

Nous reprenons ici un exemple à titre illustratif.

✚ Méthodes d'évaluation par le rendement et par le marché, en l'occurrence :

1. Méthode Discounted Cash-flow (« DCF ») avec un taux d'actualisation de 13,5% incluant une prime « *distress* » de 5,5% (dans le coût des fonds propres) ;
2. Méthode Risk – Adjusted NPV, considérant la probabilité d'occurrence des flux de trésorerie prévisionnels (87% en 2021 et 81% ensuite) ;
3. Approche multi-scénarios (continuité/discontinuité), considérant une probabilité de discontinuité de 60% au 31/12/2020 appliquée à :
 - (a) La méthode DCF avec un taux d'actualisation « *dé-risqué* » de 11,3% ;
 - (b) La méthode des multiples, considérant les agrégats financiers (chiffre d'affaire, EBITDA et EBIT) de l'année terminale (2024) et reflétant un « *passage à vide* » (sous-performance) sur les années 2021-2023.
4. À titre informatif, corroboration des résultats issus des méthodes supra via le modèle de Black & Scholes (modèle d'évaluation d'options) sur base d'une maturité moyenne de la dette de 9 ans et d'une volatilité sectorielle de 28%.

✚ Autres hypothèses d'évaluation :

1. Pertes fiscales récupérables estimées à 3,7 MEUR au 31/12/2020 et évaluées à environ 300 ou 400 KEUR (selon la méthode d'évaluation supra) ;
2. Participation dans la SA considérée pour la valeur nette comptable de ses fonds propres (69 KEUR au 31/12/2020) ;
3. CapEx et BFR de respectivement 3% (analyse historique) et 5% (Q1 secteur) du chiffre d'affaire ;
4. Valeur en discontinuité considérée nulle.

Plan financier :

Comptes de résultat	2021	2022	2023
Ventes et prestations	8.730	9.815	10.360
Achats	-5.068	-4.346	-4.662
Marge brute	3.662	5.470	5.698
Frais généraux	-93	-876	-933
Frais de personnel	-2.574	-2.512	-2.784
Intérimaires	-233	-710	-469
Rémunérations Management	-267	-267	-267
Réductions de valeur et provisions	-61	-61	-20
EBITDA	-404	1.045	1.226
Amortissements	-287	-287	-300
Résultat exceptionnel	-	-	-

Résultat financier	-95	-82	-82
Impôts	-	-	-
Résultat net	-786	676	844

Méthode Discounted Cash-Flow (DCF)

Méthode DCF	2021	2022	2023	VT	
EBIT	-691	758	926	926	
Impact fiscal	-	-	-	-	
Ajust. amortissements	287	287	300	300	
CapEx	3%	-	-180	-45	-300
Variation de BFR	-589	-50	-25	-	
5%					
FCFF (incl. TV)	-922	815	1.156	5.150	
Facteur d'actualisation	0,88	0,78	0,68	0,68	
13,5%					
DCF	-874	633	791	3.523	
Valeur d'entreprise (EV)				4.072	
Dette financière nette (DFN)				-3.808	
PFR				384	
13,5%					
Participation				69	
Litiges				p.m.	
Valeur de marché (arrondie) des fonds propres				720	

Méthode Risk-Adjusted (NPV)

Méthode Risk-Adjusted NPV	2021	2022	2023	VT
FCFF (inclus. TV)	-992	815	1.156	6.151
Probabilité du chiffre d'affaire	87%	81%	81%	81%
Facteur d'actualisation	0,90	0,81	0,73	0,73
11,3%				
DCF	-776	531	683	3.633
Valeur d'entreprise (EV)				4.071
Dette financière nette (DFN)				-
				3.808
PFR probabilisée				345
81%				
Participation				69
Litiges				p.m.
Valeur de marché (arrondie) des fonds propres				680

Méthode DCF

Méthode DCF en continuité	2021	2022	2023	VT
---------------------------	------	------	------	----

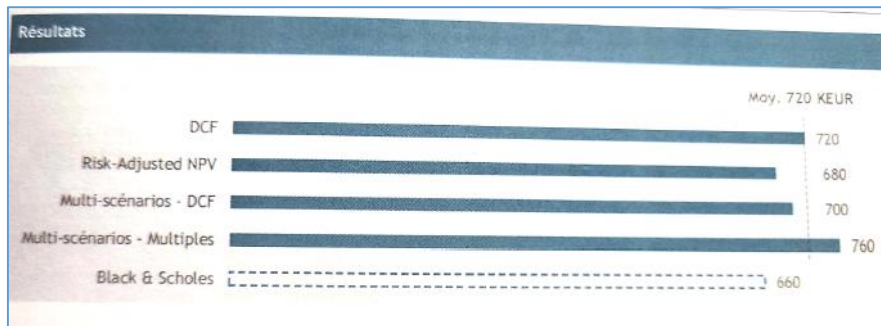
EBIT	-691	758	923	926
Impact fiscal	-	-	-	-
Ajust. amortissement	287	287	300	300
CapExp	-	-180	-45	-300
Variation de BFR	-589	-50	-25	-
FCFF (incl. TV)	-992	815	1.156	6.151
Facteur d'actualisation	0,90	0,81	0,73	0,73
DCF	-892	658	839	4.462
Valeur d'entreprise (EV)				5.066
Dette financière nette (DFN)				-3.808
PFR				424
Participation				69
Litiges				p.m.
Valeur de marché des fonds propres				1.752
Valeur en discontinuité				
Fonds propres 31/12/2020				-152
Passif social				-1500
Passif environnemental				-275
Plus-value latente sur participation				7
Plus-ou-moins-values latentes sur installations				p.m.
Litiges (p.m.
Autres indemnités de discontinuité (frais de liquidation, ruptures de contrat...)				p.m.
Total				Nég.
Approche multi-scénarios				
			Probabilité	Valeur
Continuité			40%	1.752
Discontinuité			60%	0
Valeur de marché (arrondie) des fonds propres				700

Méthode des multiples

Méthode des multiples en continuité	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT
Agrégat financier année terminale	10.360	1.226	926
Multiple décoté	0,8x	5,3x	7,2x
Valeur d'entreprise	8.236	6.493	6.708
EV moyenne			7.146
Dette financière nette (DFN)			-3.808
Normalisation du BFR			-589
Sous-performance résultat net 2021-2023			-1.349
PFR			424
Participation			69
Litiges			p.m.
Valeur de marché des fonds propres			1.894

Approche multi-scénarios	Probabilité	valeur
Continuité	40%	1.894
Discontinuité (cf. supra)	60%	0
Valeur de marché (arrondie) des fonds propres		760

Conclusions



Etude de sensibilité

Nous reprenons ici un exemple à titre illustratif.

		Analyses de sensibilité				
		Probabilité de discontinuité				
		-20%	-10%	60%	+10%	+20%
WACC	-1,0%	1.220	1.120	1.010	900	790
	-0,5%	1.050	950	860	760	660
	13,5%/11,3%	900	810	720	630	530
	+0,5%	750	670	580	500	420
	+1,0%	620	540	460	390	310

Approche de la prime de risque

Nous reprenons ici un exemple

Méthode Black & Scholes	
Prix du sous-jacent (EV) (espérance)	2.858
Prix d'exercice (DFN)	3.808
Maturité (durée résiduelle moyenne endettement financier)	8,9
Volatilité du sous-jacent (EV) (Damodaran, 2021)	28%
Taux sans risque (OLO 10 ans)	0%

Valeur de marché arrondie des fonds propres	660
--	------------