

# LES 10 PRINCIPAUX RETRAITEMENTS EN MATIERE D'ÉVALUATION



Compagnie des Conseils  
et Experts Financiers

En matière d'évaluation des entreprises matures et in bonis, la méthode la plus utilisée s'appuie sur les multiples.

Un multiple de l'EBIT\* (le REX\* selon la terminologie du Plan Comptable français) ou de l'EBITDA\* (l'EBE\* selon la terminologie du Plan Comptable français), souvent minoré du Capex\* (dépenses d'investissement), nous donne la « valeur d'entreprise ».

A ce résultat, il convient d'ajouter la trésorerie nette, c'est à dire la trésorerie diminuée des dettes financières.

De prime abord, une lecture rapide des comptes permettrait de réaliser ces calculs. Il n'en n'est rien : ce calcul apparemment simple est une approximation d'un calcul de type DCF (Discounted Cash Flow) approfondi. Et cette approximation n'a de sens que si on utilise des valeurs « normalisées ».

Les « retraitements » visent donc à normaliser les données utilisées dans le calcul, c'est-à-dire à les rendre représentatives de la situation actuelle réelle et récurrente de l'entreprise et de sa tendance pour le futur proche, du point de vue de l'acheteur.

On obtiendra donc :

- ⇒ Un Ebitda ou un Ebit normalisé : base à appliquer au multiple, afin de calculer la « valeur d'entreprise »,
- ⇒ Une trésorerie nette normalisée.

La valeur des titres sera la somme de la valeur d'entreprise et de la trésorerie nette normalisée.

On peut noter que le calcul de la base à appliquer au multiple se fait sur un montant avant impôt sur les sociétés, car le multiple tient compte du fait que le cash-flow final disponible sera amputé de cet impôt.

Nous pouvons constater que certains de ces retraitements sont parfois mal compris par les acteurs intervenant sur le marché. Ainsi peut-on observer des cas où, dans une optique de négociation, certains misent sur l'oubli des retraitements qui peuvent leur être défavorables ....



**Lionel Canis**

Membre du collège des évaluateurs de la CCEF  
Dirigeant du Groupe Cesacq, spécialisé en cession de PME et levées de fonds, et associé de CDI Global, M&A transfrontières

#### **Avec la collaboration de :**

*Maud Bodin-Veraldi, Christian Pradon et Patrick Sénécourt, membres de la commission évaluation et transmission des entreprises de la CCEF*

Dans le cas où la valorisation porte sur un ensemble de plusieurs sociétés, il convient de faire cet exercice sur les comptes consolidés (ou au moins combinés).

D'autres « retraitements » peuvent être pratiqués pour mieux comprendre certains ratios et le business model de l'entreprise, afin de le comparer notamment à des entreprises du même secteur. Ils ne sont pas évoqués ci-dessous.

Enfin, il convient de bien souligner que cette méthode d'évaluation s'applique à des entreprises matures et in bonis, opérant sur un marché pérenne. Ainsi ni les startups, ni les entreprises en difficulté ne peuvent être évaluées selon cette approche. Les entreprises de très petites tailles et les entreprises à faible rentabilité, ou celles présentant un intérêt particulier pour certains acheteurs, pourront aussi être évaluées différemment.

\* EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations - EBE : Excédent Brut d'Exploitation  
Capex : CApital EXPenditures - EBIT : Earnings Before Interest and Taxes - REX : Résultat d'EXploitation

# La base à appliquer au multiple : normalisation de l'EBIT ou de l'EBITDA

## 1. Stocks, production stockée et encours

### Stocks

Une dépréciation ponctuelle des en-cours ou des stocks figurant au bilan n'a pas d'impact direct sur le cash et la trésorerie. Concernant son impact sur la rentabilité, il convient de bien prendre en compte la nature de cette dépréciation du point de vue économique.

Si la dépréciation n'a pas encore été constatée, si elle est significative, et si l'on considère qu'elle est récurrente et inhérente à l'activité de l'entreprise, alors on est conduit à diminuer l'EBIT d'une dépréciation annuelle moyenne.

Si cette dépréciation est due à un événement exceptionnel, non reconductible, et si en outre cet événement est éloigné dans le temps, alors on peut arguer de l'absence d'impact sur la valorisation.

Nota :

- ⇒ contrairement à une idée reçue, une diminution des stocks, en diminuant le capital investi, conduit plutôt à augmenter le multiple et donc la valeur d'entreprise,
- ⇒ certains praticiens considèrent qu'une dépréciation des stocks au moment de l'évaluation se traduit par une diminution équivalente de la valeur des titres. Nous n'adhérons pas à cette approche, pour les raisons développées ci-dessus.

### Compte d'exploitation : production stockée

La variation des encours a un impact très important sur l'EBIT. Car une augmentation des encours de 100, aug-

mente directement l'EBIT de 100 !

Les encours sur des productions de série sont à examiner en étudiant les variations d'une année sur l'autre. Toute variation mérite attention. Une augmentation des encours qui ne serait pas directement justifiée par des commandes en cours non livrées peut conduire à une correction.

Le cas des activités incluant de gros projets est encore plus délicat.

On peut valoriser l'avancement d'un projet soit au coût de fabrication, soit au prix de vente. Différentes règles de calcul de l'avancement sont possibles, par exemple :

- ⇒ le % du temps passé,
- ⇒ le % du coût total (temps passé + achats)

Le choix de la méthode peut avoir un impact important sur les résultats obtenus, ce qui n'est bien entendu pas satisfaisant ! En effet, la valeur d'entreprise ne devrait pas dépendre de la méthode comptable retenue...

### Que faire dans une telle situation ?



Bien entendu, il convient de revenir au modèle d'affaires de l'entreprise, et retenir la méthode qui reflète le mieux la réelle valeur créée au cours de la période considérée.

Pour l'exemple décrit dans l'encart ci-dessous, la méthode retenue a été l'avancement d'après le prix de vente, c'est-à-dire d'après le coût total en incluant la marge.

Prenons l'exemple d'une entreprise de 10 M€ de CA qui a une machine spéciale vendue 3 M€, à livrer en avril. Cela peut conduire lors de la clôture de décembre à des évaluations très diverses.

La comptabilité analytique nous donne pour ce projet les informations suivantes :

- ⇒ Budget achats 1,5 M€,
- ⇒ Budget main d'œuvre 0,9 M€,
- ⇒ Marge 0,6 M€

Projet comprenant beaucoup d'études, puis beaucoup d'achats de composants, suivis d'un peu d'intégration

- % avancement au 31/12  
en heures : 60%  
en achats : 20%

- avancement du projet au 31/12  
d'après les heures  
au coût : 1,44 M€  
avec la marge : 1,8 M€

d'après le coût total (heures + achats)  
au coût : 0,84 M€  
avec la marge : 1,05 M€

d'où une variation de l'EBIT selon la méthode retenue jusqu'à 0,96 M€.

Si nous prenons en compte que la marge totale annuelle de cette entreprise est de 20% soit 2 M€ et l'EBIT de l'ordre de 1 M€, nous voyons que le choix de la méthode de calcul de la production stockée peut faire varier la valeur d'entreprise du simple au double, et même davantage !

## 2. Production immobilisée

La production immobilisée a bien entendu un très fort impact sur l'EBITDA.

Par exemple, lorsqu'une entreprise doit réaliser de nouveaux développements pour livrer une commande, on peut considérer que les coûts relatifs à ces nouveaux développements :

1. font partie des dépenses liées à la commande, et doivent être passés en charges, ou bien
2. sont de nouveaux développements susceptibles de servir à une autre commande, et doivent alors être passés en production immobilisée, puis amortis sur les années suivantes.

Les entreprises qui souhaitent bénéficier du dispositif du Crédit Impôt Recherche ont tendance à privilégier la seconde option.

Quelles sont les conséquences pour l'évaluation ?

- ⇒ Si l'agrégat retenu pour le calcul est l'EBITDA, l'impact est évidemment considérable. D'ailleurs, nous avons constaté que les acheteurs étrangers, lorsqu'ils raisonnent EBITDA, soustraient en général du calcul les « productions » qui ne génèrent pas de cash, même si on leur explique que cela crée de la valeur pour le futur ...
- ⇒ Si l'agrégat retenu est l'EBIT, tout dépend alors de la récurrence du recours à la production immobilisée, et si l'on est arrivé au cas où celle-ci est égale aux amortissements des productions immobilisées

antérieures. Dans une telle situation équilibrée, on peut argumenter qu'aucun retraitement n'est requis. Toutefois, la vérité économique demanderait la prise en compte d'un « Capex » moyen (voir ci-dessous).

Si production immobilisée et dotations aux amortissements correspondantes ont, sur les années prises en compte, des valeurs différentes, le plus pertinent est de neutraliser tant la production immobilisée que les amortissements.

Là encore, la vérité économique demanderait de prendre en compte, sous forme d'amortissements, un « Capex » égal aux investissements de développement annuels moyens nécessaires à la pérennité de l'activité. Mais ce point peut être omis ou négocié.

En pratique, on constate que les « créations de valeur » virtuelles, qui n'engendrent pas de ventes supplémentaires, et donc pas de « cash-flow » sont le plus souvent neutralisées par les intervenants sur le marché, qui les déduisent de l'EBITDA.

### Cas d'une entreprise du secteur du bâtiment qui construit ses propres locaux

Il convient de retraiter de manière à se mettre dans une configuration analogue à l'acquisition de locaux, à amortir sur leur durée d'utilisation. La difficulté consiste à prendre en compte la masse salariale utilisée pour cette production immobilisée ponctuelle. En effet, il est fréquent que l'entreprise masque sa sous-activité en construisant ses locaux. Dans ce cas, il convient de déduire de l'EBIT la masse salariale utilisée pour la production immobilisée, car il n'y a pas de flexibilité sur les dépenses de personnel.

## 3. Loyers immobiliers

Les PME dont le patrimoine d'exploitation est détenu par les dirigeants, ou installées dans leurs locaux depuis de nombreuses années ont parfois des coûts de loyers hors marché, entraînant donc une distorsion.

Prenons l'exemple d'une société de mécanique en vente en région parisienne qui a un chiffre d'affaires de 5 M€, avec un EBIT de 260 k€.

Ses locaux, situés dans une zone industrielle, appartiennent à une SCI possédée par le dirigeant et sa famille. Le loyer avait été fixé 12 ans plus tôt à un niveau modeste pour donner plus de flexibilité à l'entreprise. Le loyer annuel est aujourd'hui de 90 k€ HT pour 2500 m<sup>2</sup> de bureaux et ateliers. Le loyer annuel « de marché » dans cet endroit précis est évalué à 120 k€.

Le loyer doit être retraité de 30 k€, ce qui réduit le EBIT à 230 k€. Ainsi, il convient de faire avant la cession un nouveau bail avec le nouveau loyer.

Quel est l'impact de ce retraitement pour la famille cédante ? Si le multiple retenu est de 5, la valeur d'entreprise est réduite de  $5 \times 30 = 150$  k€. Mais le loyer est augmenté de 30 k€, ce qui correspond à une valeur d'immobilier de l'ordre de 300 k€. Finalement, le retraitement est positif pour le cédant, tout en étant rassurant pour l'acquéreur.

## 4. Salaires, frais de confort, participation, crédits d'impôts

### Les salaires et les frais des dirigeants

La rémunération du dirigeant doit être normalisée, aussi bien à la hausse qu'à la baisse.

Si on prend pour exemple une PME rentable de quelques millions d'euros de CA dans un métier traditionnel et qu'on estime que la rémunération standard du dirigeant est de l'ordre de 150 k€ chargé, alors :

Si le dirigeant est déjà à la retraite et ne touche pas de rémunération par la société, l'EBE et le REX seront diminués de 150 k€,

A l'opposé, si le dirigeant a décidé de se verser un salaire plus élevé, par exemple de 250 k€ chargé, l'EBE et le REX seront augmentés de 100 k€.

S'agissant de PME de moins de 50 personnes, un salaire de dirigeant « standard » peut être de l'ordre de 150 k€ chargé pour une petite PME industrielle, à environ 300 k€ chargé dans des PME de plus grande taille et de secteurs à plus forte croissance (par exemple technologies de l'information, ...). Il convient aussi d'identifier les salariés (dont notamment ceux proches de la famille du dirigeant) pouvant avoir des salaires atypiques susceptibles de ne pas être maintenus après la cession, qu'il convient alors de retraiter.

Les frais « de confort » (frais de déplacement, de réception, etc.) sont définis comme des frais supplémentaires engagés par le dirigeant, lesquels, dans le cadre d'une gestion stricte et rigoureuse, ne sont pas nécessaires au bon fonctionnement de la société. Ces frais de confort sont à rajouter à l'EBIT. Bien entendu, si cette opération se fait dans le cadre d'une cession, il sera indispensable de bien expliquer et de convaincre l'acquéreur de leur caractère non nécessaire à l'exploitation.

### La participation des salariés

La comptabilité française fait apparaître la participation des salariés aux résultats de l'entreprise en pied de résultat, juste avant l'impôt sur les bénéfices.

Or cette dépense est directement liée aux salariés et doit donc être réintégrée dans la masse salariale, ce qui réduit d'autant l'EBITDA.

### CIR, CII, CICE

Le législateur français a mis en place des dispositifs d'aides, qui apparaissent sous forme de crédit d'impôt, c'est-à-dire en pied de résultat, sans impacter ni l'EBITDA, ni l'EBIT, alors que ceux-ci financent aussi bien la masse salariale que les charges externes dédiées à l'effort de recherche.

En toute rigueur, ces crédits d'impôt : CIR (Crédit d'Impôt Recherche) et CII (Crédit d'Impôt Innovation) devraient être retraités pour venir en déduction des charges financées. Toutefois un certain nombre de contreparties, notamment étrangères, n'acceptent pas cette prise de position. Leur principal argument est qu'il n'y a pas suffisamment de visibilité sur leur pérennité et ce sujet est alors traité par une négociation pour la prise en compte a minima d'une partie de ces montants.

Le CICE (Crédit d'Impôt Compétitivité Emploi) est de préférence constaté en diminution des charges de personnel, mais peut aussi l'être différemment. Là encore, l'absence de pérennité du dispositif peut conduire à un retraitement de la masse salariale.

## 5. Amortissements et crédits baux

Il convient de bien étudier la répartition dans le temps des amortissements afin de comptabiliser le montant économique propre à l'entreprise plutôt que le montant fiscal.

Par exemple, une petite entreprise qui avait de bons résultats venait d'acheter une grosse machine neuve qu'elle avait décidé d'amortir de manière accélérée. La répartition sur 7 ans de l'amortissement de manière linéaire a conduit à doubler l'EBIT de la dernière année.

Il est utile d'évaluer le montant « récurrent » annuel d'investissement à réaliser, lequel, avec un raisonnement « récurrent » lissé devrait être égal au montant d'amortissement. Ce raisonnement permet un retraitement économique des amortissements.

Dans cette évaluation, il convient d'être vigilant au cas où le matériel est vieillissant. On peut alors prévoir une période transitoire de surcoût d'investissement avant de se retrouver dans une situation stable récurrente. Cette opération conduit à modifier le montant de l'EBIT normalisé, calculé comme « EBITDA-Capex » pour les années correspondantes.

Certains opérateurs choisissent de transformer les crédits baux en un équivalent investissement, incluant : un prêt, des amortissements et des frais financiers. Ce retraitement conduit à augmenter l'EBITDA et même à augmenter l'EBIT des frais financiers, ce qui a pour conséquence d'augmenter la valeur d'entreprise. Il est introduit une dette, ce qui a pour conséquence de diminuer d'autant la trésorerie nette et donc la valeur des titres. En général, le résultat est inférieur à celui obtenu en gardant le crédit-bail en charges.

Que l'on garde le crédit-bail en charges ou que l'on procède à cette opération, le besoin d'ajuster les amortissements (ou la durée du crédit-bail) à la durée économique de l'équipement reste pertinent.

## 6. Reprises, provisions et exceptionnels

### Reprises

Les « reprises sur amortissements et provisions, transferts de charges » ont un impact direct sur l'EBITDA et

l'EBIT. Il est donc important de bien en analyser le contenu, afin de bien comprendre leur récurrence, et leur répartition dans le temps du point de vue économique. Ainsi, on peut être amené à en modifier le montant ou à les répartir différemment dans le temps.

### Provisions

Les dotations concernant les stocks sont souvent une variable d'ajustement des résultats, volontaire ou non. Par exemple, si une dépréciation de stocks a été passée sur 1 année, après 10 ans pendant lesquels les stocks sans valeur se sont progressivement accumulés, on peut être amené à répartir sur 10 ans cette dépréciation. A contrario, si des stocks sans valeur se sont accumulés sans être dépréciés, on peut rajouter des provisions, à répartir sur plusieurs années.

De même, si une dépréciation du compte client a été passée sur 1 année, après 10 ans sans aucun problème de paiement client, on peut être amené à répartir cette dépréciation sur 10 ans, voire à négocier pour l'annuler complètement, si on peut démontrer que cette situation ne peut se reproduire dans un avenir proche. Si par contre des non paiements de clients se sont accumulés sans être dépréciés, il convient de rajouter des provisions, à répartir sur plusieurs années.

### Exceptionnels

Il convient d'étudier ces éléments afin d'identifier ceux qui sont en réalité récurrents pour l'entreprise.

Les charges « exceptionnelles » qui seraient récurrentes, peuvent être déduites de l'EBIT. A l'opposé, des produits « exceptionnels » qui sont en fait récurrents peuvent être ajoutés à l'EBIT.

Par exemple, pour des activités de location de matériel ou de véhicule, la revente des équipements loués est en général comptabilisée en exceptionnels, alors que ces revenus constituent une partie importante du business model de ce type d'activité. De même, des transporteurs routiers peuvent parfois gagner plus au moment où ils revendent leurs camions que lorsqu'ils les font rouler ...

# Les retraitements pour le calcul de la trésorerie nette normalisée

Alors que la plupart des retraitements intervenant dans le calcul de la valeur d'entreprise ont pour logique de bien répartir dans le temps les produits et les charges, avec une approche économique et non plus comptable, les retraitements intervenant dans le calcul de la trésorerie nette doivent avoir une vision « instantanée », à la date de l'évaluation, tout en se concentrant également sur le fonctionnement économique de l'entreprise.

Ces retraitements ont pour logique de mettre en lumière le cash réellement présent. Contrairement à une idée reçue, ils ne prennent pas en compte les variations d'actif ou de passif qui auraient pour seule conséquence de rendre plus économiques les chiffres comptables, si ces variations ne changent pas le cash disponible.

## 7. Immobilier et actifs non nécessaires à l'exploitation

### Immobilier

Lorsque l'entreprise possède de l'immobilier qu'elle n'utilise pas pour l'exploitation, cet immobilier est retraité en simulant une vente simple qui se traduit par une augmentation de la trésorerie. Il convient en outre d'éliminer les éventuels revenus immobiliers correspondants, ainsi que l'amortissement du bien.

Lorsque l'entreprise possède l'immobilier qu'elle utilise pour l'exploitation, cet immobilier est retraité pour tenir compte de la différence entre le taux d'actualisation d'un actif immobilier et celui d'un actif d'entreprise. A titre d'exemple, pour l'immobilier, le multiple du loyer est de l'ordre de 10 (jusqu'à près de 20 dans des cas particuliers), alors que le multiple de l'EBIT est en général de l'ordre de 4 à 5 et dépasse rarement 7.

Principe du retraitement :

- ⇒ On simule une cession de l'immobilier, au prix réel du marché (cette cession doit également être possible sous forme de crédit-bail). La trésorerie va en être augmentée d'autant. On réintègre les amortissements. La question de l'IS sur la plus-value fait débat et fait donc l'objet de négociations, le plus souvent l'IS est déduite.
- ⇒ On estime, au prix du marché, le loyer que l'entreprise devra payer pour ces locaux si elle ne les possède plus. On déduit ce loyer de l'EBIT. Enfin, on élimine les amortissements.

Par exemple, si un brevet, qui est utilisé par l'entreprise pour assurer tout ou partie de son activité, est sous-estimé au bilan, le retraitement de sa valeur n'aura pas d'impact sur la valorisation, dans la mesure où ce brevet ne peut pas être vendu car il est nécessaire à l'exploitation. En effet, la valeur qu'il représente est dans ce cas déjà prise en compte dans la valeur d'entreprise.

En revanche, si un brevet est proche du lancement (par exemple en pharma), il peut être judicieux de prendre en compte la marge brute ou nette d'exploitation potentielle qu'il est susceptible de générer (en probabilisant ce revenu potentiel, ou en ajustant le taux d'actualisation des flux futurs). Son impact se révèle donc au niveau de l'EBITDA normalisé et apparaît donc dans la valeur d'entreprise.

In fine, on obtient un supplément de trésorerie, et une diminution de l'EBIT. Le résultat final sera une augmentation de la valeur des titres.

L'ordre de grandeur de cette augmentation est très approximativement dans les cas standards de l'ordre de la moitié de la valeur de marché de l'immobilier (puisque le multiple de l'EBIT est de l'ordre de la moitié du multiple du loyer).

### Incorporels et titres de participation

Il convient d'identifier si certains de ces actifs ne sont pas nécessaires à l'exploitation. Dans ce cas, on les évalue au prix du marché, et on fait une simulation d'une vente rapide nette des impôts et des frais. Puis on rajoute ce montant à la trésorerie (Cf. ci-dessous).

Dans le cas où une cession rapide n'est pas possible, une décote sera mise en place.

Nota : un tel retraitement fera souvent l'objet de négociations, concernant tant le prix du marché que le délai de vente. Une vente préalable de ce type d'actif supprime tous ces problèmes.

En ce qui concerne les participations à 100% (ou proches de ce niveau), si celles-ci font partie du périmètre de la vente, il convient alors de ne raisonner que sur les comptes consolidés, ces participations n'apparaîtront donc plus.

## 8. BFR, dettes, créances et hors bilan

Pour calculer la dette à prendre en compte dans le calcul de la trésorerie nette, il convient de prendre en compte les dettes financières et emprunts de tous types (sauf ceux qui ont déjà été déduits de la trésorerie).

### BFR

Tout ce qui concerne le BFR n'est pas pris en compte, dans la mesure où le BFR présenté est normatif.

Les avances et acomptes sur commandes en cours, si elles sont récurrentes, sont dans le BFR et ne sont donc pas déduites de la valeur des titres. Si on observe une avance exceptionnelle, la question fait l'objet de négociations, on observera notamment si les achats exceptionnels liés à cette avance ont été effectués à la date de l'évaluation.

La normalisation du BFR est interprétée de différentes manières. A minima, on vérifiera que les délais de paiement fournisseurs sont conformes aux conditions contractuelles, alors que les paiements des clients seront pris en compte à leur date réelle.

### Dettes variables dans le temps

En raison de leurs variations dans le temps, liées à celles de la trésorerie :

- ⇒ La mobilisation du compte client,
  - ⇒ Et les dettes court terme, sous forme de lignes de crédit bancaires,
- doivent en général être prises en compte en déduction de la trésorerie, et donc être évaluées mensuellement sur la période d'étude de la trésorerie (Cf. ci-dessous), car cette approche est beaucoup plus lisible et reflète plus fidèlement la trésorerie réelle. Dans certains cas, on peut être conduit à faire de même pour la normalisation du BFR, mais cette approche est souvent trop lourde.

### Créances

Créances rattachées à des participations, prêts : organiser autant que possible le remboursement de ces actifs, afin d'augmenter d'autant la trésorerie. Pour les participations à un niveau proche de 100%, il convient de raisonner en comptes consolidés. En cas de remboursements différés, on pourra être amené à actualiser cette trésorerie future.

Les reports déficitaires peuvent être pris en compte. Leur répartition dans le temps peut conduire à les actualiser.

### Hors bilan

Ce point est particulièrement délicat. Les sujets les plus fréquemment traités sont :

- ⇒ les IFC (indemnités de fin de carrière), qui sont considérées comme une dette, après avoir été diminuées de l'IS. Le calcul du montant des IFC est parfois opaque et peut mériter d'être approfondi.
- ⇒ les cautions données par l'entreprise ou par le diri-

geant, qui sont évaluées en fonction du risque.

### La variation dans le temps

- ⇒ Il est utile de s'appuyer sur une courbe de trésorerie mensuelle, sur 2 ou 3 ans, où l'on neutralisera les variations exceptionnelles, tels que la distribution de dividendes ou les investissements non normatifs, et d'où l'on déduira les prêts bancaires court terme et la mobilisation du compte client (Cf. ci-dessus).

## 9. Créances clients

### La mobilisation du compte client

Cette mobilisation : factor, escompte, Dailly, ... doit être traitée avec précision, soit en tant que dette, soit en tant que diminution de la trésorerie. En raison des variations dans le temps de cette dette, il est en général préférable d'intégrer ces éléments dans la trésorerie. Il convient alors de disposer de tous les éléments et de reconstituer sur une base mensuelle le niveau du compte client et le niveau de la trésorerie correspondante avec la règle suivante : retraiter comme si seules les factures effectivement réglées par les clients étaient en trésorerie.

Rajouter le fonds de garantie.

### Les dépréciations

Un client qui ne paye pas impacte directement la trésorerie, mais aussi la rentabilité de l'entreprise.

Ainsi, les dépréciations qui ne seraient pas encore passées dans les comptes doivent être étudiées et réparties sur les années de manière adaptée (Cf. ci-dessus, 6. Reprises, provisions et exceptionnels).

Une fois ces éléments intégrés dans la valorisation, il convient de ne pas rajouter dans la GAP le risque de non-paiement, tant que celui-ci se maintient dans les niveaux déjà pris en compte.

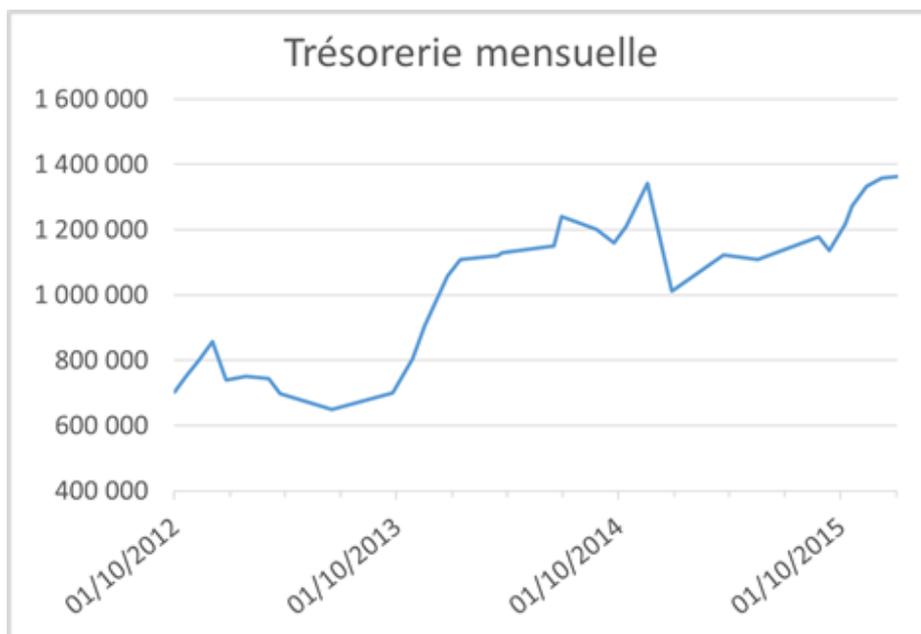
## 10. Trésorerie

### VMP

Les VMP seront ajoutées à la trésorerie, après déduction de l'éventuel IS, si elles sont cessibles immédiatement. Dans le cas contraire, on fera une décote au cas par cas.

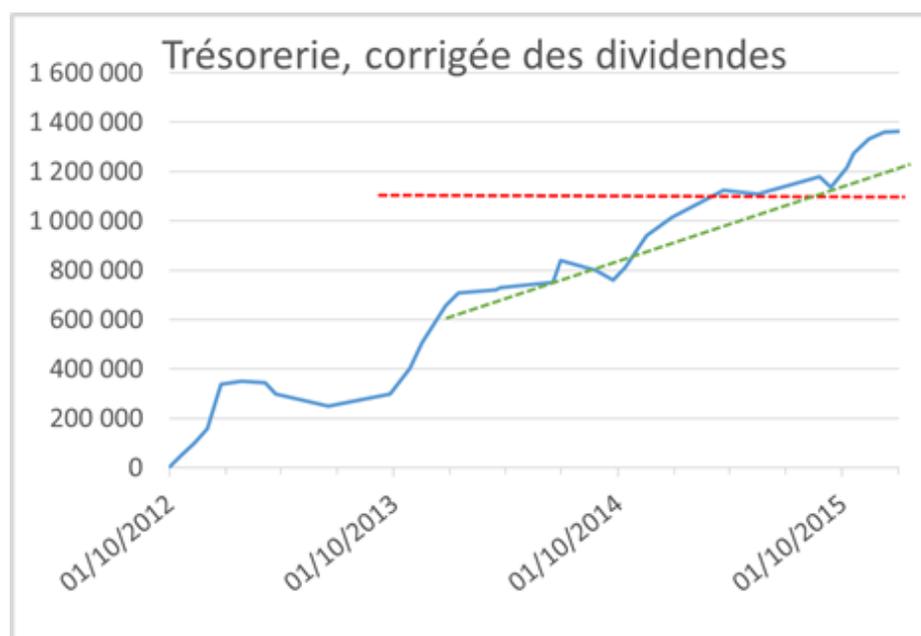
### La variation dans le temps

Il est utile de s'appuyer sur une courbe de trésorerie mensuelle, sur 2 ou 3 ans, où l'on neutralisera les variations exceptionnelles, tels que la distribution de dividendes ou les investissements non normatifs, et d'où l'on déduira les prêts bancaires court terme et la mobilisation du compte client (Cf. ci-dessus).



Le graphique ci-dessus montre la trésorerie réelle sur 3 ans.

Toutefois, les distributions de dividendes : 300 k€ en décembre 2012 et 400 k€ en décembre 2014 rendent la courbe peu lisible.



La correction des dividendes permet de mieux définir la trésorerie normative. Pour une évaluation fin 2015, début 2016 nous proposons de retenir la droite verte. Certains, par prudence, proposent la droite rouge. Par ailleurs, un acheteur, au lieu de trésorerie normative, souhaite parfois négocier la trésorerie « excédentaire », celle qui excède un matelas minimum, lequel est à définir.

Nota : la prise en compte de la trésorerie lors d'un closing se fait souvent par l'observation de la trésorerie instantanée du jour, avec tous les biais possibles d'une telle approche.

Au montant retenu, on ajoutera le cas échéant les montants des actifs non nécessaires à l'exploitation qui n'auraient pas encore été cédés (Cf. ci-dessus).