

## CAS PRATIQUE FORMATION EVALUATION ENTREPRISE BARREAU

### Article 1843-4 du Code Civil Evaluation des actions de la SAS ABC

Associés de la société par action simplifiée ABC :

XYZ  
Actionnaire 1  
Actionnaire 2  
Actionnaire 3

### SOMMAIRE

**1- CONTEXTE DE LA MISSION D'ÉVALUATION DES ACTIONS DE ABC, DÉTENUES PAR XYZ** 3

**2-CONTEXTE JURIDIQUE** 3

2.1 BAIL EMPHYTÉOTIQUE 3

2.2 L'ACTIONNARIAT 3

2.3 LES CONSTRUCTIONS 4

**3-ANALYSE RÉALISÉE PAR LES CESSIONNAIRES ET LE CÉDANT** 4

3-1 ANALYSE DE QPC REPRÉSENTANT LES CESSIONNAIRES 4

3-2 ANALYSE DE XYZ 4

3-2-1 Note de synthèse de Monsieur D, représentant XYZ 4

3-2-2 Rapport extra-juridictionnel de messieurs P et R, experts près la Cour d'Appel de DOUAI 5

**3-MÉTHODES D'ÉVALUATIONS** 6

**4-ANALYSE FINANCIÈRE RAPIDE DES COMPTES DE ABC** 6

**5-VALORISATION DES ACTIONS DE ABC** 9

5-1 MÉTHODE DITE DES DCF (FLUX DE TRÉSORERIE) 9

5-1-1 Rappel théorique 9

5-1-2 Calculs 10

5-1-2-1 Détermination du flux de trésorerie normatif 10

5-1-2-2 Evaluation fondée sur les DFC pendant 5 ans avec une valeur terminale calculée à l'infini. 12

5-1-2-3 Evaluation fondée sur les DFC pendant 10 ans sans valeur terminale 15

5-1-3 Avis sur la valorisation selon la méthode des DCF 18

5-2 ACTIF NET COMPTABLE CORRIGÉ (ANCC) 19

5-3 MÉTHODE DES COMPARABLES 19

## 1- Contexte de la mission d'évaluation des actions de ABC, détenues par XYZ

Je soussignée Anne CONSTANT née MANSUY, expert près la Cour d'Appel de DOUAI, ai été désignée par les associés de la société ABC afin d'évaluer les actions de cette société, dans le contexte de la vente de la participation que XYZ doit effectuer, dans le contexte de sa liquidation, en application des statuts.

## 2-Contexte juridique

### 2.1 Bail emphytéotique

La société ABC exploite le site de ROUBAIX qui lui a été concédé par bail emphytéotique le 29 octobre 2006, pour une durée de 60 ans « à compter de la date de mise à disposition des ouvrages au locataire telle que définie à l'article 7.12 ci-après ».

L'article 7.12 énonce « Le preneur s'engage à donner en location, dès son achèvement, le terminal de transport combiné rail-route de ABC à la société ABC EXPLOITATION... »

On comprend donc que le bail a commencé à courir dès la mise en service du site.

La société ABC est tenue, pendant la durée du bail, de conserver en bon état d'entretien les constructions édifiées et d'effectuer à ses frais les réparations de toute nature, y compris les grosses réparations et le remplacement de tous les éléments de la construction et des aménagements dès qu'il sera nécessaire (cf annexe 15/3 de Monsieur O).

### 2.2 L'actionnariat

Selon les statuts produits, mis à jour le 24 juin 2016, la répartition du capital est la suivante :

	nombre actions	% actions	capital social
XYZ	1200	15%	120 000 €
Actionnaire 1	1200	15%	120 000 €
Actionnaire 2	2800	35%	280 000 €
Actionnaire 3	2800	35%	280 000 €
TOTAL	8000	100%	800 000 €

La participation de XYZ dans ABC est donc minoritaire avec 15 %.

Il n'a pas été évoqué de nouvelle modification de cette composition du capital social, je retiens donc le pourcentage de 15 % de détention de XYZ dans ABC.

### 2.3 Les constructions

Le contrat de bail conclus entre ABC et ABC EXPLOITATION prévoit un loyer annuel de xxx (obtenir le contrat).

En fait ABC n'est pas propriétaire du terrain sur lequel les installations ont été construites.

Le montant des immobilisations s'établit en valeur brute à € 19 432 327 au 31 décembre 2015. La valeur nette comptable de ces immobilisations est de € 14 933 092 au 31 décembre 2015.

Les comptes 2016 ont été produits en projet. Le montant net des immobilisations s'établit à

14 555 266 au 31 décembre 2016.

Les comptes 2016 ont été produits en projet. Le montant net des immobilisations s'établit à

€ 14 555 266 au 31 décembre 2016.

### 3-Analyse réalisée par les cessionnaires et le cédant

#### 3-1 Analyse de QPC représentant les cessionnaires

Le document écrit par Monsieur O pour le compte des cessionnaires est en annexe 15.

Concernant les perspectives d'activité, il écrit que l'extension du chantier a fait l'objet d'une procédure de consultation pour la construction et l'exploitation du second terminal de transport combiné dans le cadre d'une concession de travaux initiée en 2016 par le P. Le 31 août 2016, le P a été dissout en application d'un arrêté préfectoral et la MEL est devenue l'autorité concédant l'opération.

Monsieur O écrit que par courrier du 29 décembre 2016, la Métropole a signifié qu'elle mettait « un terme à la consultation en cours ». Monsieur O conclut que ABC n'a plus aujourd'hui de projet d'extension envisagé et pour horizon le bail commercial qui vient à échéance en 2026.

Je réponds que le projet d'extension ne peut pas être inclus dans des prévisionnels de trésorerie dans la méthode des « Discounted Cash-Flow » (DCF), qui selon les bonnes pratiques sont calculés « toutes choses égales par ailleurs » en fonction de l'existant au moment de l'évaluation.

#### 3-2 Analyse de XYZ

##### 3-2-1 Note de synthèse de Monsieur D, représentant XYZ

Le document écrit par Monsieur D pour le compte du cédant est en annexe 16.

Monsieur D envisage la possibilité de l'extension compte-tenu de contraintes techniques sur lesquels je ne me prononce bien évidemment pas.

Il précise que l'extension est toujours d'actualité malgré la suspension du projet par les collectivités locales.

Monsieur D confirme qu'il n'y a pas sur le site d'immobilier hors exploitation. S'il y a avait eu de l'immobilier hors exploitation je l'aurais bien sûr ajouté à la valorisation obtenue à partir des DCF.

Monsieur D indique la valorisation du bail emphytéotique entre 0,8 et 1 million d'euros. Cela correspond en fait à la valorisation du loyer favorable que ABC a obtenu de la part du propriétaire des terrains.

Monsieur D précise qu'il conviendra de tenir compte de la valorisation du bail emphytéotique dans la valeur globale de la société.

Je lui réponds que l'on ne peut absolument pas en tenir compte dans la valorisation établie selon la méthode des DCF car cette méthode est uniquement fondée sur la rentabilité de la société, il ne s'agit pas d'une évaluation faite à partir d'un actif net comptable corrigé.

En revanche je tiens compte de la valeur qu'il retient entre 0,9 et 1 million d'euros pour le bail emphytéotique dans la méthode de l'ANCC, méthode à prendre avec réserve compte-tenu de la nature de la société XYZ d'une part et de l'estimé un peu rapide fait sur le montant total des dividendes qui auraient été encaissés par les actionnaires.

##### 3-2-2 Rapport extra-juridictionnel de messieurs P et R, experts près la Cour d'Appel de DOUAI

Le rapport de mes collègues experts est en annexe 18.

Il s'agit d'un rapport d'experts de la partie XYZ et non d'un rapport de sapiteur. On le retient tout de même comme base de l'évaluation immobilière, les experts intervenant en extra-juridictionnels étant soumis aux mêmes contraintes de bien-fondé de leurs conclusions.

On observe en page 18/3 de ce rapport qu'ils retiennent une valeur du bail emphytéotique de K€ 960. J'ai simplifié en retenant K€ 1000 dans l'approche selon l'ANCC (actif net comptable corrigé).

On observe en page 18/3 de ce rapport qu'ils retiennent une valeur du bail emphytéotique de K€ 960. J'ai simplifié en retenant K€ 1000 dans l'approche selon l'ANCC (actif net comptable corrigé).

Les experts confirment qu'il n'y a pas d'immobilisations hors exploitation (qu'il conviendrait d'ajouter à toute valorisation même selon les DCF).

Ils confirment que la possibilité d'extension n'est pas exploitée.

Comme je l'ai indiqué, dans le raisonnement selon la méthode des flux de trésorerie, fondé sur la rentabilité, les bases de calcul se font selon l'état de la société au moment de l'évaluation, sans tenir compte d'investissements qui n'existent pas.

### 3-Méthodes d'évaluations

Les méthodes d'évaluation habituellement utilisées sont :

- l'évaluation à partir des flux de trésorerie pour déterminer une valeur de rentabilité
- l'évaluation à partir de l'actif net comptable corrigé (des plus et moins-values), méthodes réservée aux cas de société holding et au cas de société détenant un parc important d'actifs hors exploitation),
- l'évaluation à partir des comparables ce qui nécessite d'avoir accès à des transactions de sociétés comparables pour pouvoir appliquer au cas d'espèce les ratios observés lors de ces transactions aux données financières de base de la société que l'on cherche à évaluer.
- Accessoirement l'évaluation à partir des dividendes versés.

D'anciennes méthodes comme des « rentes du goodwill » des « rentes abrégées », une méthode « dite des praticiens » ne sont plus utilisées actuellement. En tout cas des moyennes de méthodes ne sont pas retenues car elles n'ont pas de sens.

Dans le cas de la société ABC que l'on doit évaluer, il est apparu lors de la visite du site de ROUBAIX qu'aucun actif hors exploitation n'existait sur le site, toutes les immobilisations observées étant affectées à la seule activité de ABC qui loue ses installations à ABC EXPLOITATION.

L'activité de ABC n'est exercée que par très peu de sociétés en France pour lesquelles il n'y a pas de marché actif et pour lesquelles on ne connaît pas les montants de valorisation de transactions qui seraient similaires à celle observée aujourd'hui.

L'essentiel de l'évaluation va donc être réalisée sur la base de la méthode dite « des DCF, discounted cash-flow » ou méthode des flux de trésorerie.

On observera tout de même qu'elle pourrait être la valorisation de ABC fondée sur l'actif net comptable et on la comparera avec la méthode des DCF.

### 4-Analyse financière rapide des comptes de ABC

Nous avons obtenu les comptes des exercices 2014 et 2015 et un projet de comptes de 2016 (en attente des comptes définitifs).

On détermine trois données que sont le « besoin en fonds de roulement », la « trésorerie » et l'addition des deux le fonds de roulement ».

Cela permet d'observer la « santé financière » de la société.

On obtient les éléments suivants :

	2014	2015	var BFR 2015/2014	2016	var BFR 2016/2015
clients	171	0		52	52
autres créances	3	1		93	92
compte de régularisation	1			11	11
fournisseurs	-6	-4		-25	-21
autres dettes	-28			-9	-9
<b>BFR</b>	<b>141</b>	<b>-3</b>	<b>-144</b>	<b>122</b>	<b>125</b>

fournisseurs	-6	-4		-25	-21
autres dettes	-28			-9	-9
<b>EFR</b>	<b>141</b>	<b>-3</b>	<b>-144</b>	<b>122</b>	<b>125</b>

	2014	2015	2016
disponibilités	187	304	25
emprunts	-2 369	-2 227	-2 078
concours bancaires	0	0	0
<b>TRESORERIE</b>	<b>-2 182</b>	<b>-1 923</b>	<b>-2 053</b>

	2014	2015	2016
capital et reserves	827	833	840
résultat	116	117	-3
subventions	12 509	12 057	11 606
capitaux propres	13 452	13 007	12 443
immobilisations corporelles	15 493	14 933	14 374
<b>FDR</b>	<b>-2 041</b>	<b>-1 926</b>	<b>-1 931</b>

Par construction, le fonds de roulement (FDR) est égal au besoin en fonds de roulement augmenté de la trésorerie (nette des emprunts).

On observe que le fonds de roulement de ABC est structurellement négatif ce qui signifie que la société finance plus d'actifs à long terme qu'elle n'a de capitaux propres (ici y inclus les subventions à recevoir).

Ainsi le FDR passe d'un montant négatif de (2041) K€ à un montant négatif de (1926) puis un montant négatif de (1931) K€. La situation négative est donc en cours d'amélioration avec le temps qui passe.

Le niveau des emprunts bancaires explique ce fonds de roulement négatif car il reste encore 2 millions d'euros à rembourser.

Il faut noter que l'année 2016 est particulière puisqu'elle contient une charge de K€ 165 concernant un diagnostic qui a été fait dans le contexte d'une extension de l'activité de ROUBAIX. Cette analyse n'a pas abouti et dans ce contexte le montant de K€ 165 est venu dégrader le résultat de 2016 pour l'établir à une perte d'exploitation de K€ 370 au lieu des

K€ 200 habituellement observés, avant prise en compte de la quote-part de subvention qui est comptabilisée selon les normes comptables françaises en produit exceptionnel.

Le résultat d'exploitation se forme comme suit :

n° compte	intitulé	réel 2014	réel 2015	projet réel 2016
60640000	fournitures administratives			0
61320000	location immob- roux de brigoles			191
61610000	primes assurances - multirisq	10 833	11 211	11 323
61680000	primes assurances - autres	1 785	1 790	1 790
61690000	prime assur local roux de brigoles			0
61850000	frais de colloques, seminaires			190
62260000	honoraires cac	1 650	1 596	1 726
62263000	honoraires XYZ	21 723	21 830	18 431
62264000	honoraires mandat presidence			12 000
62265000	honoraires avocats			2 791
62266000	honoraires C			165 000
62267000	honoraires comptables			3 500
62267001	honoraires expert judiciaire			
62270000	frais actes et contentieux		45	588
62310000	annonces et insertions	480		690
62510000	voyages et déplacements			305
62570000	receptions			464
62610000	affranchissements			98
62780010	frais de services bancaires	567	441	713
63511000	CET		575	575
63512000	TAXES FONCIERES	42 508	43 318	43 673
65800000	CHARGES DIV GESTION COURANTE	18 418	74 787	0

63512000	TAXES FONCIERES	42 508	43 318	43 673
65800000	CHARGES DIV GESTION COURANTE	18 418	74 787	0
68112000	dotations aux amortissements de	559 161	559 161	559 033
	<b>Charges exploitation</b>	<b>657 125</b>	<b>714 754</b>	<b>823 081</b>
70830000	locations diverses	402 410	398 604	397 097
70830000	frais accessoires facturés	34 952	54 529	54 996
75800000	frais divers de gestion courante	18 417	74 824	1
	<b>Produits exploitation</b>	<b>455 779</b>	<b>527 957</b>	<b>452 093</b>
	<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>-201 346</b>	<b>-186 797</b>	<b>-370 988</b>
77700000	quote-part sub invest virée au	451 476	451 476	451 476
	<b>REX corrigé</b>	<b>250 130</b>	<b>264 679</b>	<b>80 489</b>

Pour estimer les flux de trésorerie à venir, on part du résultat d'exploitation (REX) en lui ajoutant les subventions d'exploitation qui sont virées au compte de résultat dans l'exercice comptable concerné.

On se focalise sur les REX de 2014 et de 2015 car celui de 2016 est « pollué » par l'effet exceptionnel de K€ 165 C.

On observe qu'en ajoutant au résultat d'exploitation les produits correspondant aux subventions d'exploitation on obtient un REX corrigé positif, autour de K€ 250 ou K€ 265 (on oublie 2016).

## 5-Valorisation des actions de ABC

### 5-1 Méthode dite des DCF (flux de trésorerie)

#### 5-1-1 Rappel théorique

Habituellement, la technique d'évaluation fondée sur les DCF (flux de trésorerie) consiste à estimer le flux normatif de trésorerie sur un horizon de 5 ans, à l'actualiser et à lui ajouter ensuite une valeur terminale estimée pour la société égale à sa capacité à générer des flux de trésorerie à l'infini. Cette méthode est actuellement controversée car elle a pu conduire à espérer qu'une société pourrait continuer à produire des cash-flow pendant des dizaines d'années alors que le contexte économique depuis 10 ans a plutôt montré que bon nombre de sociétés n'ont pas une perspective de durée de vie infinie.

Actuellement on préfère à ce type de raisonnement à l'infini, un horizon correspondant à une durée habituelle accordée par les banques pour financer un rachat d'entreprise, compris entre 7 et 10 ans.

Dans le cas particulier de ABC, le foncier n'appartient pas définitivement à la société car il fait l'objet d'un bail emphytéotique de 60 ans. Et à horizon plus court, le bail conclu entre ABC et ABC EXPLOITATION date du 9 octobre 2006 et il a été signé pour une durée de 20 ans, savoir jusqu'au 8 octobre 2016. Ainsi au 1<sup>er</sup> janvier 2017 il restait un peu moins de 10 ans de bail. Au 30 avril 2017, il reste près de 9 ans et demi de bail déjà signé.

On va donc présenter les évaluations fondées sur les cash-flows selon les différents modes de calcul : DCF sur 5 ans avec valeur terminale ou DCF sur 10 ans sans valeur terminale.

Les flux de trésorerie normatifs, que ce soit sur un horizon de 5 ans avec valeur terminale ou un horizon de 10 ans sont calculés en tenant compte de la valeur du temps qui passe, c'est-à-dire en les actualisant. Il s'agit de diviser chaque flux de trésorerie par  $(1+i)$  avec « i » correspondant à la rémunération attendue par les actionnaires et les banquiers.

L'activité de ABC est très particulière, son marché est limité. On va retenir un taux d'actualisation qui tient compte de la rémunération attendue par les actionnaires selon le taux sans risque et une prime de risque qui lui est ajoutée. Le taux sans risque se détermine à partir des OAT (obligations du Trésor) sur 10 ans. Aujourd'hui ce taux sans risque vient de passer de 0,5 % à environ 0,9 % en quelques mois. Le taux de 0,5 % était d'ailleurs historiquement bas.

isque se détermine à partir des OAT (obligations du Trésor) sur 10 ans. Aujourd'hui ce taux sans risque vient de passer de 0,5 % à environ 0,9 % en quelques mois. Le taux de 0,5 % était d'ailleurs historiquement bas.

La formule de calcul du taux d'actualisation pour rémunérer les actionnaires tient compte d'un coefficient de régression linéaire, appelé  $\beta$ , qui mesure l'impact du marché financier sur le comportement d'une activité particulière. Ce taux est le résultat d'un calcul historique. On a observé un bêta estimé à 0,95 dans le transport, on le retient.

Ensuite on applique ce coefficient de comportement de l'activité à un taux correspondant à la prime de risque.

La prime de risque mesure l'écart entre la rémunération des actions comparée à celle des obligations. Actuellement les analystes financiers situent la prime de risque autour de 7 et

8 %.

On retient 8,5 % dans le contexte d'incertitude économique actuel.

Ainsi la formule de calcul [taux sans risque + ( $\beta$  x prime de risque)] devient :

$$0,95 \% + (0,8 \times 10 \%) = 8,5 \%$$

Il y a ensuite deux méthodes de raisonnement, soit on détermine les flux sur 5 ans (en les actualisant) et on leur ajoute une valeur terminale correspondant à l'actualisation à l'infini des flux de trésorerie (en divisant par  $i$ ) ; soit on décide de retenir les flux de trésorerie sur 10 ans (horizon économique d'un prêt bancaire et horizon cohérent pour ABC dans le contexte du contrat de bail conclu avec ABC EXPLOITATION).

La valorisation selon la deuxième hypothèse de 10 ans est plus cohérente dans le cas de ABC qui n'est pas propriétaire du foncier sur lequel la société a construit ses installations et dans le contexte du contrat de bail qui reste encore à courir jusqu'au 9 octobre 2026.

Concernant le taux d'actualisation il peut être considéré comme trop faible en retenant le taux calculé de 8,5 % compte-tenu des incertitudes de l'activité de ABC qui n'a que peu de locataires potentiels possibles. On va poser les calculs avec des taux de 10 %, de 15 % et de 20 % pour observer les résultats obtenus. Il est évident que le taux d'actualisation de 20 % est trop élevé car le risque est déjà pris dans les flux de trésorerie estimée, pas dans le taux uniquement.

Quand la valeur d'entreprise est déterminée avec la méthode 1 consistant à calculer le DCF sur 5 ans et à lui ajouter une valeur terminale ou quand la valeur est déterminée avec la méthode 2 consistant à calculer les DCF sur 10 ans, on détermine la valeur revenant aux actionnaires en déduisant le reliquat d'emprunt restant à payer aux banques.

Puis on applique au montant obtenu le pourcentage de détention qui dans ce cas est de

15 % pour déterminer la valeur estimée des actions détenues par XYZ.

Enfin il est d'usage de retenir une décote de liquidité quand les actions sont difficilement cessibles à l'extérieur de l'actionnariat (ce qui est le cas de ABC) et également une décote de minorité quand la fraction des actions dont la valorisation est demandée représente un faible pourcentage du capital, ce qui est également le cas ici.

On applique la décote d'illiquidité à la valeur des 15 % des actions calculée avant.

On va suivre ce processus et présenter les montants obtenus en fonction des différentes hypothèses dans le paragraphe suivant.

### 5-1-2 Calculs

J'ai produit le fichier de calcul à Monsieur O (représentant les cessionnaires) et à Monsieur D (représentant Maître T, liquidateur judiciaire) avant d'établir ce rapport pour obtenir leur avis et corriger d'éventuelles erreurs matérielles. L'évaluation d'entreprise n'est pas une science exacte mais une approche économique et financière cherchant à tendre vers des résultats les plus probants.

#### 5-1-2-1 Détermination du flux de trésorerie normatif

Le premier calcul concerne le flux de trésorerie normatif. Il est estimé à partir du résultat d'exploitation, dans le cas de ABC, en lui ajoutant les quotes-parts de

Le premier calcul concerne le flux de trésorerie normatif. Il est estimé à partir du résultat d'exploitation, dans le cas de ABC, en lui ajoutant les quotes-parts de subventions d'investissements par année. En effet ces montants sont du chiffre d'affaires comptabilisés plus bas dans le compte de résultat.

n° compte	intitulé	réel 2014	réel 2015	projet réel 2016	prévisionnel 2017	prévisionnel 2018
60640000	fournitures administratives			0	0	0
61320000	location immob- roux de brignoles			191	2 288	2 288
61610000	primes assurances - multirisq	10 833	11 211	11 323	11 373	11 418
61680000	primes assurances - autres	1 785	1 790	1 790	1 790	1 790
61690000	prime assur local roux de brignoles			0	1 864	1 864
61850000	frais de colloques, séminaires			190	200	220
62260000	honoraires cac	1 650	1 596	1 726	1 744	1 761
62263000	honoraires XYZ	21 723	21 830	18 431	0	0
62264000	honoraires mandat présidence			12 000	16 500	16 500
62265000	honoraires avocats			2 791	3 000	3 000
62266000	honoraires C			165 000	0	0
62267000	honoraires comptables			3 500	7 000	7 000
62267001	honoraires expert judiciaire				10 000	
62270000	frais actes et contentieux		45	588	48	48
62310000	annonces et insertions	480		690	130	130
62510000	voyages et déplacements			305	1 600	1 200
62570000	receptions			464	600	600
62610000	affranchissements			98	110	120
62780010	frais de services bancaires	567	441	713	800	800
63511000	OET		575	575	581	587
63512000	TAXES FONCIERES	42 508	43 318	43 673	44 114	44 560
65800000	CHARGES DV GESTION COURANTE	18 418	74 787	0	1	1
68112000	dotaions aux amortissements de	559 161	559 161	559 033	554 137	473 961
	<b>Charges exploitation</b>	<b>657 125</b>	<b>714 754</b>	<b>823 081</b>	<b>657 879</b>	<b>567 847</b>
70830000	locations diverses	402 410	398 604	397 087	397 442	397 442
70830000	frais accessoires facturés	34 952	54 529	54 996	55 487	55 978
75800000	frais divers de gestion courante	18 417	74 824	1	1	1
	<b>Produits exploitation</b>	<b>455 779</b>	<b>527 957</b>	<b>452 093</b>	<b>452 929</b>	<b>453 420</b>
	<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>-201 346</b>	<b>-186 797</b>	<b>-370 988</b>	<b>-204 950</b>	<b>-114 427</b>
77700000	quote-part sub invest virée au	451 476	451 476	451 476	447 521	382 771
	<b>REX corrigé</b>	<b>250 130</b>	<b>264 679</b>	<b>80 489</b>	<b>242 571</b>	<b>268 344</b>
	IS réel	62 805	63 389			
	taux IS normatif observé	25,11%	23,95%			
	IS estimé			20 927	63 069	69 769
	<b>Flux trésorerie avant prise en compte de la variation du BFR</b>	<b>187 325</b>	<b>201 290</b>	<b>80 489</b>	<b>179 503</b>	<b>198 574</b>
	estimé de ' variation du BFR	0	0	0	0	0
	dotation aux amortissements	559 161	559 161	559 033	554 137	473 961
	<b>flux de trésorerie au sens du DCF</b>	<b>746 487</b>	<b>760 451</b>	<b>639 522</b>	<b>733 640</b>	<b>672 535</b>
		753 469			700 088	
			715 487			
				710 527		
	<b>flux normatif retenu</b>			<b>710 000</b>		

On a observé les résultats d'exploitation de 2014 et de 2015 pour estimer le résultat d'exploitation normal ou normatif auquel ABC doit normalement s'attendre pour les 5 ou 10 ans à venir.

Le résultat d'exploitation négatif de K€ 201 ou de K€ 187, respectivement en 2014 et 2015, a été retraité du produit correspondant à la subvention d'investissement virée au compte de résultat pour donner un flux de trésorerie moyen de K€ 753 sur ces deux années.

Le REX est également corrigé de la dotation aux amortissements qui est une charge calculée et donc pas une sortie de cash. Dans le cas de ABC on fait également l'hypothèse que la variation d'investissement est quasi-nulle ainsi que cela a été évoqué lors de la réunion du 22 février 2017.

Les calculs faits sur 10 ans viennent conforter le postulat de l'absence d'investissements pendant cette période car les travaux de remise en état ne seraient à réaliser qu'en fin de bail sur des sujets marginaux comme des remises en état de rails dont les coûts seraient très faibles et ne nécessiteraient pas plus de K€ 10 au maximum de coût par an si on les comptabilisait en grosses réparations. Compte tenu des hypothèses de REX qui ont été retenues un montant de plus ou

état de rails dont les coûts seraient très faibles et ne nécessiteraient pas plus de K€ 10 au maximum de coût par an si on les comptabilisait en grosses réparations. Compte-tenu des hypothèses de REX qui ont été retenues un montant de plus ou moins 10 K€ ne viendrait pas modifier de façon significative le flux qui a été obtenu pour K€ 710.

Le REX corrigé de 2016 s'établit à K€ 639.

La société ABC a produit un prévisionnel de résultat de K€ 703 pour 2017 et 2018 en tenant compte des subventions d'investissement attendues.

La moyenne des 5 prévisionnels observés (3 observés et deux estimés) sur la période 2014 jusque 2018 s'établit à € 710 527. On va retenir un flux de trésorerie « normatif » y inclus les subventions d'investissement de K€ 710. Ce flux normatif intègre l'exercice comptable 2016 qui n'est pas normal car il inclut des prestations exceptionnelles de K€ 165. En incluant cette année 2016 particulière cela revient à intégrer les éventuels aléas de résultats qui pourraient se produire sur l'horizon de 10 ans ou sur l'horizon à l'infini.

Ce flux normatif de K€ 710 va être intégré dans tous les calculs à venir en lui appliquant différents taux d'actualisation (i) et en retenant différentes périodes.

Dans la formule du DCF il faut inclure en moins la variation du BFR (le besoin en fonds de roulement). Le BFR correspond à l'avance de trésorerie qu'une société doit faire, essentiellement en fournissant des prestations à ses clients avant d'être payée et en bénéficiant en contrepartie d'avances que lui font ses fournisseurs. Or dans le cas de ABC, son client est la société ABC EXPLOITATION qui doit payer de façon instantanée ses loyers et en tout cas s'il y a une créance elle doit normalement être de même niveau chaque fin d'exercice comptable ou presque. Ainsi sa variation doit être de zéro ou presque. La variation en moins du BFR va donner zéro ce qui n'ajoute ou ne retire rien au montant du résultat d'exploitation net d'IS que l'on a trouvé pour K€ 710.

On retient donc K€ 710 comme flux de trésorerie normatif au sens du DCF.

#### *5-1-2-2 Evaluation fondée sur les DFC pendant 5 ans avec une valeur terminale calculée à l'infini.*

On présente les résultats obtenus en fonction des différents taux d'actualisation retenus.

		2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	
<b>Flux de trésorerie estimé</b>		710 000	710 000	710 000	710 000	710 000	
<b>1er taux d'actualisation</b>	8,50%	654 378	603 113	555 865	512 318	472 182	<b>2 797 856</b>
<b>2ème</b>	10%	645 455	586 777	533 434	484 940	440 854	<b>2 691 459</b>
<b>3ème</b>	15%	617 391	536 862	466 837	405 945	352 995	<b>2 380 030</b>
<b>4ème</b>	20%	591 667	493 056	410 880	342 400	285 333	<b>2 123 335</b>

				Valeur En*1					Actionnaires = v entreprise - di bancaire net
		DCF 5 ans	VT	DCF 5 ans + VT		Emprunt au 31 décembre 2016	Trésorerie active	Dette nette	Hypo 1 : DCF 5 VT - dette banca nette
1er taux d'actualisation	8,50%	2 797 856	5 119 894	7 917 750		2 077 860	24 813	2 053 047	5 86
2ème	10%	2 691 459	4 007 765	6 699 224		2 077 860	24 813	2 053 047	4 64
3ème	15%	2 380 030	2 046 351	4 426 381		2 077 860	24 813	2 053 047	2 37
4ème	20%	2 123 335	1 188 888	3 312 222		2 077 860	24 813	2 053 047	1 25

En retenant la méthode fondée sur l'actualisation à l'infini des flux de trésorerie on obtiendrait une valorisation des parts de XYZ comprise entre K€ 879 (au taux de 8,5 %) et K€ 188 (au taux de 20 %). La valorisation à l'infini n'a pas de sens dans le cas de ABC dont la durée de vie est bordée par le bail emphytéotique. Il conviendrait de plus d'appliquer une décote d'illiquidité et de minorité aux actions détenues par XYZ aux montants apparaissant dans la dernière colonne. Cette décote serait comprise entre 20 et 40 %.

Formation évaluation entreprise, Anne CONSTANT expert-comptable, commissaire aux comptes, expert près la Cour d'Appel de DOUAI – 7 avenue LEBAS – 59 100 ROUBAIX – 03 59 05 14 24 - Page 18 sur 21

### 5-1-2-3 Evaluation fondée sur les DFC pendant 10 ans sans valeur terminale

On part du flux de trésorerie normatif de K€ 710 pour une période de 10 ans. On l'actualise avec différentes hypothèses de taux depuis 8,5 %, puis un taux de 10 % puis 15 % puis 20 %.

Le taux de 8,5 % est calculé en fonction du taux des OAT sur 10 ans et d'une prime de risque estimée comme l'écart entre la rémunération des actions et la rémunération des obligations.

Les autres taux posés sont là pour observer quelle serait la valorisation en fonction du taux de rémunération attendu par les actionnaires (et donc le taux de risque estimé).

Lors de la réunion du 22 février 2017 la valorisation des 15 % d'actions ABC détenues par XYZ a été estimée par les deux parties (cédant et cessionnaires) autour de K€ 250.

Par itérations successives, à partir des flux de trésorerie produits par la société ABC, j'ai observé quel taux conduisait à cette valorisation de K€ 250 et j'avais observé que le taux devait être autour de 15 %. Entre temps j'ai corrigé les flux de trésorerie et j'observe que la valorisation des 15 % à hauteur de K€ 250 correspond à un taux d'actualisation compris entre 10 et 15 % et non pas un taux de 15 %.

Le total sur 10 ans des flux de trésorerie actualisés à 8,5 % s'établit à 4,7 millions d'euros puis à 10 % s'établit à 4,3 millions d'euros et à 15 % à 3,5 millions d'euros, selon le tableau en page suivante :

selon le tableau en page suivante :

Formation évaluation entreprise, Anne CONSTANT expert-comptable, commissaire aux comptes, expert près la Cour d'Appel de DOUAI – 7 avenue LEBAS – 59 100 ROUBAIX – 03 59 05 14 24 - Page 18 sur 21

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Flux de trésorerie estimé		710 000	710 000	710 000	710 000	710 000	710 000	710 000	710 000
1er taux d'actualisation	8,50%	654 378	603 113	555 865	512 318	472 182	435 191	401 098	36
		4 658 557							
2ème	10%	646 455	586 777	533 434	484 940	440 854	400 776	364 342	33
		4 362 643							
3ème	15%	617 391	536 852	466 837	405 945	352 995	306 963	266 915	23
		3 563 326							
4ème	20%	591 667	493 056	410 880	342 400	285 333	237 778	198 148	18
		2 976 655							

Formation évaluation entreprise, Anne CONSTANT expert-comptable, commissaire aux comptes, expert près la Cour d'Appel de DOUAI – 7 avenue LEBAS – 59 100 ROUBAIX – 03 59 05 14 24 - Page 18 sur 21

		DCF 10 ans	Emprunt au 31 décembre 2016	Trésorerie active	Dette nette	Hypo 2 : DCF 10 ans - dette bancaire nette	pourcentage actionnariat PROJENOR	Hypo 2 : DCF 10 ans - dette bancaire nette	
1er taux d'actualisation	8,50%	4 658 557	2 077 860	24 813	2 053 047	2 605 510	15%	390 827	
2ème	10%	4 362 643	2 077 860	24 813	2 053 047	2 309 596	15%	346 439	286 49
3ème	15%	3 563 326	2 077 860	24 813	2 053 047	1 510 279	15%	226 542	
4ème	20%	2 976 655	2 077 860	24 813	2 053 047	923 608	15%	138 541	

Formation évaluation entreprise, Anne CONSTANT expert-comptable, commissaire aux comptes, expert près la Cour d'Appel de DOUAI – 7 avenue LEBAS – 59 100 ROUBAIX – 03 59 05 14 24 - Page 18 sur 21

### 5-1-3 Avis sur la valorisation selon la méthode des DCF

On observe deux raisonnements différents :

- Une évaluation fondée sur la moyenne entre les flux actualisés à 10 % et les flux actualisés à 15 % qui donne une valorisation de K€ 286 pour les 15 % d'actions ABC détenues par XYZ.

- Une valorisation sur la moyenne entre les flux actualisés à 10 % et les flux actualisés à 15 % qui donne une valorisation de K€ 286 pour les 15 % d'actions ABC détenues par XYZ.
- Une valorisation selon le taux calculé de 8,5 % qui aboutit à un flux de K€ 4 658 sur 10 ans duquel on déduit le reliquat d'emprunt de 2 millions d'euros en tenant compte de la trésorerie active pour obtenir la valorisation de la société revenant aux actionnaires de K€ 2 605 à laquelle on applique le taux de participation de 15 % de XYZ dans ABC. On applique ensuite une double décote de minorité (XYZ détient 15 % de ABC) et une décote d'illiquidité (les titres ne sont pas librement cessibles et non cessibles sur un marché actif). Au total la valorisation de la participation de XYZ après les décotes ressort à K€ 273.

C'est cette dernière valorisation que je retiens car elle est déterminée selon les règles de l'art avec un taux d'actualisation calculé et en retenant une double décote d'illiquidité et de minorité.

Les parties (cédant et cessionnaire) estimaient que le prix des 15 % d'actions tournait autour de K€ 250, la valorisation retenant une moyenne entre 10 et 15 % (sans décote) tourne autour de K€ 286 et la valorisation plus fine aboutit à K€ 274. Je souhaite retenir une valorisation de € 274 000 ou € 273 000, car une valeur à l'euro près n'a pas de sens en évaluation d'entreprise.

Pour mémoire, XYZ détient 1200 actions. On va diviser les deux montants précédents par 1200 actions pour obtenir :

valorisation	prix	nombre	valeur unitaire
273 000 €		1200	227,50000 €
274 000 €		1200	228,33333 €
	250 000 €	1200	208,33333 €

Les parties évoquaient un prix des 1200 actions convergeant (ou presque) vers € 250 000, cela correspondrait à une valeur unitaire de € 208,333

Je suis d'avis de retenir une valeur unitaire de € 227,5 par action XYZ avec une valorisation des 1200 actions détenues par XYZ de € 273 000.

## 5-2 Actif net comptable corrigé (ANCC)

Les praticiens de l'évaluation ne recourent à cette méthode que dans le cas de sociétés holding ou quand il y a des actifs hors exploitation significatifs.

Pour satisfaire le cédant qui évoque la valorisation du bail emphytéotique pour un montant compris entre 0,9 et 1 millions d'euros, on pose les chiffres.

Si on observe le montant des capitaux propres au 31 décembre 2016, il est de K€ 12 443 (annexe 14/2). Or ce montant inclut les subventions à rapporter plus tard dans le compte de résultat. Il s'agit en sorte du chiffre d'affaires acquis sur les années à venir. On doit donc déduire des capitaux propres les subventions à venir pour envisager une évaluation de la société ABC.

On va donc retenir les capitaux propres hors subventions ce qui donne un montant de K€ 950 hors prise en compte des dividendes.

Lors de la réunion il a été évoqué la distribution de dividendes pour un montant de l'ordre de K€ 100 depuis l'exercice 2007 pendant 9 ans. 9 fois K€ 100 donne un montant de K€ 900 (si il y a effectivement eu un versement de dividendes de K€ 100 par an pendant 9 ans).

On va donc ajouter K€ 900 aux K€ 950 de capitaux propres. On obtient un total de K€ 1 850.

Si on ajoute le montant de 1 million d'euros de valorisation du bail emphytéotique (induit par le fait que le loyer du terrain est très faible) alors le montant total devient K€ 2 850.

Aucune autre plus ou moins-value latente ne nous a été indiquée et comme on l'a vu avant il n'y a pas d'actifs hors exploitation qui viendraient ajouter une autre valeur.

Ce montant de K€ 2 850 devient la base de valorisation des 8000 actions de la société ABC. Comme vu dans le raisonnement selon les DCF, il convient de tenir compte d'une décote de minorité et d'une décote d'illiquidité

Ce montant de K€ 2 850 devient la base de valorisation des 8000 actions de la société ABC. Comme vu dans le raisonnement selon les DCF, il convient de tenir compte d'une décote de minorité et d'une décote d'illiquidité.

On divise applique 15 % à € 2 850 000. Puis on applique les décotes de minorité et d'illiquidité.

ANCC	%PROJENOR	15,00%	décote 20 %	décote 30 %	valeur après décote 30 %
2 850 000 €	15%	427 500,00 €	85 500,00 €	128 250,00 €	299 250,00 €

Ce calcul est fait sous l'hypothèse qu'il y ait effectivement eu une distribution de dividendes de K€ 100 depuis les comptes de 2007 jusque 2015, savoir K€ 900 sur 9 ans, ce qui n'a pas été démontré.

La valorisation doit être affinée mais en tout cas elle indique une valorisation dans le même intervalle de prix.

### 5-3 Méthode des comparables

Cette méthode est impossible à mettre en œuvre dans le cas de la société ABC, son métier étant marginal il n'y a pas de bases de données de comparables.

### 5-4 Dividendes

On observe ls capitaux propres entre le 31 décembre 2014 et le 31 décembre 2015. On voit que le résultat net de 2014 était de K€ 116 et qu'il a été versé sous la forme de dividendes aux actionnaires à hauteur de K€ 100 pour obtenir des réserves de K€ 33 en 2015 contre K€ 27 en 2014.

Une des méthodes de valorisation consiste à diviser le dividende normatif par le taux d'intérêt approprié, et c'est là la difficulté. Si on retient le taux de 8,5 % trouvé dans la suite de ce rapport, la valorisation fondée sur les dividendes serait de 100 000 / 0,085. Cela donne un montant de 1176 470 € pour la société. La participation de XYZ serait valorisée au mieux K€ 176 avant prise en compte de décotes de minorité et d'illiquidité.

## 6- Conclusion

**Je suis d'avis de retenir une valeur unitaire de € 227,5 par action XYZ soit une valorisation des 1200 actions détenues par XYZ pour un montant de € 273 000.**

## 7- Documents à obtenir

- Les comptes 2016 de ABC
- La copie du contrat conclu entre ABC et ABC EXPLOITATION ;
- La lettre d'affirmation signée par QPC indiquant qu'à la date la plus proche du rapport, aucun élément exceptionnel n'est venu remettre en cause le résultat d'exploitation (REX corrigé dans le tableau en dessous) , observé autour de K€ 250 et K€ 264 y inclus la quote-part de subvention virée au compte de résultat et donc n'est venu remettre en cause les éléments juridiques et financiers qui ont permis d'établir l'évaluation présente.
- Les procès-verbaux ABC signés en 2016 et depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2017.

## 8-Annexes

Annexe 1 : description du fonctionnement du terminal de transport combiné de ABC.

Annexe 2 : statuts de ABC mis à jour le 24 juin 2016

Annexe 3 : bref extrait du contrat de bail emphytéotique daté du 9 octobre 2006.

Annexe 10 : prévisionnel de trésorerie établi par ABC et produit en réunion le 22 février 2017 sur site.

Annexe 11 : balance générale 2014

Annexe 12 : balance générale 2015

Annexe 13 : bilan 2015

Annexe 14 : projet de comptes 2016 transmis le 22 février 2017

Annexe 15 : analyse de Monsieur Q pour QPC, président de ABC, en 1<sup>er</sup> mars 2017.

Annexe 13 : bilan 2015

Annexe 14 : projet de comptes 2016 transmis le 22 février 2017

Annexe 15 : analyse de Monsieur O pour QPC, président de ABC, au 1<sup>er</sup> mars 2017

Annexe 16 : analyse de Monsieur D

Annexe 17 : prévisionnel du chantier rail-route transmis par XYZ.

Annexe 18 : Rapport d'expertise extra-juridictionnel rédigé par les experts diligentés par XYZ, Monsieur Robert P, Expert près la Cour d'Appel de DOUAI et Monsieur Jean-Pascal R, Expert près la Cour d'Appel de DOUAI, daté du 15 mars 2017, non signé mais produit par mail par Monsieur D.

Fait à ROUBAIX, le 4 mai 2017

Anne CONSTANT

Formation évaluation entreprise, Anne CONSTANT expert-comptable, commissaire aux comptes, expert près la Cour d'Appel de DOUAI – 7 avenue LEBAS – 59 100 ROUBAIX – 03 59 05 14 24 - **Page 18 sur 21**