprise**

Lorsque le dirigeant d'une PME a le projet de prendre sa retraite et de vendre son entreprise, il doit obligatoirement faire évaluer la compagnie afin de faire une mise en marché efficace et de maximiser la transaction.

Il est très important que le vendeur comprenne que l'évaluation ne constitue pas obligatoirement le prix de vente, mais tout écart entre le prix demandé et la juste valeur marchande doit être justifié.

Par exemple, l'entreprise peut être vendue à un acheteur stratégique, c'est-à-dire une compagnie ou un groupe qui a un intérêt majeur pour investir. Cette différence de prix se justifie par le fait que l'acheteur stratégique pourra absorber cet investissement en bénéficiant d'économies d'échelles (optimisation du réseau de distribution meilleure utilisation des ressources...)

L'évaluation d'entreprise en pratique

- **Acquisition d'une entreprise (en tout ou partie)**

Il s'agit aussi d'un cas classique où l'évaluation est nécessaire. L'acheteur doit valoriser l'entreprise afin d'explorer les différentes alternatives de négociation, et établir des propositions sérieuses et efficaces.

- **Mesure de la performance sur une période donnée**

Cela permet à la direction de pouvoir déterminer si la gestion de l'entreprise a permis d'augmenter l'avoir des actionnaires. Le fait d'avoir des bénéfices n'est pas toujours suffisant pour créer de la valeur. La compagnie doit générer des flux suffisants pour couvrir les charges liées au capital employé.

- **Relève familiale ou succession.**

Le calcul de la juste valeur marchande est nécessaire pour des fins fiscales, mais aussi de financement. Le propriétaire a la possibilité de transférer la compagnie à ses enfants en gelant la valeur des actions à la date du transfert (gel successoral). Cette particularité fiscale est très

L'évaluation d'entreprise en pratique

avantageuse, aussi bien pour le propriétaire (qui peut bénéficier d'un crédit d'impôt de 500 000 \$) que pour les successeurs, mais la valeur de transfert est calculée selon les différentes formes admises d'évaluation.

- **Litiges**

L'évaluation est toujours nécessaire dans les cas de désaccord entre actionnaires, ou lors de divorce. Très souvent, lors de la création de la compagnie, les deux époux sont actifs et ont contribué à la progression de l'entreprise. Lors du divorce, très souvent l'un des deux époux veut garder la compagnie et acheter les actions de son (sa) conjoint(e). Il s'ensuit très souvent des désaccords de nature complexe que le tribunal est chargé d'arbitrer.

Dans le cas d'un litige entre actionnaires, et en l'absence de conventions d'actionnaires, l'arbitrage se fait également devant le tribunal, et le juge exige généralement une évaluation faite par un évaluateur professionnel.

2.2 *Les principes de base*

L'évaluation est en réalité une recherche objective de la vraie valeur, et on aimerait supposer qu'une bonne évaluation reflète la vraie valeur, en développant l'aspect quantitatif.

Malheureusement, la réalité est toute autre, et on s'aperçoit souvent que la valeur trouvée est subjective.

Actuellement, il n'existe aucun moyen de déterminer la vraie valeur avec précision.

Force est d'admettre que chaque entreprise est particulière, et il n'y a pas de « recette miracle ».

Par conséquent, l'évaluateur devra être en mesure de pouvoir défendre non seulement le résultat de son analyse, mais aussi la méthode et le processus employés.

L'évaluation d'entreprise en pratique

Il y a sept grands principes à respecter pour établir une évaluation :

- **Principe 1** : On détermine la valeur à une date précise
- **Principe 2** : La valeur est fonction directe de la capacité de l'entreprise à générer des flux monétaires futurs
- **Principe 3** : Les taux de rendement conditionnent le taux de rendement requis
- **Principe 4** : Plus la valeur des actifs tangibles de l'entreprise est importante, plus la valeur de l'entreprise devrait être importante en situation de continuité d'exploitation
- **Principe 5** : Lorsque la valeur est basée sur les flux, elle peut avoir deux composantes distinctes (valeur commerciale et valeur non commerciale)
- **Principe 6** : Plus il y a d'acheteurs potentiels, plus la liquidité et la valeur de l'entreprise sont grandes
- **Principe 7** : La valeur par action d'une position de contrôle est plus grande que la valeur d'une position minoritaire.

2.3 Les différentes valeurs

Il est fréquent, notamment lors de discussions d'affaires, d'entendre des conversations reliées à la valeur des choses, mais très souvent, chaque interlocuteur a une représentation particulière de la valeur, et parfois, les perceptions peuvent être systématiquement opposées.

C'est pour cette raison, qu'un alignement de la terminologie est nécessaire, afin de pouvoir débiter des négociations non seulement efficaces, mais aussi gagnantes pour les intervenants.

Dans le domaine des affaires, on peut observer les grands types de valeurs, et il est important se référer à la valeur de référence, c'est-à-dire la Juste Valeur Marchande (JVM).

Sa définition est la suivante :

« La JVM est le prix comptant le plus élevé qu'on peut obtenir, compte tenu des conditions générales du marché, lors de la vente d'un bien conclue entre des parties prudentes, bien informées, libres de toute contrainte et sans lien de dépendance ».

Les différentes valeurs généralement rencontrées dans la pratique sont les suivantes :

L'évaluation d'entreprise en pratique

- **La valeur pour le propriétaire**, ou valeur subjective. C'est la valeur d'un bien compte tenu des avantages économiques obtenus ou non que lui procure ce bien. Elle est perçue par un investisseur particulier en fonction de ses besoins et attentes personnels.
- **La valeur sentimentale**, qui est une valeur due à une attitude irrationnelle, non raisonnable ou anormale de la part du propriétaire.
- **La valeur intrinsèque**, qui représente la valeur de l'entreprise hors de toute influence de l'environnement immédiat (par exemple la présence d'un acquéreur éventuel, l'attachement sentimental ou la synergie avec d'autres actifs).
- **La valeur de remplacement**, qui apparaît dans le cas d'un bien dont l'entité se sert pour son exploitation, coût actuel d'acquisition d'un bien d'une capacité, d'un potentiel de production ou de service équivalents au bien que l'on possède.
- **Valeur d'usage**, qui correspond à la valeur d'un ensemble de biens utilisés dans le processus d'exploitation (Par exemple, une chaîne de

L'évaluation d'entreprise en pratique

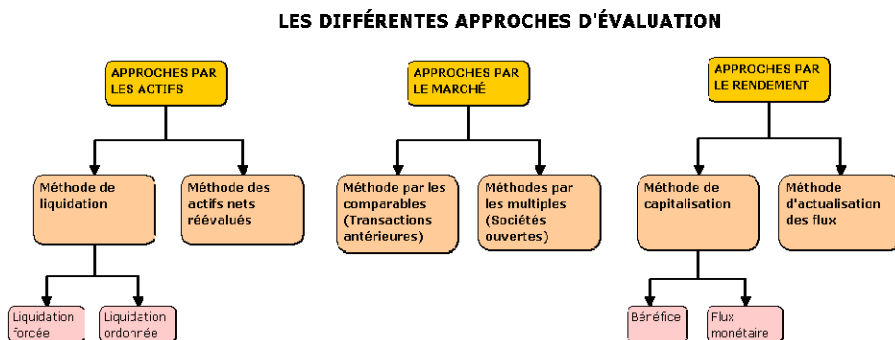
montage vaut plus que les éléments séparés la composant).

- **La valeur d'exploitation**, qui est la valeur d'une compagnie dont l'activité va très probablement se poursuivre.
- **La valeur de liquidation**, qui correspond à la valeur nette pouvant être obtenue si l'entreprise cesse son activité, et que les éléments la composant sont vendus séparément.
- **Valeur pour un acheteur stratégique**, qui est la valeur qu'un acheteur spécial (généralement une entreprise ou un groupe du même secteur d'activité) est prêt à payer. Dans un contexte de marché réel, il doit pouvoir bénéficier de synergie ou d'un avantage concurrentiel en regroupant l'entreprise cible avec la sienne.

L'évaluation d'entreprise en pratique

2.4 Les différentes méthodes

Vue d'ensemble des méthodes



On peut observer trois approches d'évaluation, soit l'approche par les actifs, par le marché et par le rendement :

Approche par l'appréciation des actifs

La première approche est basée sur l'appréciation des actifs, c'est à dire que les éléments intangibles ne sont pas pris en compte.

Approche par rapport au marché

La deuxième approche est basée par rapport au marché avec les méthodes relatives, c'est à dire qu'on utilise un

L'évaluation d'entreprise en pratique

coefficient qui prend en compte les transactions antérieures en rapport avec les entreprises fermées (méthode des comparables).

Il y a aussi la méthode des multiples qui utilise les données de marché des entreprises ouvertes. Ces méthodes sont très utilisées en pratique car elles sont simples, mais elles doivent servir de repère afin de recouper les résultats avec une autre formule.

Approche basée sur la rentabilité

Il s'agit d'une capitalisation ou d'une actualisation, et les variables sont principalement les bénéfices ou les flux monétaires.

Cette méthode étant tournée vers l'avenir, il est important de valider tous les paramètres qui vont déterminer le taux d'actualisation ou de capitalisation, car des écarts importants peuvent apparaître, et rendre les résultats non pertinents.

La méthode de l'actualisation des flux monétaires tend à être plus utilisée, car elle permet de prendre en compte différentes étapes dans l'évolution d'une entreprise.

Cependant, il est important d'être très réaliste sur le taux d'actualisation, mais surtout sur le taux de continuité, car

L'évaluation d'entreprise en pratique

la valeur de perpétuité représente souvent une partie importante de la JVM.

Les flux futurs devront être validés entre autres par une démonstration réaliste de la stratégie marketing, et de la force de l'avantage concurrentiel.

3. Méthode par l'évaluation des actifs

Méthode par l'évaluation des actifs

Cette méthode d'évaluation, appelée aussi méthode patrimoniale, est généralement utilisée comme soutien des autres méthodes d'évaluation basées sur l'exploitation.

L'objectif est de déterminer la valeur marchande des actifs et de soustraire celle des passifs.

Elle est utilisée dans certains cas où la valeur de l'entreprise est liée uniquement à la valeur des éléments tangibles.

Dans la pratique, cette méthode indique une valeur généralement sous évaluée, et permet de se faire une idée sur le risque d'acquisition, car on se rapproche de la valeur plancher.

3.1 *Valeur liquidative*

Dans le cas où la compagnie cesse son exploitation, la valeur liquidative est calculée, et représente le montant d'argent qui revient aux actionnaires.

La liquidation peut prendre deux formes différentes:

- Elle est dite ordonnée lorsqu'on dispose du temps suffisant pour vendre les actifs

L'évaluation des entreprises en pratique

- Elle est dite forcée, lorsque l'entreprise doit cesser immédiatement ses activités et procéder à la vente des éléments d'actifs (faillite, expropriation, divorce).

L'avoir des actionnaires est redressé en prenant les ajustements relatifs à la valeur marchande, des coûts liés aux taxes et aux frais divers.

La valeur de liquidation se calcule de la manière suivante :

Avoir des actionnaires

+ Ajustements entre la valeur marchande et la valeur comptable des actifs et dettes

- coûts et impôts liés à la vente

- coûts de distribution

= valeur de liquidation

Il est à noter que la valeur marchande représente la valeur de réalisation des actifs et des passifs, ce qui est généralement inférieur à la valeur de remplacement.

3.2 Actifs nets réévalués

Cette méthode de calcul suit le même principe que celle de la valeur liquidative, excepté le fait que l'entreprise continue son exploitation. Par conséquent, les frais reliés à

L'évaluation d'entreprise en pratique

la vente des actifs, ainsi que les frais de distribution ne seront pas appliqués.

Cette méthode d'évaluation est appliquée dans les contextes où la valeur liée aux éléments intangibles est quasiment inexistante, ou fortement liée à une personne.

Les cas où cette méthode est utilisée sont les suivants :

- Évaluation de compagnies d'investissement ou holding immobiliers.
- Lorsque la compagnie à évaluer ne génère pas les flux monétaires suffisants, ou alors une valeur par les rendements inférieure à la valeur des actifs.
- Lorsque l'entreprise possède un goodwill personnel trop fort, c'est-à-dire que le dirigeant propriétaire constitue le centre névralgique de la compagnie, et que son départ causerait une perte importante de vente ou de savoir-faire.

La valeur par les actifs nets réévalués est présentée de la manière suivante :

Avoir des actionnaires

+ ajustements entre la valeur marchande et la valeur comptable des actifs et dettes

L'évaluation des entreprises en pratique

= valeur des actifs nets réévalués

Il est important d'apporter une attention particulière à la valeur marchande utilisée. Dans le cas où l'entreprise continue son exploitation, les actifs tangibles sont évalués au coût de remplacement amorti, ou au coût de remplacement à l'état usagé.

Tous les postes des actifs et des passifs enregistrés dans le bilan sont corrigés afin de refléter au plus juste la valeur réelle.

Les principaux éléments du bilan sont analysés et rectifiés de la manière suivante :

- Les actifs immobiliers sont ajustés à la valeur du marché. La valeur comptable inscrite au bilan indique le coût historique, et nous constatons très souvent que la valeur marchande des actifs immobiliers est très supérieure à la valeur aux livres.

Afin de faire les ajustements nécessaires, l'opinion d'un expert ou d'un agent immobilier sera requise pour valider la valeur marchande.

- La valeur des équipements doit être ajustée afin de refléter la valeur marchande de remplacement, ou

L'évaluation d'entreprise en pratique

au coût de remplacement amorti. L'opinion d'un évaluateur professionnel peut être nécessaire dans certains cas.

- Les inventaires sont ajustés afin de refléter la valeur de remplacement.
- Les comptes recevables sont corrigés à la valeur de marché. Chaque compte, et plus spécialement les comptes en collection, doit être évalué quant aux conditions et probabilité de recouvrement. Certains secteurs font face à des conditions économiques changeantes, ce qui rend les acteurs plus ou moins vulnérables.
- Les comptes payables sont ajustés selon le même raisonnement que les comptes recevables.

L'évaluation des entreprises en pratique

Exemple :

On a les données suivantes :

Valeur aux livres (en milliers de dollars):

Avoir des actionnaires	1000
Terrain	180
Bâtiment	200

Valeur marchande des immobilisations (en milliers de dollars):

Terrain	300
Bâtiment	430

L'ajustement de la valeur se fait de la manière suivante :

Avoir des actionnaires	+	1000
------------------------	---	------

Terrain (valeur comptable)	-	180
----------------------------	---	-----

Bâtiment (valeur comptable)	-	200
-----------------------------	---	-----

Terrain (valeur marchande)	+	300
----------------------------	---	-----

Bâtiment (valeur marchande)	+	430
-----------------------------	---	-----

Valeur corrigée de l'avoir

des actionnaires		1350
-------------------------	--	-------------

L'évaluation d'entreprise en pratique

2^e exemple :

Valeur comptable de l'avoir des actionnaires (états financiers)			2031
Calcul de la différence entre la valeur comptable et la valeur marchande des éléments d'actifs			
(en milliers de \$)	<u>Valeur comptable</u>	<u>Valeur Marchande</u>	<u>Différence</u>
Trésorerie	149	149	0
Comptes recevables	295	250	-45
Stocks	<u>275</u>	<u>125</u>	-150
Actifs court terme	719	524	
Immobilisations			
Terrain	235	750	515
Bâtisse	1250	1950	700
Équipement mobilier			
administratif	325	250	-75
Machines	1250	770	-480
Matériel roulant	<u>130</u>	<u>60</u>	-70
Actifs long terme	3190	3780	
Total actif	3909	4304	
Différence entre la valeur marchande et la valeur comptable			395 <u>395</u>
Valeur corrigée de l'avoir des actionnaires			<u><u>2426</u></u>

L'évaluation des entreprises en pratique

La valeur des actionnaires est de 2 426 000 \$, soit un écart positif de 395 000 \$ par rapport à la valeur comptable (2 031 000 \$).

4. Méthodes basées sur le rendement

Méthodes basées sur le rendement

Ces méthodes tendent à être de plus en plus utilisées, car elles reposent sur le fait que la valeur d'une entreprise doit refléter ses rendements futurs.

Il y a deux méthodes principales qui sont axées sur la capitalisation ou l'actualisation des flux ou bénéfices.

Il est important de faire la distinction entre ces deux méthodes, car les données de calcul sont différentes.

- L'actualisation des flux monétaires est appliquée lorsqu'on est en mesure de pouvoir établir un budget prévisionnel sur une période significative (généralement entre 3 et 5 ans). Une valeur, appelée valeur terminale (VT) est alors estimée en fonction de croissance future et continue des flux monétaires.

Les flux sont alors actualisés à un taux calculé, généralement correspondant au coût moyen pondéré du capital (CMPC).

- La capitalisation des bénéfices ou des flux monétaires est basée sur le fait que le passé de l'entreprise va se maintenir au même rythme dans le futur. La valeur des références, c'est-à-dire le

L'évaluation d'entreprise en pratique

dernier flux monétaire ou le dernier bénéfice, sera ajustée afin de la rendre réaliste et représentative, et un coefficient sera appliqué pour trouver la juste valeur marchande.

4.1 *La capitalisation des bénéfices*

Cette méthode est calculée à partir de deux éléments principaux, à savoir le bénéfice représentatif, et le taux de capitalisation. Les actifs excédentaires sont additionnés par la suite.

La capitalisation des bénéfices est utilisée lorsque les investissements ne vont pas connaître de changements majeurs. L'entreprise n'est pas dans une phase de croissance importante, et les flux de trésorerie d'exploitation n'ont pas de grandes variations.

L'évaluation d'entreprise en pratique

La formule de calcul est la suivante :

Bénéfice net avant impôts

+/- Ajustements des éléments non récurrents

= Bénéfice net représentatif avant impôts

- Impôts

= Bénéfice net représentatif après impôts

X Taux de capitalisation

= Valeur capitalisée

+ Actifs excédentaires

= Juste valeur marchande

Le bénéfice net caractéristique représente une valeur qui reflète la rentabilité de l'entreprise, et demeure soutenable dans le temps.

Pour arriver à déterminer cette valeur, le bénéfice net comptable est corrigé des éléments qui ne contribuent pas directement à la rentabilité durable de l'entreprise.

L'évaluation d'entreprise en pratique

Les cas les plus fréquents d'ajustement sont les suivants :

- Créances irrécouvrables
- Rémunération des dirigeants ou des administrateurs
- Gains ou pertes sur ventes d'actifs
- Amortissement de certains éléments intangibles
- Radiation de stock obsolète
- Dépense exceptionnelle d'investissement (aménagement, déménagement...)

Cette méthode est applicable notamment lorsque l'entreprise ne nécessite pas d'investissements majeurs, et lorsque le besoin en investissement est relativement stable dans le temps.

L'évaluation d'entreprise en pratique

Exemple :

Première étape : Calcul des ajustements

Calcul des ajustements

		<u>2005</u>	<u>2004</u>	<u>2003</u>	<u>2002</u>	<u>2001</u>
Sursalaires versés aux dirigeants	+	170	160	145	130	115
Revenu (loyer) d'actifs excédentaires	-	110	98	95	93	90
Dépenses reliées à une bâtisse hors exploitation	+	35	53	42	65	24
Dépenses discrétionnaires des dirigeants	+	65	57	43	47	40
Ajustements		160	172	135	149	89

Deuxième étape : Calcul du bénéfice représentatif

Calcul du bénéfice net représentatif

	<u>2005</u>	<u>2004</u>	<u>2003</u>	<u>2002</u>	<u>2001</u>
Bénéfice net avant impôts	459	420	339	309	299
Ajustements	160	172	135	149	89
Bénéfice représentatif avant impôts	619	592	474	458	388
Pondération	3	3	2	2	1
Bénéfice représentatif pondéré avant impôts	535				
Impôts	214				
Bénéfice représentatif après impôts	321				

L'évaluation d'entreprise en pratique

Troisième étape : Calcul du taux de capitalisation (ou multiple)

Taux sans risque ¹	4,6 %
Prime de risque ²	5,1 %
Prime de taille ³	4 %
Prime pour autres risques ⁴	4 %
 Taux de capitalisation	 17,70 %

Le multiple s'obtient en calculant la valeur inverse du taux de capitalisation.

Par conséquent, le multiple est 5,65.

¹ Valeur indicative, généralement c'est le taux des obligations du Canada sur 10 ans.

² Généralement ce taux est donné par l'industrie.

³ Généralement applicable aux PME.

⁴ Il s'agit de différents taux applicables aux PME en raison des risques reliés à leur spécificité.

L'évaluation d'entreprise en pratique

Quatrième étape : Calcul de la valeur

	Référence	Hypothèse basse	Hypothèse haute
Bénéfice représentatif après impôts	<u>321</u>	321	321
Multiple	5,65	5	6
Valeur en continuité Actifs excédentaires	1814	1605	1926
	<u>149</u>	<u>149</u>	<u>149</u>
Juste Valeur Marchande	1963	1754	2075

On peut raisonnablement penser que la valeur se situe entre 1754 M\$ et 2075 M\$.

4.2 La capitalisation des flux monétaires

La méthode de la capitalisation des flux est utilisée lorsque la compagnie est en forte croissance, et va connaître des phases d'investissement importantes.

La formule de calcul est la suivante :

Bénéfice net avant impôts

+/- Ajustements des éléments non récurrents

+ Amortissements

- Impôts

- investissements moyens (après impact fiscal)

= Flux monétaires représentatifs après impôts

X Taux de capitalisation

= Valeur capitalisée

+ Valeur actualisée des économies d'impôts

= valeur en continuité

+ Actifs excédentaires

= Juste valeur marchande

L'évaluation d'entreprise en pratique

Exemple :

Première étape : Calcul des ajustements

Calcul des ajustements

		2005	2004	2003	2002	2001
Sursalaires versés aux dirigeants	+	170	160	145	130	115
Revenu (loyer) d'actifs excédentaires	-	110	98	95	93	90
Dépenses reliées à une bâtisse hors exploitation	+	35	53	42	65	24
Dépenses discrétionnaires des dirigeants	+	65	57	43	47	40
Ajustements		160	172	135	149	89

Deuxième étape : Calcul des flux monétaires représentatifs

Calcul des flux monétaires représentatifs

	<u>2005</u>	<u>2004</u>	<u>2003</u>	<u>2002</u>	<u>2001</u>
Bénéfice net avant impôts	459	420	339	309	299
Ajustements	160	172	135	149	89
Amortissements	483	454	432	404	386
Bénéfice représentatif avant impôts	1102	1046	906	862	774
Pondération	3	3	2	2	1
Flux monétaire représentatif pondéré avant impôts	978				
Impôts	<u>391</u>				
Flux monétaires représentatifs après impôts	587				
Investissement moyen	330				
Économies d'impôts	67				
Flux monétaires nets représentatifs après impôts	<u>324</u>				

L'évaluation d'entreprise en pratique

Troisième étape : Calcul du taux de capitalisation

(ou multiple)

Taux sans risque	4,6 %
Prime de risque	5,1 %
Prime de taille	4 %
Prime pour autres risques	4 %
Taux de capitalisation	17,70 %

Le taux de capitalisation est 5,65

Quatrième étape : Calcul de la valeur

	Référence	Hypothèse basse	Hypothèse haute
Flux monétaires représentatifs après impôts	<u>324</u>	324	324
Multiple	5,65	5	6
Valeur en continuité Actifs excédentaires	1828	1618	1941
	<u>149</u>	<u>149</u>	<u>149</u>
Juste Valeur Marchande	1977	1767	2090

La juste valeur marchande est comprise entre 1767M\$ et 2090M\$.

4.3 *L'actualisation des flux monétaires*

Cette méthode est manifestement la plus compliquée tant au niveau de la compréhension que de l'application, mais elle se révèle relativement précise lorsqu'elle est bien utilisée.

Le principe repose sur le fait que la valeur correspond à la somme des promesses de flux monétaires futurs, lesquels sont actualisés en monnaie actuelle.

La première étape consiste à établir une prévision annuelle des flux monétaires, et dans un second temps, ces flux sont actualisés à un taux défini.

Dans la pratique, les différentes phases de calcul doivent être systématiquement validées, car il est fréquent de trouver des valeurs fondamentalement différentes selon les évaluateurs. Il est conseillé de faire appel à un évaluateur professionnel qui va être en mesure de valider les différentes variables, et surtout aboutir à un résultat cohérent.

L'évaluation d'entreprise en pratique

Les étapes pour faire une évaluation par les flux monétaires sont les suivantes :

- Faire une prévision annuelle des ventes et du bénéfice d'exploitation
- Évaluer un taux de croissance continu et soutenable dans le temps
- Déterminer les besoins d'investissement
- Calculer le taux d'actualisation
- Actualiser les flux monétaires
- Calculer la valeur terminale
- Identifier les actifs excédentaires

Prévisions des ventes et du bénéfice d'exploitation

Cette étape constitue le point de départ, et il est très important de faire les calculs de manière réaliste, car le résultat final peut varier considérablement en fonction des éléments pris en compte.

L'évaluateur doit s'assurer que les données inscrites sont cohérentes, et doit faire preuve de jugement afin d'éviter les erreurs classiques, car le moindre écart injustifié se traduit par une amplification des données qui risque d'induire un résultat fantaisiste.

L'évaluation d'entreprise en pratique

Les anomalies les plus fréquentes sont les suivantes :

- **Optimisme démesuré de la croissance des ventes**, car elle influe directement sur les flux et les masses financières de la compagnie. Ce paramètre est par conséquent très important, car il constitue la base des états prévisionnels, et de l'évaluation.

Il ne faut pas oublier qu'une entreprise évolue dans un secteur d'activité, qui lui-même fait partie intégrante du marché économique.

Par conséquent, le taux de croissance des ventes d'une compagnie est directement relié à celui de son secteur, mais aussi de l'économie.

Il peut arriver dans certain cas, notamment dans le cadre de restructuration ou d'actions commerciales agressives, que le taux de croissance dépasse largement celui du marché sur une courte période, mais à long terme, il ne peut pas être supérieur durablement.

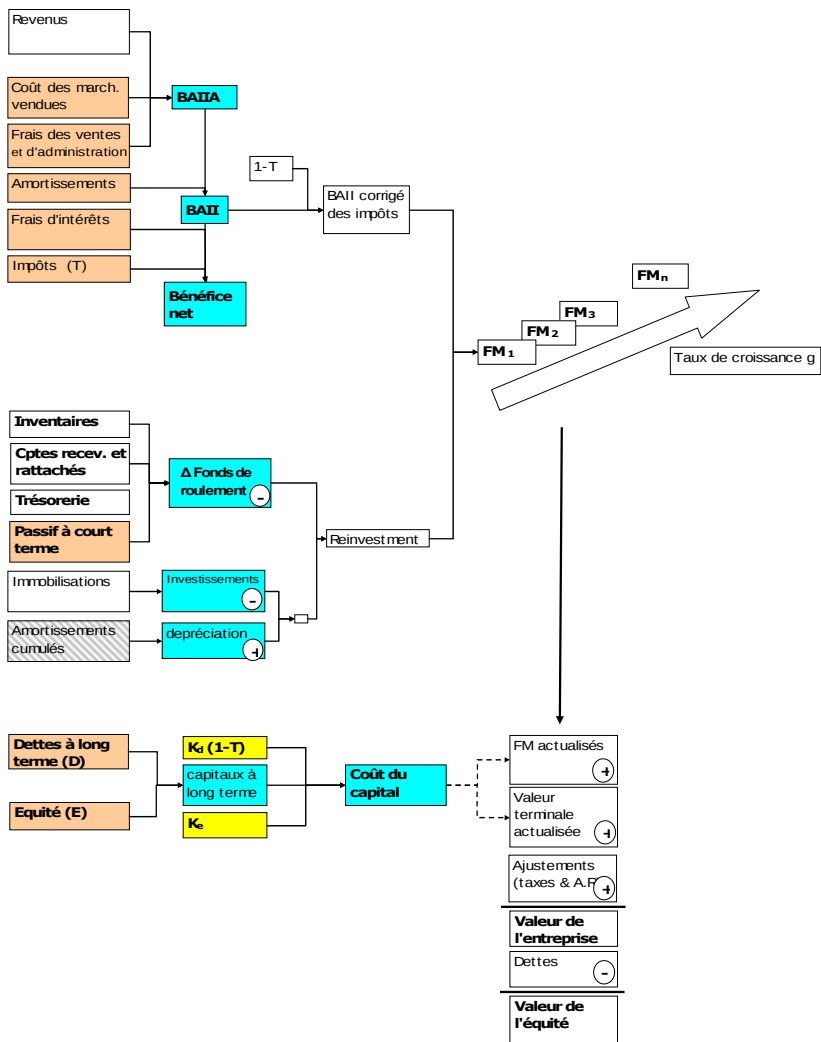
En règle générale, les prévisions très optimistes se réalisent rarement, et les croissances importantes à long terme ne sont jamais réalistes.

L'évaluation d'entreprise en pratique

Il est important de positionner l'entreprise dans le cycle de vie, et le taux de croissance doit être justifié et validé par la stratégie marketing et l'avantage concurrentiel.

- **Les marges sont surestimées.** Dans chaque secteur d'activité, les marges sont généralement homogènes. Les cas où les marges sont significativement différentes concernent les compagnies qui font appel à la sous-traitance ou ont une politique d'innovation (procédés).

Vue d'ensemble de l'actualisation des flux monétaires (Méthode DCF)



L'évaluation d'entreprise en pratique

Calcul du taux de croissance soutenable dans le temps

Après la démarche d'actualisation des flux sur une période comprise entre 3 et 5 ans, on suppose que les flux vont se poursuivre indéfiniment.

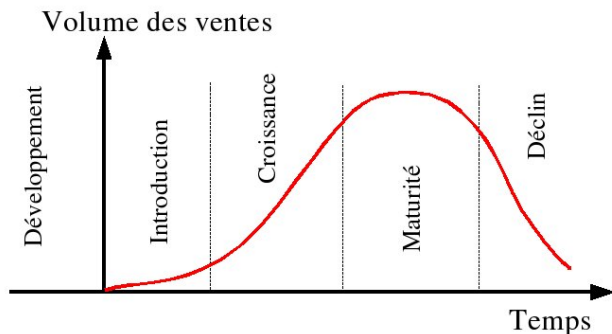
Pour cela, on émet les hypothèses suivantes :

- Les flux sont constants, c'est-à-dire que la méthode de perpétuité est utilisée.
- Les flux croissent à un taux constant g , qui détermine la méthode de la perpétuité croissante.

L'évaluateur doit faire preuve de jugement et doit valider un taux qui correspond à la réalité du marché.

Le taux de croissance doit tenir compte du positionnement de l'entreprise dans le cycle de vie du marché.

Cycle de vie d'un produit



L'évaluation d'entreprise en pratique

Le taux de croissance soutenable ne sera pas le même dans un marché en croissance que dans un marché à maturité.

Dans la pratique, le taux de croissance est généralement compris entre 0 % et 5 %. Toute valeur supérieure doit obligatoirement être justifiée par un avantage concurrentiel durable, par une stratégie de marketing adaptée, mais aussi par les tendances du secteur économique.

L'évaluateur peut aussi adopter l'hypothèse de « l'équilibre compétitif », c'est-à-dire prendre le ROE⁵ comme référence, mais il doit s'assurer que le taux de croissance rejoint le ROE du secteur sur l'activité à long terme.

Déterminer les besoins d'investissements

Il est important de ne pas négliger cet aspect, car cela peut avoir d'importantes répercussions sur la valeur, mais aussi sur la pérennité de la compagnie.

⁵ Retour sur équité (Return on equity) qui représente le bénéfice net par rapport à l'avoir des actionnaires

L'évaluation d'entreprise en pratique

Investissements à long terme

Au niveau des éléments tangibles, les investissements doivent être cohérents avec la croissance des revenus, c'est-à-dire l'augmentation de la production. Pour cela, une analyse de la rotation de l'actif immobilisé et une comparaison par rapport au secteur permettront de valider les investissements à long terme.

Il faut aussi prendre en compte l'investissement de base nécessaire à l'entreprise pour maintenir son niveau d'opérations actuel.

Variations du fonds de roulement

Le fonds de roulement est souvent occulté dans les prévisions financières. Lorsque le revenu augmente, il y a aussi un impact au niveau des stocks, des comptes recevables, mais aussi des comptes payables.

Par conséquent, il est nécessaire de prendre en compte cette croissance, car l'impact sur les flux monétaires est significatif puisqu'une partie de la trésorerie est utilisée et absorbée.

L'évaluateur va calculer les besoins en fonction des budgets prévisionnels établis par la compagnie. Dans le cas où les prévisions ne sont pas disponibles, la variation du fonds de roulement sera calculée à partir des ratios

L'évaluation d'entreprise en pratique

d'analyse (ratios de rotation des stocks, clients...), afin de déterminer un pourcentage des revenus.

Calculer le taux d'actualisation

Le taux d'actualisation est une des étapes les plus délicates à franchir, et le choix de cette valeur doit être fait avec vigilance.

Ce taux, appelé aussi coût moyen pondéré du capital (CMPC) permet de convertir les flux futurs en valeur actuelle, et la moindre variation de ce taux amplifie le résultat final.

La méthode que l'on utilise pour calculer la valeur actuelle des revenus futurs d'une compagnie peut être décomposée en deux éléments :

- Le rendement de « base » est applicable à toute entreprise dont on suppose qu'elle a une espérance de vie infinie
- Le rendement spécifique lié aux caractéristiques particulières de l'entité et des revenus à être générés.

Cependant, cette répartition ne permet pas, à elle seule, de répondre à toutes les difficultés pratiques liées à la

L'évaluation d'entreprise en pratique

détermination du taux d'actualisation, bien que certains modèles s'en inspirent.

Les modèles les plus utilisés (MEDAF⁶, APT⁷...) sont basés sur le principe que la rentabilité sur un investissement est basée sur un taux sans risque auquel s'ajoute une prime de risque.

Selon le MEDAF, la partie de risque est matérialisée par le produit de la prime de risque et un coefficient β ⁸ (mesurant la sensibilité du titre par rapport aux variations du marché).

Étapes pour calculer le CMPC :

Calcul du coût de l'équité :

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Calcul du CMPC (ou taux d'actualisation) :

$$CMPC = \frac{D}{D + E} K_d (1 - T) + \frac{E}{D + E} K_e$$

⁶ Modèle d'Équilibre Des Actifs Financiers

⁷ Arbitrage Pricing theory

⁸ Bêta

L'évaluation d'entreprise en pratique

Exemple de calcul :

On obtient les hypothèses suivantes

Taux de rendement sans risque

(Obligations du Canada sur 10 ans)	R_f	4,6 %
------------------------------------	-------	-------

Taux du marché (spécifique à l'industrie)	R_m	9,7 %
---	-------	-------

Coefficient de risque	β	1
-----------------------	---------	---

Taux moyen d'intérêt	K_d	7 %
----------------------	-------	-----

Taux d'imposition	T	30 %
-------------------	-----	------

Les dettes (D) et l'équité (E) représentent respectivement 40 % et 60 % des capitaux employés.

Première étape : Calcul du coût de l'équité K_e

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad \Longrightarrow \quad K_e = 4,6 \% + 1 \times (9,7 \% - 4,6 \%)$$

$$K_e = 9,7 \%$$

Deuxième étape : Calcul du coût moyen pondéré du capital (CMPC)

$$CMPC = \frac{D}{D+E} K_d (1-T) + \frac{E}{D+E} K_e \quad \Longrightarrow$$

$$CMPC = 40 \times 7 \% (1-30 \%) + 60 \% \times 9,7 \%$$

$$CMPC = 7,78 \%$$

L'évaluation d'entreprise en pratique

Notons que le taux d'actualisation comprend le CMPC, mais il convient d'ajouter les différents risques liés aux caractéristiques de l'entreprise, notamment dans le cas d'une PME⁹.

Actualiser les flux monétaires

Les prévisions des flux monétaires sont la résultante des bénéfices avant intérêts et impôts (BAII) redressé des taxes correspondantes; ensuite, on ajoute les variations du fonds de roulement et des investissements soutenables.

Ces flux doivent être convertis en montants monétaires actuels, ce qui nécessite d'actualiser les flux à un taux qui correspond généralement au coût moyen pondéré du capital (CMPC).

Estimer la valeur terminale

La valeur terminale constitue un facteur important dans la juste valeur marchande, et il est nécessaire d'être prudent et réaliste lors des hypothèses.

Cette valeur représente la valeur de perpétuité croissante à un taux g , étant par la suite actualisée au CMPC.

⁹ Il faut tenir compte des risques liés à la taille de l'entreprise, la liquidité des titres.

Identifier les actifs excédentaires

Les actifs excédentaires sont des biens inscrits dans les actifs du bilan sans être nécessaires à l'exploitation de la compagnie.

Par conséquent, la valeur de ces actifs est estimée à partir de la valeur nette réalisable, et par la suite, elle est ajoutée à la valeur de l'entreprise.

La nature des ces actifs, entre autres, sont les suivants :

- Excédent de trésorerie ou dépôts à terme
- Placements financiers à court terme
- Actifs non reliés à l'exploitation de la compagnie (ex : bâtisse résidentielle)
- Propriété intellectuelle ne servant pas à l'exploitation de l'entreprise

L'évaluation d'entreprise en pratique

Exemple d'application

Calcul de la valeur par l'actualisation des flux monétaires
(Discounted Cash flow)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 et +
Première étape: Projection du BAII sur 5 années							
Total revenus	3425	3600	3780	3970	4170	4379	4511
BAII		510	555	590	640	670	690
Impôts		204	222	236	256	268	276
BAII après impôts		306	333	354	384	402	414

Deuxième étape: Calcul de la variation du fonds de roulement et de l'investissement soutenable

ΔFonds de roulement/ΔVentes (10%)		18	18	19	20	21	13
ΔInvestissements/ΔVentes (20%)		35	36	38	40	42	26

Troisième étape: Calcul des flux monétaires et actualisation

Flux monétaires (FM)		254	279	297	324	339	375
Flux monétaires actualisés (FMA)		216	201	182	169	150	
Σ FMA	919						

Quatrième étape: Calcul de la valeur terminale et actualisation

Valeur terminale (VT)						2959	
Valeur terminale actualisée (VTA)						1312	
Σ VTA	1312						

Cinquième étape: Calcul du total et ajustements

Valeur actualisée (Σ FMA+Σ VTA)	2231
Actifs excédentaires	1449
Valeur de l'entreprise	3680

Sixième étape: calcul de la valeur des actions et ajustement des dettes

Dettes	1878
Valeur des actions (équité)	1802

Taux d'actualisation = 18 %

Taux de croissance soutenable = 3 %

5. Méthodes par le marché

Méthodes par le marché

Il s'agit de la méthode la plus couramment utilisée car le calcul est relativement simple et rapide, mais son utilisation devient limitée, notamment dans le cas d'entreprises en forte croissance.

Le principe réside dans le fait que la valeur de l'entreprise est proportionnelle à un élément fondamental d'évaluation qui peut se matérialiser sous différentes formes.

De plus, lorsqu'on veut évaluer une entreprise fermée, les données peuvent être difficiles à trouver dans certains secteurs d'activité.

Il est important de faire la distinction entre la méthode des comparables, et celle des multiples boursiers.

5.1 Méthode des multiples boursiers

La méthode des comparaisons boursières permet de calculer la valeur de l'entreprise en multipliant un élément représentatif de la capacité bénéficiaire future (par exemple, le résultat net) par un multiple observé sur un échantillon de sociétés ouvertes.

Ces compagnies doivent avoir un degré de similarité pertinent, c'est-à-dire que la taille et les segments

L'évaluation d'entreprise en pratique

d'activité doivent être proches de la compagnie en question.

L'attrait de cette méthode réside dans le fait que l'information est facilement disponible, car les états financiers et les rapports de gestions sont accessibles¹⁰ au grand public.

Cependant, si cette forme d'évaluation peut être établie rapidement, il n'en demeure pas moins qu'elle peut être utilisée pour une estimation préliminaire, mais comparée et ajustée avec une autre méthode plus précise dans le cas d'une transaction.

L'inconvénient prédominant de cette méthode demeure l'imprécision due au nombre important d'éléments qui caractérisent l'unicité de chaque entreprise.

Les étapes pour évaluer une entreprise par la méthode des multiples boursiers sont la suivante :

- Sélection des compagnies ouvertes similaires (taille, produits, marché, emplacement géographique...)
- Élaboration de l'étalon de mesure. La mesure la plus utilisée est le ratio cours/bénéfice (rapport

¹⁰ Les informations sont affichées sur le site: www.sedar.com

L'évaluation d'entreprise en pratique

entre le prix de l'action et le bénéfice par action).

Il y a aussi le rapport V/BAIIA, qui représente la valeur de l'entreprise¹¹ sur le BAIIA.

Exemple :

Compagnie	Valeur aux actionnaires	Dettes totale	Trésorerie	Valeur V	BAIIA	Revenus nets	V/BAIIA	P/B
Cie W	100000	20000	5000	115000	17000	8200	6,8	12,2
Cie X	48000	10000	1000	57000	10000	4300	5,7	11,2
Cie Y	12000	2000	500	13500	2250	1300	6,0	9,2
Cie Z	7500	900	500	7900	1200	650	6,6	11,5
Moyenne							6,26	11,03

Calcul de la valeur de l'entreprise :

On a un BAIIA de 1046, et un résultat net de 275

Mode de calcul	Valeur aux actionnaires	Dettes totale	Trésorerie	Valeur V	BAIIA	Revenus nets	V/BAIIA	P/B
BAIIA	4821	1878	149	6550	1046	275	6,26	11,03
Bénéfices	1306	1878	150	3034	1046	275	6,26	11,03

On peut voir que la différence entre les deux résultats est très grande, ce qui nous permet de voir les limites de cette méthode.

Cet exemple met en évidence la nécessité d'établir un cadre strict de calcul, et une attention continue sur les valeurs utilisées.

L'assistance d'un évaluateur professionnel est conseillée avant d'établir des propositions.

¹¹ La valeur de l'entreprise (V) représente l'avoir des actionnaires + dettes - trésorerie

L'évaluation d'entreprise en pratique

5.2 *Méthode des comparables*

Cette méthode est similaire à la méthode précédente, mais diffère dans le sens où l'étalon de mesure n'est pas basé par rapport aux sociétés ouvertes, mais aux transactions d'entreprises identiques réalisées par le passé.

Dans la pratique, la méthode d'évaluation par les comparables est difficile à appliquer dans les petites et moyennes entreprises (PME), car la sélection de la mesure comptable de base est différente selon les secteurs. Cela impliquerait de connaître toutes les caractéristiques du secteur, et d'adapter le multiple aux particularités de l'entreprise.

Cela est difficile car la compagnie parfaitement comparable n'existe pas.

La valeur reflète l'état du marché, qui peut être différent du secteur en cause.

Les principaux paramètres de l'entreprise à évaluer doivent être identiques que ceux du secteur, ou d'entreprises publiques comparables.

5.3 *Les différents ratios*

Le choix du dénominateur dépend d'un certain nombre de facteurs, tels que l'industrie, la profitabilité...

- **Les bénéfices**

Lorsque les bénéfices sont positifs, et considérés comme représentatifs, on peut calculer la juste valeur marchande en utilisant le ratio Prix/bénéfice.

- **Les ventes**

Lorsque le bénéfice est négatif, ou n'est pas représentatif, on peut utiliser un multiple des revenus (ex : prix/revenus).

Ce ratio est principalement utilisé comme « règle du pouce », lorsqu'aucun autre multiple ne peut être utilisé.

- **Les flux monétaires**

Très utilisés dans la pratique, les comparaisons sont faites à partir des ratios relatifs au BAII et BAIIA (Prix/BAII et Prix/BAIIA).

- **Valeur aux livres**

Ce ratio utilise la valeur comptable de l'avoir des actionnaires (Prix/valeur comptable équité)

L'évaluation d'entreprise en pratique

Cette méthode est utilisée lorsque que la compagnie génère des pertes ou des petits bénéfices.

6. Les différentes sources de données

Les différentes sources de données¹²

Edgar	<i>www.sec.gov</i>
Sedar	<i>www.sedar.com</i>
Bizcomps	www.bizcomps.com
Pratt's Stats	www.prattstats.com
Done Deals	www.nvst.com/donedeals
Industrie Canada	http://strategis.ic.gc.ca
Gouvernement du Canada	http://canada.gc.ca
Conference Board of Canada	<i>www.conferenceboard.ca</i>
Bloomberg Online	<i>www.bloomberg.com</i>
Market Guide	<i>www.marketguide.com</i>
Yahoo Finance	<i>http://finance.yahoo.com/</i>
Securities Exchange Commission	<i>www.sec.gov</i>
Mergerstat	<i>www.mergerstat.com</i>

¹² Sources données à titre indicatif

7. Conclusion

Conclusion

L'évaluation d'une entreprise est une étape délicate et il est vraiment important d'avoir une vue globale de l'entité, afin de faire des prévisions réalistes. Il ne faut pas oublier que ce rapport sert de base pour établir un prix de transaction, donc la pertinence des données et des méthodes doit s'appuyer sur un raisonnement éclairé et du bon sens.

Cependant, on a pu observer que les différentes méthodes donnent des résultats différents, et que la plus grande précaution doit être utilisée.

Il ne faut pas oublier que différents acteurs vont contracter sur la base de la juste valeur marchande, et qu'une erreur d'appréciation peut avoir des conséquences dommageables et irréversibles.

À un certain niveau, l'expertise d'un évaluateur professionnel est indispensable pour réussir le transfert.

Entre des parties de bonne foi ayant la volonté de transiger, une bonne évaluation aide à convaincre, à réussir et à durer.

Références

- Évaluation des entreprises par Emmanuel Tchemini
- Investment valuation, A. Damodaran
- Intermediate business & securities valuations, CICBV
- Corporate finance, A. Damodaran
- Corporate finance, Vernimmen
- Quelle est la valeur de votre entreprise ? Article site LES AFFAIRES du 17 mars 2005, D. Karpicek (http://www.karpicek.net/LES_AFFAIRES_Mars_2005.htm)
- Equity valuation using multiples, Jing Liu, Anderson Graduate School of management
- Company valuation methods. The most common errors in valuations, Pablo Fernandez, IESE Business School

Lexique

BAII : Bénéfice avant intérêts et impôts

BAIIA : Bénéfice avant intérêts et impôts et amortissement

CMPC : Coût moyen pondéré du capital

MEDAF : Modèle d'équilibre des actifs financiers

APT: Arbitrage theory pricing

FM : Flux monétaires

ROE: Retour sur équité

T: Taux d'impôts

AR : Actifs redondants

JVM : Juste valeur marchande

D : Dettes

E : Équité

K_d : Coût de la dette

K_e : Coût de l'équité

R_f : Taux sans risque



Denis Karpicek possède une vaste expérience dans la transmission d'entreprises, plus particulièrement en évaluation d'entreprises. Il a débuté son parcours professionnel en France dans le domaine du rapprochement d'entreprises, et a poursuivi en Amérique du Nord, principalement au Canada. Il est intervenu dans le cadre de plusieurs transactions de PME.

Il possède un MBA, un post-MBA en finance d'entreprises (tous deux obtenus à l'Université du Québec à Montréal), ainsi qu'un programme de 2^e cycle en évaluation d'entreprises complété à l'Université Laval.

Le but de cet ouvrage est de vulgariser l'évaluation de l'entreprise afin de démystifier ce domaine relativement nouveau, souvent incompris, mais primordial lors d'une transmission d'entreprises. Ce guide accompagne un séminaire en évaluation d'entreprises dispensé dans les pays francophones.

ISBN 978-2-923883-00-7



9 782923 883007 >