

Cycle Evaluation

30 novembre, 5 et 8 décembre

Cycle Evaluation

3 demi-journées pour

- Comprendre les enjeux de l'évaluation
- Connaître les missions possibles
- Acquérir les bons réflexes
- Comprendre les différentes méthodes d'évaluation

Cycle Evaluation – Matinée 1

Jeudi 30 novembre

Les enjeux et étapes clés

- Les enjeux liés à l'évaluation
- Les différentes missions possibles
- Les étapes clés dans la démarche d'évaluation
 - Connaissance de l'entreprise – Analyse et diagnostic
 - Comment passer du bilan comptable au bilan financier ?
 - Les différentes méthodes d'évaluation

Cycle Evaluation – Matinée

Mardi 5 décembre

Les fondamentaux des différentes méthodes d'évaluation

- Méthode analogique, méthode des comparables
- Méthode des DCF
- Autres méthodes

Animation

- Vincent Reynier
- Charlotte le Levreur

Cycle Evaluation – Matinée

Vendredi 8 décembre

Commissariat aux apports – Commissariat aux comptes

- Quelles missions ?
- Quels enjeux ?
- Les bons réflexes
- Que documenter ?

Animation

- Vincent Reynier
- Charlotte le Levreur

Les enjeux et étapes clés

Matinée 1 – Ce qu'il fallait retenir

- La valeur de l'entreprise évolue en permanence
- Une évaluation a une validité limitée dans le temps
- Une approche multi critères peut être pertinente
- Une moyenne de différentes méthodes n'est pas recommandée
- Une partie liée au jugement de l'évaluateur
- Une application rigoureuse des méthodes doit permettre à déterminer une fourchette acceptable

Les enjeux et étapes clés

Matinée 1 – Ce qu'il fallait retenir

- L'importance de la compréhension du contexte
- Une analyse stratégique et financière
- Un choix de méthode approprié
- Une modélisation adaptée
- Une analyse des résultats, valeurs et écarts
- Une conclusion – rapport d'évaluation

Les différentes méthodes d'évaluation

- Principes généraux
- Approche patrimoniale – Actif net réévalué
- Approche intrinsèque - DCF
- Approche analogique - multiples
- Les autres méthodes

Principes généraux

▶ ***Bien comprendre le contexte de l'évaluation***

- Investissement / Désinvestissement
- Succession
- Restructuration

▶ ***Objectivité***

- Assumer une certaine part de subjectivité
- Justifier les hypothèses retenues
- Justifier les choix des méthodes retenues

▶ ***Fourchette de valeurs***

- Comparables : multiples minimum et maximum
- DCF : fourchette de valeurs issues de tests de sensibilité aux principaux paramètres (coût du capital, scénarii de croissance / décroissance ...)

▶ ***Langage compris par les différentes parties prenantes***

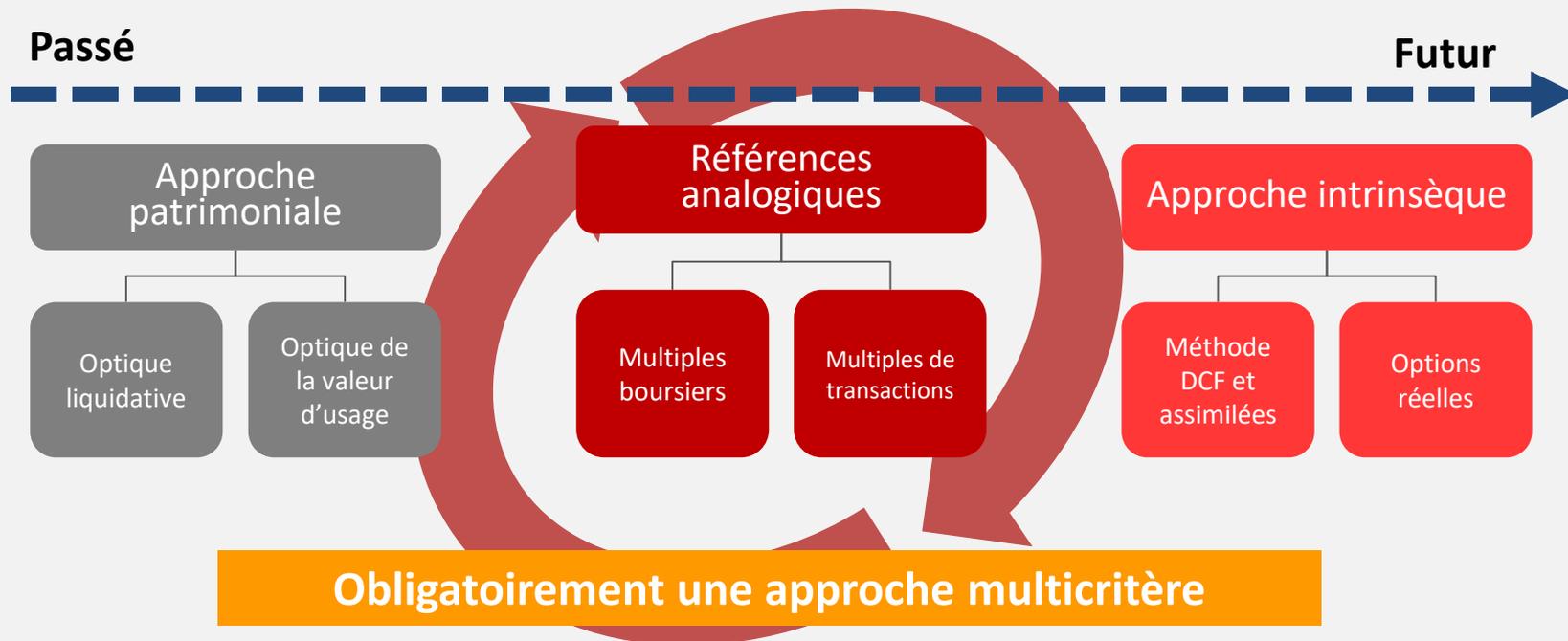
- Approche multicritères
- Transition entre méthodes: exprimer par exemple la valeur issue des DCF en équivalent multiple (ex: valeur d'entreprise issue des DCF en multiple de l'EBE actuel)

Principes généraux

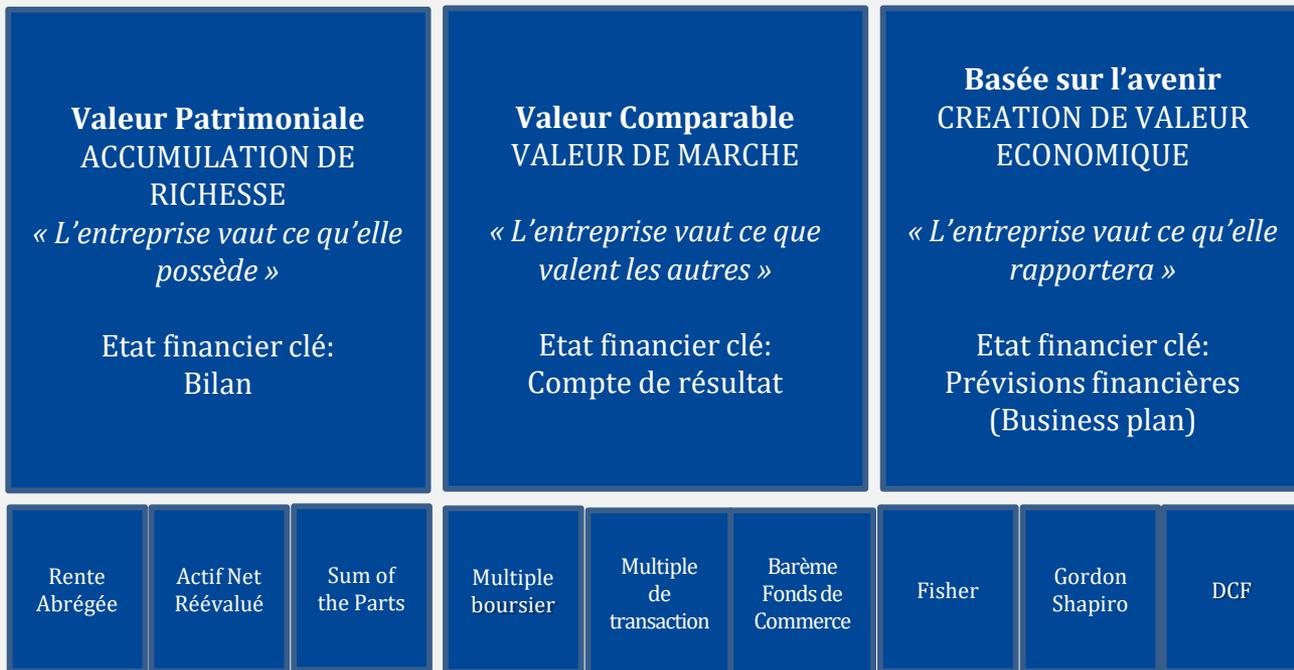
- ▶ ***Par mesure de simplification, nous limiterons l'analyse proposée ci-après aux évaluations d'entreprises de la nature suivante :***
 - PME mature possédant des perspectives de croissance
 - Sociétés non cotées
 - Participations majoritaires

- ▶ ***Les techniques d'évaluation à mettre en œuvre sont plus complexes notamment pour évaluer séparément les :***
 - actifs incorporels (brevets, logiciels, marques, clientèle, savoir faire...)
 - actifs immobiliers
 - Passifs spécifiques (BSA, BSPCE, Stocks options)

Les différentes approches et méthodes



LES 3 GRANDES FAMILLES D'ÉVALUATION



Principes généraux



Méthode	Avantages	Inconvénients
DCF	<ul style="list-style-type: none">• Evaluation intrinsèque• Prise en compte de perspectives (activité, rentabilité)	<ul style="list-style-type: none">• Sensible aux hypothèses• Valeur finale et taux d'actualisation à définir finement• Mal adapté aux TPE
Multiples	<ul style="list-style-type: none">• Simple et répandu• Références dans un processus de négociations• Existence de pratiques sectorielles• Possibilité d'intégrer perspectives	<ul style="list-style-type: none">• Echantillons comparables peu fiables• Complexité pour rendre les choses comparables• Lecture cours de bourse• Lecture prix transaction
ANR et autres approches patrimoniales	<ul style="list-style-type: none">• Mise en œuvre simple• Adaptée pour certains secteurs	<ul style="list-style-type: none">• Approche comptable• Limité• Tourné vers le passé

Outils et sources d'information

Données de Marché

- Xerfi
- Datamonitor
- Euromonitor
- Factiva
- Reuters Thomson one
- Standards & Poors CIQ

Méthodologie

- Francis Lefebvre
- Vernimen
- Damodaram
- CCEF



Données entreprises

- Diane
- Amadeus
- Orbis
- Standards & Poors CIQ

Transactions comparables

- Capital Finance
- CF News
- Epsilon research
- Fusacq
- Merger market
- Standards & Poors CIQ

Les différentes méthodes d'évaluation

- Principes généraux
- Approche patrimoniale – Actif net réévalué
- Approche intrinsèque - DCF
- Approche analogique – multiples
- Les autres méthodes

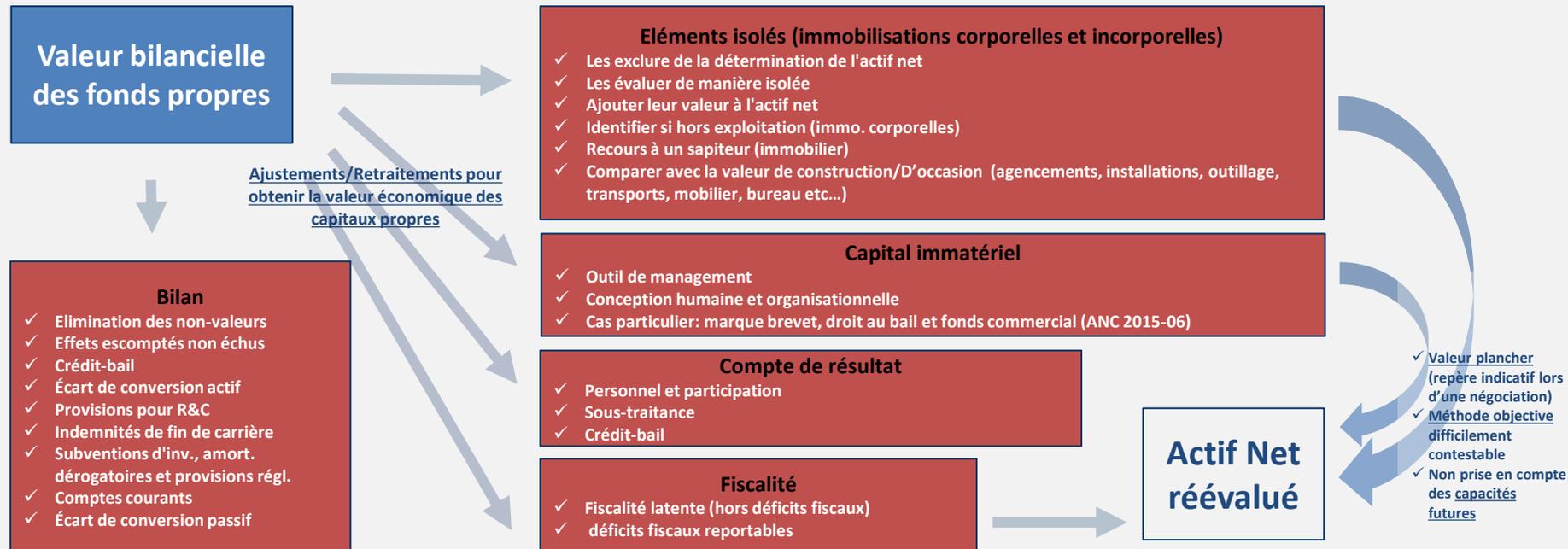
Les différentes méthodes d'évaluation

Approche patrimoniale

- Approche patrimoniale ou de l'actif net réévalué
- Cette méthode consiste à substituer dans les comtes de l'entreprise, des valeurs comptables par des valeurs de marché
- Il ne s'agit pas à proprement dit d'une approche d'évaluation spécifique

Approche patrimoniale

ENTREPRISE ÉVALUÉE COMME UN BIEN STATIQUE



Approche patrimoniale

► **L'Actif Net Réévalué s'obtient comme suit**

$$\begin{aligned} & \text{Capitaux propres} \\ + & \text{ Plus / moins values sur actifs incorporels (dont fonds de commerce)} \\ & \quad + \text{ Plus / moins values sur autres actifs économiques} \\ + & \text{ Plus / moins values sur immobilisation financière et participations} \\ & \quad + \text{ Plus / moins values autres éléments du bilan *} \\ \hline & = \text{Actif net réévalué} \end{aligned}$$

Approche patrimoniale - Fiscalité

- Fiscalité latente (hors déficits fiscaux)
 - Éléments de capitaux propres, actifs réévalués, actifs « fictifs »

Éléments concernés	Traitement de la fiscalité latente
Plus-value sur actif hors exploitation	Dettes fiscales latentes = $PV \times T \%$
Moins-value sur actif hors exploitation	Créances fiscales latentes = $MV \times T \%$
Plus-value sur actif d'exploitation	Pas de fiscalité
Moins-value sur actif d'exploitation	Créances fiscales latentes = $MV \times T \%$
Actifs fictifs	Créances fiscales latentes = $VNC \times T \%$

- Cas des déficits fiscaux reportables
 - Évolution de la réglementation

Éléments concernés	Traitement de la fiscalité latente
Déficit fiscal reportable	Créances fiscales latentes = $\text{Déficit fiscal} \times T \%$

Les différentes méthodes d'évaluation

- Principes généraux
- Approche patrimoniale – Actif net réévalué
- Approche intrinsèque - DCF
- Approche analogique - multiples
- Les autres méthodes

Approche intrinsèque (dont DCF)

- Théorie
 - La valeur d'un bien est celle des bénéfices futurs escomptés
 - Par cette approche on obtient une valeur de l'entreprise vue par un investisseur ayant souvent des informations non publiques
- Utilisation
 - Estimation des perspectives futures selon des paramètres « sensibles »
- Méthodes : Actualisation d'un flux de référence selon
 - La valeur de la rentabilité (dividendes) utilisée pour les instituts financiers (Gordon Shapiro)
 - La valeur de rendement (Résultat net)
 - Un flux normatif (TPE/PME)
 - Les DCF: les flux de trésorerie projetés par années
- Calcul: Valeur d'entreprise = Flux normatif ou net / Taux d'actualisation

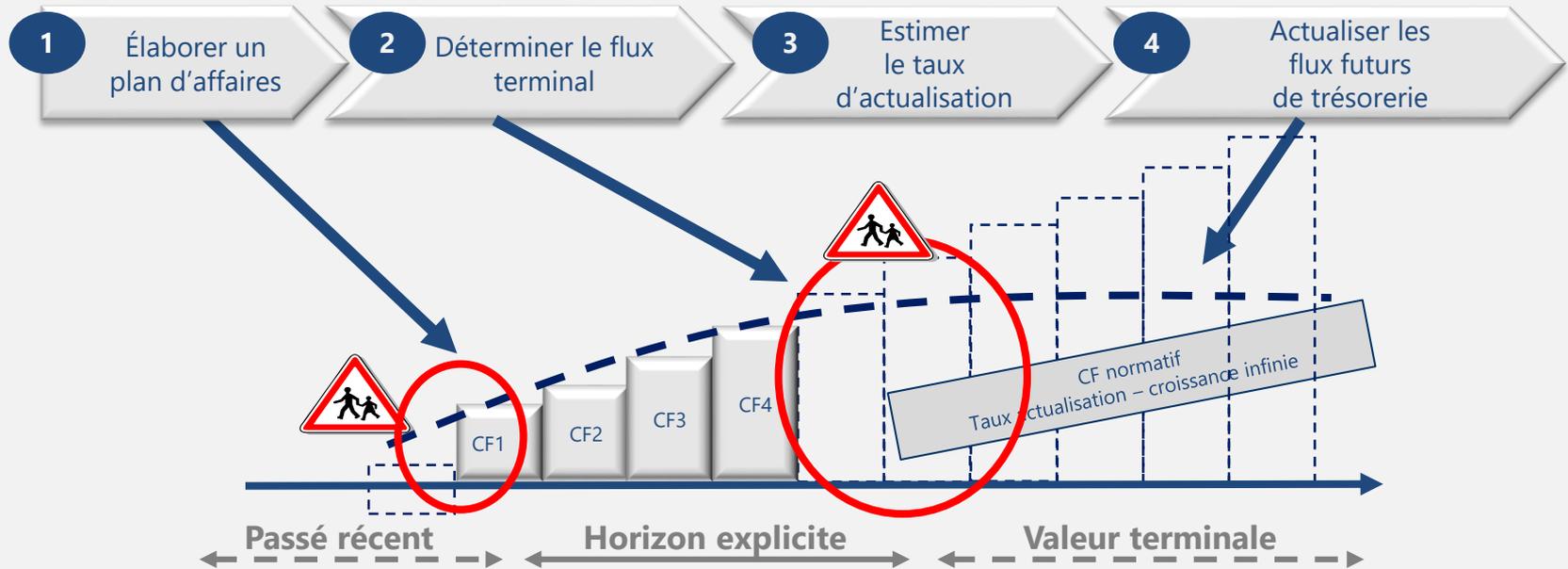
Approche intrinsèque (dont DCF)

- Application: une méthode intrinsèque qui s'intéresse aux caractéristiques de l'entreprise
 - Elle ne s'applique qu'aux entreprises
 - enregistrant des résultats constants
 - ne prévoyant pas de fort développement ou un renouvellement des investissements
 - Elle implique
 - la poursuite de l'activité actuelle dans des conditions similaires
 - A un horizon suffisamment lointain = « régime de croisière »
 - en déterminant un flux de trésorerie de référence actualisé à un taux pertinent

La méthode DCF

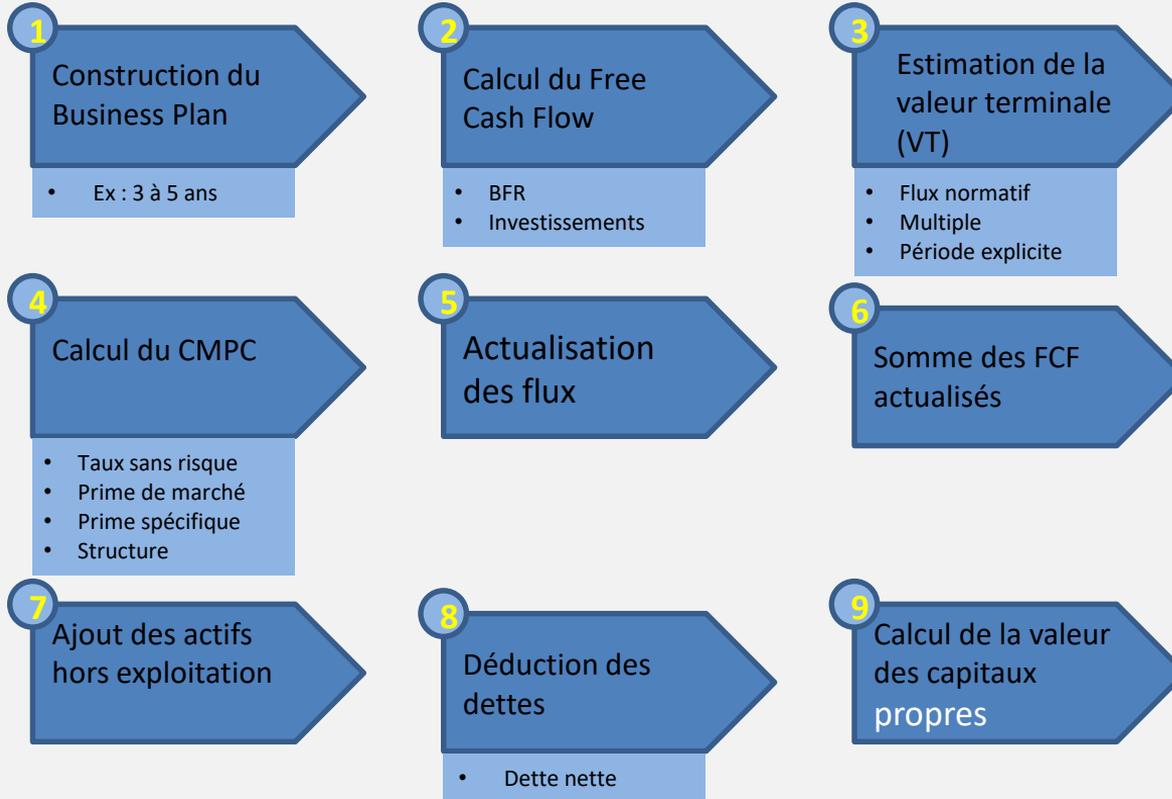
- Principe
 - « Un actif vaut ce qu'il rapporte »
- Étapes de calcul
 - Modélisation et analyse des flux de trésorerie attendus
 - Estimation du flux normatif
 - Calcul du coût moyen pondéré du capital
 - Détermination de la valeur d'entreprise et des fonds propres
- Points de vigilance en temps de crise
 - Estimation de flux futurs, choix du taux d'actualisation et/ou de ses composantes et méthode de calcul de la valeur terminale

La méthode des DCF



Nota : Cette méthode complexe par certains aspects nécessite l'intervention de spécialistes

La méthode des DCF



25

La méthode des DCF

- Quels flux choisir ?
 - Les Free Cash Flows to Equity sont adaptés à l'évaluation des sociétés :
 - qui n'ont pas vocation à faire des investissements de croissance et dont la structure financière initiale est fortement évolutive et prévisible (LBO)
 - pour lesquelles l'actionnaire envisage une sortie à l'issue de la période de modélisation des flux
 - Les Free Cash Flows sont adaptés à l'évaluation de sociétés :
 - dont la structure financière prévisible est relativement stable, qu'elles aient ou non vocation à faire des investissements de croissance
 - pour lesquelles l'actionnaire n'envisage pas de sortie à moyen terme
- Déterminer l'horizon explicite
 - L'horizon explicite correspond à la période au terme de laquelle le ROCE peut être considéré comme stabilisé
 - La durée de cette période est au minimum celle du business plan du management. Si nécessaire, l'évaluateur devra envisager de prolonger le business plan

La méthode des DCF

- La qualité de la modélisation des flux de trésorerie dépend de la qualité du diagnostic financier. Il est nécessaire de:
 - Déterminer les indicateurs clés commun à tous les métiers (Croissance du CA/Marge de REX, levier financier...)
 - Identifier les indicateurs historiques de performance de l'entreprise (Part de marché, Coût unitaire etc...)
 - Analyser les prévisions du management (cohérence des chiffres)
 - Eviter les erreurs usuelles (prise en compte d'éléments non récurrents...)
 - A éviter: subventions, RAP, situation fiscale, conséquences d'investissements importants ...
 - A prendre en compte: BFR normatif, Provisions normatives, participation des salariés, investissements de maintenance / développement

Approche intrinsèque

- Détermination du flux de référence

Résultat d'exploitation après IS théorique

+ Amortissements
- Investissements

= **Cash flow d'exploitation**

Cash flow provenant des opérations

Montant à investir pour maintenir l'outil en l'état

À capitaliser avec un coût moyen pondéré du capital

- Charges financières
(représentatives du coût de l'endettement net)
+ Économie d'IS et de participation

= **Cash flow net**

Flux liés à l'endettement

À capitaliser avec un coût des capitaux propres

La méthode des DCF – Calcul des Free Cash Flows

Exemple

► Construction du Business Plan

En M€	2012 (p)	2013(e)	2014(e)	2015(e)	2016(e)	2017(e)	2018(e)
CA	1 000	1 100	1 200	1 300	1 385	1 451	1 495
Taux de croissance		10,0%	9,1%	8,3%	6,6%	4,8%	3%
EBE	350	380	400	430	458	480	494
Taux de marge d'EBE	35%	35%	33%	33%	33%	33%	33%
(Dotations)	(200)	(220)	(230)	(250)	(266)	(279)	(287)
REX	150	160	170	180	192	201	207
IS	(52)	(55)	(59)	(62)	(66)	(69)	(71)
Taux d'IS	34,43%	34,43%	34,43%	34,43%	34,43%	34,43%	34,43%
BFR	250	275	300	325	346	363	374
En jours de CA	91	91	91	91	91	91	91

► Calcul du Free Cash Flow

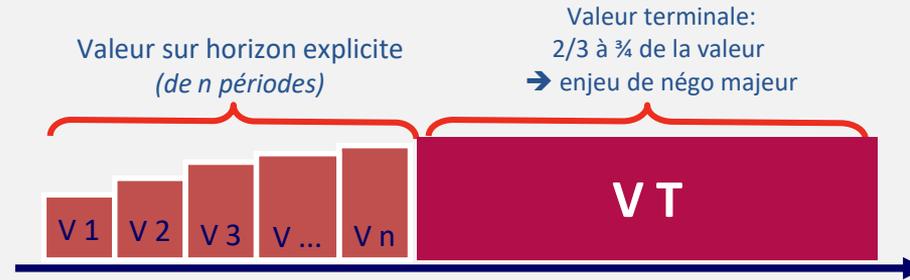
En M€	2012 (p)	2013(e)	2014(e)	2015(e)	2016(e)	2017(e)	2018(e)
EBE	350	380	400	430	458	480	494
- IS	(52)	(55)	(59)	(62)	(66)	(69)	(71)
+/- (Variation du BFR)	(30)	(25)	(25)	(25)	(21)	(17)	(11)
+/- (Investissements)	(220)	(230)	(240)	(260)	(277)	(290)	(299)
En % du CA	-22%	-21%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
Free Cash Flow	48	70	76	83	94	104	113

* Cash-flow disponible = EBE - IS calculé sur le REX +/- variation du BFR +/- Investissements (nets des cessions d'actifs)

La méthode des DCF - La valeur terminale

Prépondérante, la valeur terminale (VT) représente la valeur de l'entreprise au terme de l'horizon explicite

- Au terme de la période explicite l'entreprise est en vitesse de croisière
- La croissance à long terme doit être cohérente avec les perspectives de l'économie à long terme



- ✓ **CA et BFR : croissance au rythme de l'inflation**
- ✓ **ROCE** (return on capital employed) et **TATO** (total asset turn over) stable
- ✓ **Amortissements = Investissements**

- Elle se calcule de 2 manières
 - Approche privilégiée: le FCF normatif (projection à l'infini)
 - Approche complémentaire: la méthode analogique (valeurs comptables ou multiples)

La méthode des DCF – Valeur terminale

- **Comment déterminer la valeur terminale**
 - Méthode classique: Flux à l'infini
 - Valeur explicite (les flux du business plan) + valeur terminale (cash flow normatif « perpétuel » au-delà des 3-5 ans de projections)
 - Alternative 1: valeur terminale calculée par un Multiple
 - Pour ne pas surévaluer l'entreprise du fait de la valeur terminale qui suppose un flux de rentabilité infini, on peut avoir recours à un multiple de sortie
 - $$VE = \sum_{t=1}^N \frac{Cash\ Flow_t}{(1+CMPC)^t} + \frac{EBE_N \times Multiple\ d'EBE}{(1+CMPC)^N}$$
 - Alternative 2: une deuxième période de projection de par exemple 5-10 ans
- ▶ **Valorisation selon la méthode classique généralement supérieure aux autres méthodes du fait de l'ampleur de la valeur terminale**

La méthode des DCF – Valeur terminale

Déterminer la valeur terminale par des multiples de sortie

- Sur quelles périodes calculer les multiples implicites ?
 - Théorie: besoin de prévisions à MT sur les comparables → calcul du multiple implicite
 - Pratique: limitation aux multiples N+2, faute d'information sur les années ultérieures
- À quelle année appliquer les multiples implicites ?
 - Principe: application des multiples implicites au flux normatif, (calcul de la valeur de sortie à l'issue de cet horizon)
 - En hypothèse implicite, les multiples de sortie seront en ligne avec les multiples retenus (généralement n+2)

La méthode des DCF – Valeur terminale

Exemple En M€	2012 (p)	2013(e)	2014(e)	2015(e)	2016(e)	2017(e)	2018(e)	VT
EBE	350	380	400	430	458	480	494	494
IS	(52)	(55)	(59)	(62)	(66)	(69)	(71)	(71)
(Variation du BFR)	(30)	(25)	(25)	(25)	(21)	(17)	(11)	(11)
(Investissements)	(220)	(230)	(240)	(260)	(277)	(290)	(299)	(299)
En % du CA	-22%	-21%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
Free Cash Flow	48	70	76	83	94	104	113	1 648
Free cash flow actualisé	43	54	52	50	50	48	46	1 034
BFR	250	275	300	325	346	363	374	374
En jours de CA	91	91	91	91	91	91	91	91

- ▶ **Le taux de croissance à l'infini retenu est de 0%.**
 - Celui-ci doit être inférieur au taux de croissance de l'économie en générale
- ▶ **La valeur terminale a un impact fort sur la valeur de l'entreprise**
 - Avec un cout du capital à 13%, plus conforme aux niveaux rencontrés dans les TPE – PME (contre 6,9% dans l'exemple ici), la valeur terminale aurait un poids égal à la somme des flux initiaux (2012-2018)

Somme des FCF actualisés 2012-2018	343
+ Valeur terminale actualisée	1 034
+ Autres actifs	10
= Valeur d'entreprise	1 387
- (Dette nette)	(200)
= Valeur des capitaux propres	1 187

La méthode des DCF – Taux d'actualisation

- **Détermination du Taux d'actualisation**

$$K_{cp} \text{ (Coût des Capitaux propres)} = R_f + (R_m - r_f) * \beta$$

- R_f: le taux sans risque couvre le "coût du temps " (taux de marché des emprunts d'un état solvable)
- R_m: la prime de risque couvre les incertitudes liées aux prévisions. Elle est adaptée à l'entreprise et/ou au secteur via le beta
- β_{cp}: le Beta des capitaux propres mesure la sensibilité du cours d'une action par rapport à l'évolution du marché dans son ensemble → mesure du risque systématique (non diversifiable)

$$K_d(\text{ajusté}) = K_d * (1 - IS)$$

- K_d: coût, dans les conditions actuelles de marché, du refinancement de l'actif économique non couvert par les fonds propres

$$\begin{aligned} & \text{WACC (weighted average cost of capital)} \\ & = K_{cp} * \left(\frac{V_{cp}}{V_{cp} + V_d} \right) + K_d * (1 - IS) * \left(\frac{V_d}{V_{cp} + V_d} \right) \end{aligned}$$

- V_{cp}= Valeur des capitaux propres et V_d = valeur de la dette

La méthode des DCF - Le taux d'actualisation

- **Coût des fonds propres (K_{cp}) ou ROE** : Il peut être estimé en utilisant le Modèle d'Équilibre des Actifs Financiers (MEDAF ou CAPM). La formule est la suivante:

$$K_{cp} = Rf + (Rm - rf) * \beta_{cp}$$

Taux sans risque

- ✓ Rémunération d'un investissement sans risque
- ✓ OAT 5 ou 10 ans
- ✓ Source: AFT (Agence France Trésor)

Prime de risque de marché

- ✓ Différence entre la rentabilité moyenne d'un portefeuille diversifié de marché (R_m) et le taux sans risque → Prime par rapport au risque minimum.
- ✓ Représente le risque systématique du marché
- ✓ Ne tient pas compte des caractéristiques propres à l'entreprise (secteur etc...)

Volatilité spécifique

Coefficient d'élasticité du risque de l'entreprise par rapport au marché

La méthode des DCF – Taux d'actualisation

Exemple

Taux d'actualisation	
Coût des capitaux propres	16,30%
Taux sans risque	2,3%
Prime de risque	8,0%
Bêta de l'actif économique (risque du secteur)	1,50
Prime de risque spécifique	2,0%
Coût de la dette	2,95%
taux d'intérêts des emprunts	4,5%
Taux d'IS	34,43%
Taux d'intérêts après impôts	3,0%
Ratio dette / capitaux propres	0,25
Wacc	13,6%

$$K_{cp} = R_f + \beta_{actif} (E_{rm} - R_f) + R_{spécifique}$$

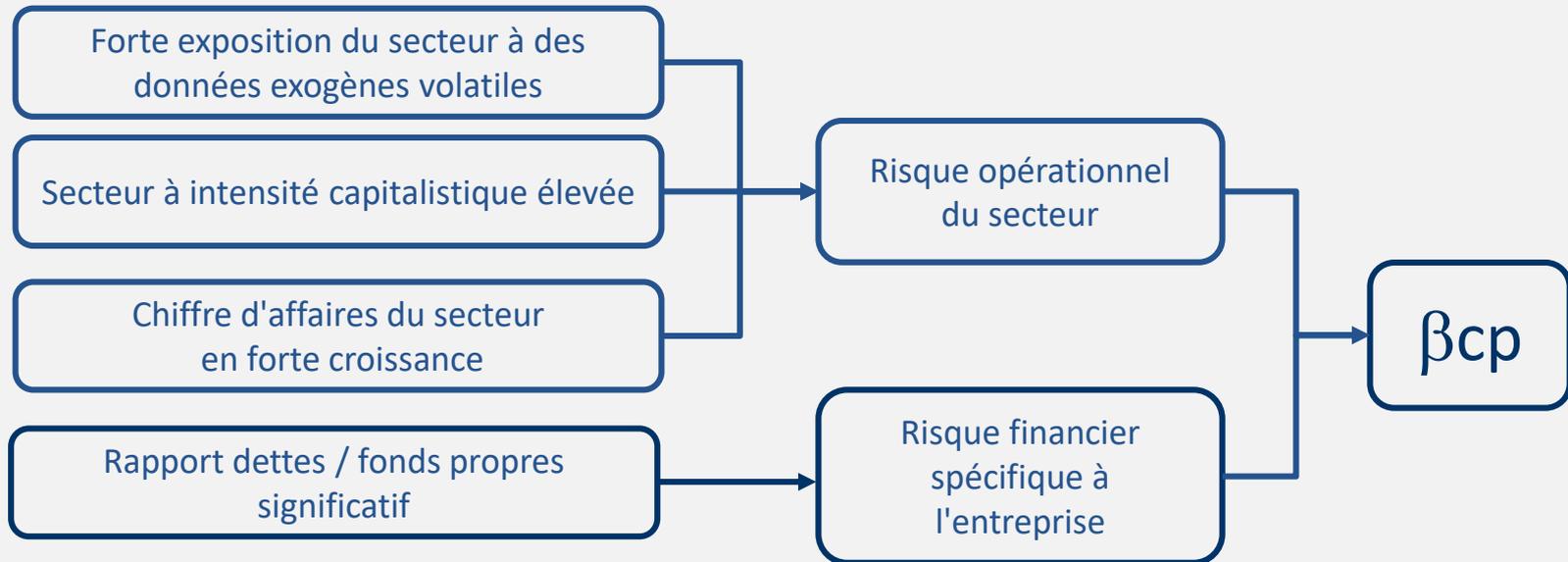
R_f : OAT 10 ans (aft.gouv)
 β_{actif} : Beta (S&P CAPITAL IQ)
 $(E_{rm} - R_f)$: Prime de risque du marché (THOMSON REUTERS)
 $R_{spécifique}$: Risque spécifique (scoring) (V@lue Point.®)

► *Taux d'intérêt moyen pondéré des emprunts de la société*

► *Structure capitalistique de la société*

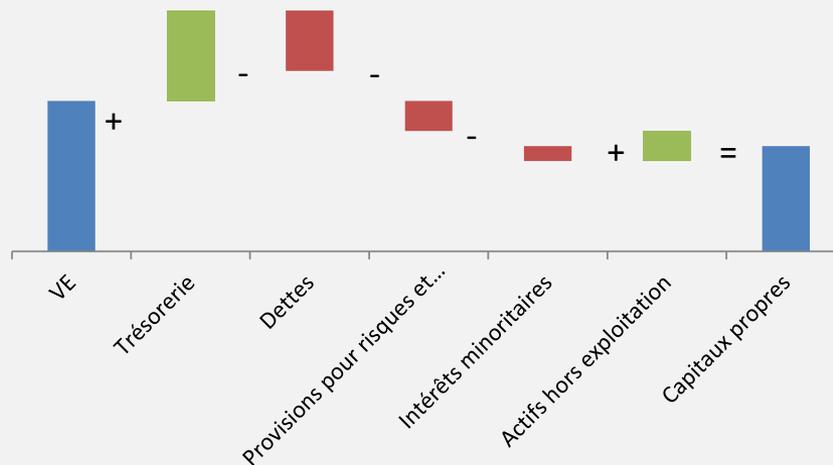
La méthode DCF le taux d'actualisation

- Coût des fonds propres : le coefficient β_{cp} (volatilité spécifique)
 - Signification : rémunérer la volatilité



La méthode DCF Passage de la VE à la valeur des Capitaux Propres

Capitaux propres = Valeur de l'entreprise + trésorerie - dettes - provision pour risques - intérêts mino + actifs hors exploitation



38

La méthode des DCF - Quelques grandeurs mais attention très éphémères !

Paramètre	Exemple de valeur (2017)	Observations
Prime de risque marché	6-6,5%	Forte augmentation des primes de marché lors des pics de crise
Taux de dette sans risque	0,5-1%	Baisse des taux significative au cours des dernières années de crise
Beta entrant dans le calcul du CMPC	[0 – 2] [0,5 – 1] valeur peu volatile [1 – 1,5] valeur assez volatile >1,5 valeur très volatile	Appréciation de la volatilité de l'action cible par rapport au marché (appréciation relative)
Poids de la valeur terminale sur la valeur totale	75-80% (DCF sur 5 ans) 65-70% (DCF sur 10 ans)	Attention à la détermination du CF normatif ou du multiple de sortie à l'horizon du plan
Croissance de la valeur terminale	0-2 %	Attention à la croissance du PIB

Les différentes méthodes d'évaluation

- Principes généraux
- Approche patrimoniale – Actif net réévalué
- Approche intrinsèque - DCF
- Approche analogique - multiples
- Les autres méthodes

Approche analogique - Les multiples

- Théorie de la substitution
 - Un investisseur ne paiera pas plus pour un bien que le coût d'acquérir un autre bien de la même utilité
- La valeur de l'entreprise s'estime par comparaison aux transactions sur les marchés, sur la base d'informations connues par la plupart des investisseurs
- Méthodes
 - Cours de bourse, comparaisons boursières
 - Transactions comparables disponibles
 - Transactions récentes

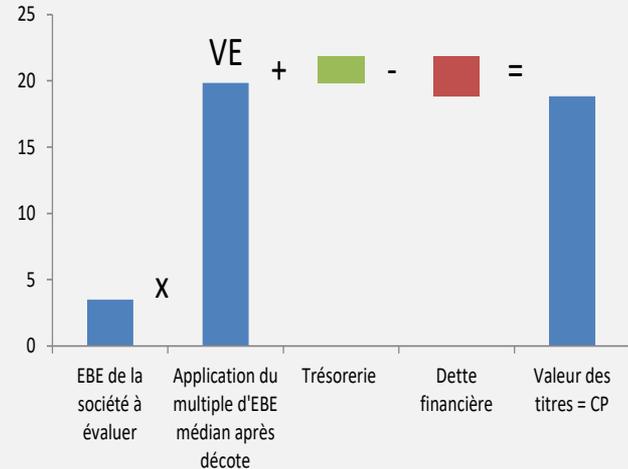
La méthode des multiples

► *Le principe*

- on sélectionne les ratios qui vont servir à la comparaison (le CA, l'EBE, le REX...),
- on calcule la valeur des multiples à partir des ratios des comparables,
- on applique ces multiples à la société que l'on souhaite évaluer.

► *Deux types de multiples*

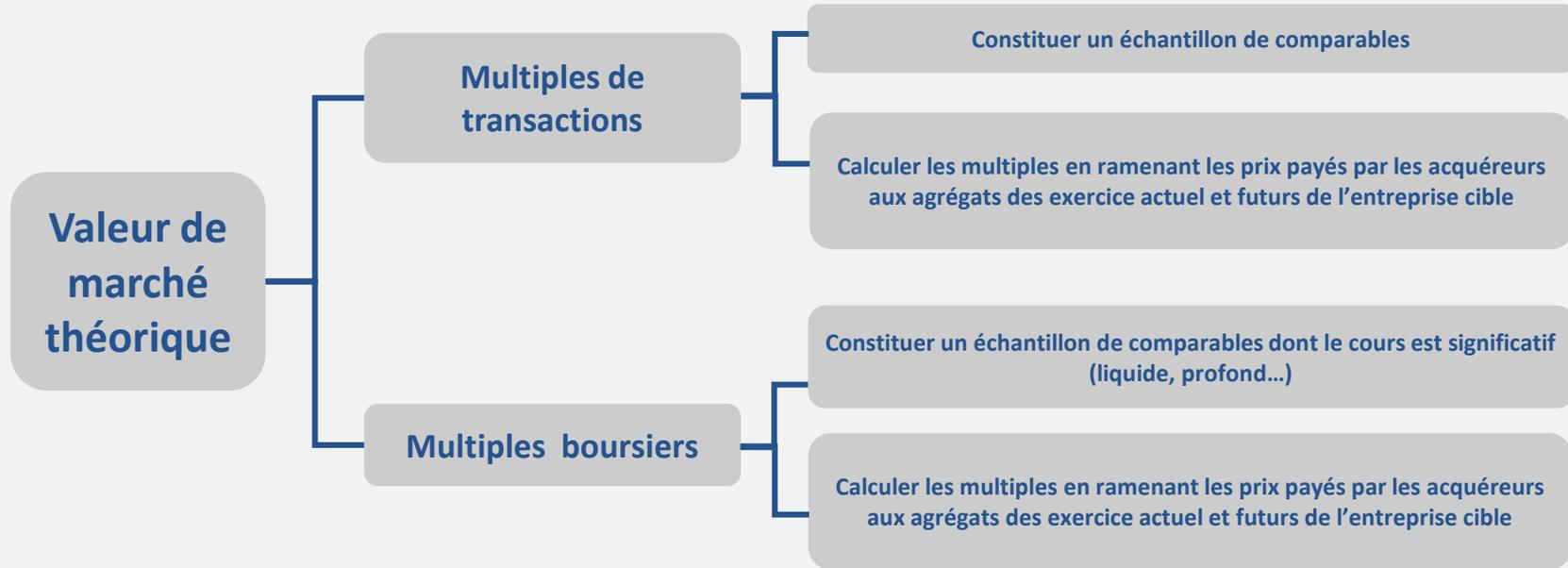
- les multiples boursiers
- les multiples de transactions



La méthode des multiples

Déterminer une valeur de marché théorique par approche analogique

La méthode consiste à évaluer la « cible » sur la base de multiples observés



La méthode des multiples – Les étapes

Comment faire ?



Société
Cegedim
Pharmacie Interactive
Pharmagis Interactive
Pharmax
Pharmig Corp
Pharmig & Engler Strahlen
San Biotech Applications
Sanofi-Schering-Plough
Engel Group
Biotech
Compagnie
Genzyme



Société	CAGR d'affaires		Multiples de CA		EBITDA		Multiples d'EBITDA	
	2008 R ou P	2009 P	2008 R ou P	2009 P	2008 R ou P	2009 P	2008 R ou P	2009 P
Cegedim	828	879	1,05x	1,05x	18	17	1,80x	1,70x
Pharmax	11	10	0,91x	0,91x	30	30	3,00x	3,00x
Pharmagis Interactive	15	77	1,25x	1,36x	18	18	2,10x	1,80x
Pharmax	18	20	1,11x	1,11x	30	30	3,00x	3,00x
Pharmig Corp	414	459	1,11x	1,11x	11	10	1,10x	1,10x
Pharmig & Engler Strahlen	91	77	0,85x	0,85x	12	14	1,50x	1,61x
San Biotech Applications	134	38	0,28x	0,28x	21	15	1,40x	1,00x
Sanofi-Schering-Plough	481	491	1,02x	1,02x	18	18	1,80x	1,80x
Engel Group	26	24	0,91x	0,91x	18	17	1,70x	1,60x
Biotech	228	215	0,94x	0,94x	18	18	1,80x	1,80x
Compagnie	111	106	0,96x	0,96x	10	10	1,00x	1,00x
Genzyme	18	18	1,00x	1,00x	18	18	1,80x	1,80x
Registre des multiples			0,75x	0,75x				
Médiane des multiples			0,91x	0,91x				

Valeur comparable Agrégat = Multiple M



Société	CAGR d'affaires		Multiples de CA		EBITDA		Multiples d'EBITDA	
	2008 R ou P	2009 P	2008 R ou P	2009 P	2008 R ou P	2009 P	2008 R ou P	2009 P
Pharmax	18	20	1,11x	1,11x	30	30	3,00x	3,00x
Pharmig Corp	414	459	1,11x	1,11x	11	10	1,10x	1,10x
Pharmig & Engler Strahlen	91	77	0,85x	0,85x	12	14	1,50x	1,61x
San Biotech Applications	134	38	0,28x	0,28x	21	15	1,40x	1,00x
Sanofi-Schering-Plough	481	491	1,02x	1,02x	18	18	1,80x	1,80x
Engel Group	26	24	0,91x	0,91x	18	17	1,70x	1,60x
Biotech	228	215	0,94x	0,94x	18	18	1,80x	1,80x
Compagnie	111	106	0,96x	0,96x	10	10	1,00x	1,00x
Genzyme	18	18	1,00x	1,00x	18	18	1,80x	1,80x
Registre des multiples			0,75x	0,75x				
Médiane des multiples			0,91x	0,91x				



Agrégat cible x M = Valeur cible

Approche des multiples – Les étapes

1. Définir un échantillon
2. Retraiter les données des sociétés comparables et analyser leur performance
3. Calculer les multiples
4. Évaluer la cible
5. Interpréter les résultats

Approche des multiples – Les étapes

1. Définir un échantillon

- Partir d'un échantillon large, puis ne conserver qu'un nombre limité de sociétés réellement comparables constitue un échantillon homogène
- Société exerçant le même type d'activité (disons plus de 50 %)
- Société ayant des soldes de gestions comparables en valeur (disons dans une fourchette de 1 à 20)
- Sociétés évoluant sur des marchés économiquement comparables

Lors de l'évaluation de nombre de TPE/PME, la réunion de l'ensemble ces conditions est souvent impossible

- Il faut retenir les indicateurs sur du long terme et non pas spot justement pour éviter effet conjoncturel
- Dans le cas de sociétés présentant des activités différentes, multiple agrégé ou panels spécifiques à chacun des métiers ? Décision à prendre au cas par cas en fonction de la répartition du CA par activité

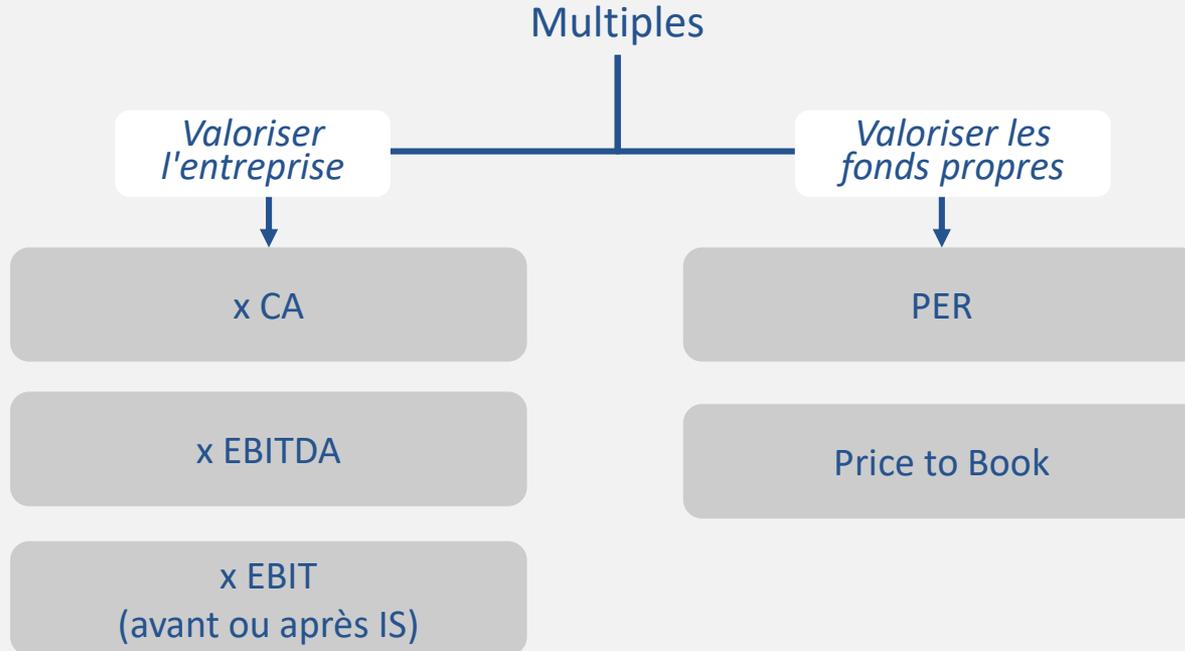
Approche des multiples – Les étapes

2. Retraiter les données des sociétés comparables et analyser leur performance

- Retraiter les données des comparables
 - les normes et méthodes comptables conditionnent largement la construction des états financiers.
 - Exemple : durées d'amortissement, traitement de la R&D...
 - retraitements homogènes avec la cible évaluée
 - cf. diagnostic financier pour les principaux points d'attention
- Analyse de la performance des comparables
 - analyse de la rentabilité (EBIT et/ou ROCE)
 - analyse de la croissance (CA : volume / prix)
 - analyse du cours de bourse (mouvements atypiques, ...)

La méthode des multiples - Les étapes

3. Calculer les multiples : lesquels ?



La méthode des multiples – Les étapes

4. Calculer les multiples de la valeur d'entreprise

– Multiples observés sur des sociétés comparables

$$\begin{aligned} \times \text{CA} &= \\ \text{VE} / \text{CA} \end{aligned}$$

Multiple du Chiffre d'affaires :

- hypothèse implicite d'une rentabilité 'normatives'
- à utiliser à défaut d'autre référence

$$\begin{aligned} \times \text{EBITDA} &= \\ \text{VE} / \text{EBITDA} \end{aligned}$$

Multiple d'EBITDA

- Neutralise les différences de durée d'amortissement
- hypothèse implicite d'homogénéité des niveaux d'investissement

$$\begin{aligned} \times \text{EBIT} &= \\ \text{VE} / \text{EBIT} \end{aligned}$$

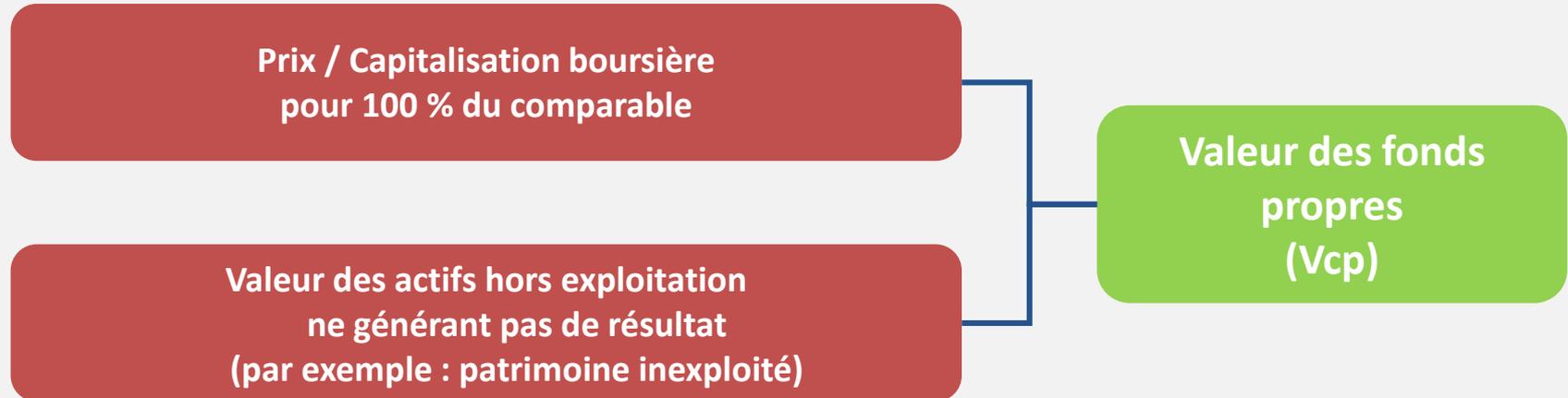
(avant ou après IS)

Multiple d'EBIT

- approche souvent privilégiée.
- Possibilité d'intégrer les différences de fiscalité via un multiple d'EBIT après IS
- points d'attention : l'amortissement du goodwill, s'il se trouve en moins de l'EBIT, doit être réintégré

La méthode des multiples- Les étapes

4. Calculer les multiples de la valeur des fonds propres
 - Détermination de la valeur des fonds propres des sociétés cotées comparables



La méthode des multiples - Les étapes

4. Calculer les multiples de la valeur des capitaux propres

$$\text{PER} = \frac{\text{Vcp}}{\text{Rt Net gpe}}$$

Multiple du Résultat net

$$\text{PBR} = \frac{\text{Vcp}}{\text{Cx propres}}$$

Multiple 'Price-to-Book'

Les décotes

PRINCIPES GENERAUX	Décote de Minorité	Décote d'illiquidité	Décote de Holding
Facteurs explicatifs	- difficulté d'influer sur la politique de distribution - impossibilité d'agir sur la stratégie	- impossibilité de vendre des titres à leur prix à un instant donné - absence de cotation	- création de valeur disparate - illiquidité des actions - frais de fonctionnement propres à la holding
Base	- valeur de marché par multiples de transactions comparables	- valeur intrinsèque (DCF, ANR) - valeur de marché	- valeur intrinsèque par ANR ou "Somme des Parties" (SOTP)
Cas d'exclusion	- valeur intrinsèque (DCF, ANR) - valeur de marché par multiple de comparables boursiers (position minoritaire)	Néant	Néant
Société concernée	toutes sociétés	toutes sociétés sauf holding	société holding
Fourchette d'estimation	peu pratiquée (Sauf pour annuler une prime de contrôle)	0-25%	fourchette de décote comprise entre 10% - 25%
POSITION FISCALE			
Reconnaissance par l'administration fiscale	oui	oui (à l'exclusion des sociétés holding)	oui (application sous réserve de l'utilisation exclusive de la "valeur patrimoniale")
Fourchette fournie par l'administration fiscale	non	20 % - 30 %	~ 30%

Approche des multiples – Les étapes

5. Interprétation des résultats

- Positionner l'entité évaluée dans l'intervalle des valeurs
 - apprécier la position relative de la société par rapport aux comparables
- Qualifier les résultats obtenus
 - expliquer / justifier les critères de choix des multiples retenus
 - indiquer les hypothèses implicites (ex : croissance ou niveau de rentabilité correspondant au multiple choisi)
- Analyser les écarts avec les autres approches
 - DCF
 - Multiples boursiers vs transactions comparables

Approche des multiples – Les étapes

- Points d'attention
 - Préciser les éléments clés des calculs
 - sources d'information utilisées pour les prévisions
 - dates de calcul (notamment pour la capitalisation boursière)
 - retraitements réalisés (résultat exceptionnel, intérêts minoritaires...)
 - traitement de la dilution et des autres points spécifiques
 - Positionner la société évaluée par rapport aux comparables
 - identifier la 'distance' relative de la cible par rapport aux autres sociétés.
 - possibilité de réaliser des analyses de régression pour positionner les sociétés de l'échantillon (ex : multiple du CA vs croissance attendue).
 - Analyser les écarts par rapport au DCF
 - calculer les différences de valorisation
 - rechercher les éléments susceptibles d'expliquer les divergences

Approche des multiples – Les étapes

- Erreurs fréquentes
 - Utilisation de la capitalisation boursière seule pour calculer les multiples d'EBIT, EBITDA et CA
 - Non prise en compte de la valeur des Intérêts Minoritaires et des sociétés mise en équivalence
 - Documentation insuffisante ou non fiable des transactions
 - Moyennes arbitraires. Privilégier le positionnement de la cible au sein des multiples, ou l'utilisation de médianes.
 - Analyse insuffisante des sociétés composant l'échantillon et des déterminants de leur valorisation conduisant à utiliser des « comparables non comparables » !
- Attention la méthode des multiples peut s'avérer beaucoup plus lourde et complexe à mettre en œuvre que la méthode DCF si l'on veut faire les choses dans les règles de l'art !

Les différentes méthodes d'évaluation

- Principes généraux
- Approche patrimoniale – Actif net réévalué
- Approche intrinsèque - DCF
- Approche analogique – multiples
- Les autres méthodes
 - Approche de rendement

Approche de rendement- Comparables boursiers

On rappelle que la capitalisation boursière est utilisée pour des multiples de résultat tandis que la valeur d'entreprise s'utilise pour des multiples de SIG avant frais financiers : CA, REX ou d'EBE

Multiple	Méthode	Biais	Retraitement	Secteur favoris
PER (Price earning ratio)	Capitalisation Boursière (CB)/RN	Politique financière, imposition et investissement des comparables	Survaleurs et exceptionnels	Tous
PBR (price to book ratio)	CB/ capitaux propres comptables	Dividendes et contenu des CP et le mode d'apport (compte courant vs. capital...)	Intérêts minoritaires	Banques, assurances
VE / REX	(CB+VD)/REX	Politique financière et investissement des comparables		Comparaison nationales
VE/EBE	(CB+VD)/EBE	Quid de la rentabilité nette	Crédit baux	Comparaison internationales
VE/CA	(CB+VD)/CA	Quid de la rentabilité nette		Secteurs déficitaires et start up Cabinet de conseil, audit, Prestations de services

Approche de rendement- Transactions Comparables

- ▶ **Potentiellement la meilleure et aussi la plus difficile à mettre en œuvre**
- ▶ **Son utilisation doit se faire sur les critères suivants**
 - Les mêmes que les comparables boursiers (taille, secteur, géographie, rentabilité)
 - La transaction doit avoir eu lieu récemment (disons depuis moins de 3 ans). Les anglo-saxons appellent d'ailleurs cette méthode « Precedent Transaction »
 - Les conditions de la transaction qui affectent le prix doivent être connues
 - Sur ce dernier point, le niveau d'information pour des transactions, surtout quand elles impliquent des sociétés non cotées est faible en dehors des sites spécialisés payant
 - Même si obtention d'une information sur le prix encore faut il être certain qu'il n'y ait pas d'autres conditions (earn out, prix conditionné...) qui puissent venir impacter ce prix
 - Et mieux encore, connaître l'histoire du deal : dans quelles dispositions étaient les parties ?
 - Cette méthode permet de rapprocher les notions de Valeur et Prix qui sont parfois bien différentes

Les méthodes pragmatiques

- Principe
 - Méthodes fondées sur la constatation de certaines relations entre le prix de cession constaté et une donnée essentielle de l'entreprise
 - Utilisées dans certains secteurs où il existe de nombreuses transactions
- Utilisation, intérêts, limites
 - Basée sur une logique du « marché », de l'offre et de la demande
 - Reposent sur des valeurs d'usage, des barèmes professionnels, des capacités de remboursement (LBO par exemple)
 - Pas de prise en compte de spécificités de l'entreprise évaluée
 - « Largeur de la fourchette »
- Barème de l'administration fiscale

Approche de rendement- Barèmes professionnels

- ▶ **Calcul la valeur théorique d'une entreprise d'après un barème ou un coefficient couramment observé dans le même secteur d'activité et dans la même zone géographique**
- ▶ **Application d'un pourcentage ou d'un coefficient multiplicateur (variable en fonction de l'activité) :**
 - Au chiffre d'affaires annuel (méthode souvent appliquée pour les sociétés de services (cabinets d'expertise comptable notamment) mais également dans d'autres secteurs tels que l'hôtellerie et la restauration)
 - A la recette moyenne journalière (commerces)
 - tous les multiples métiers pertinents: Prix par abonnés (téléphonie), par siège kilomètre offert (Airlines), par contrat VN / VO (automobiles), par pages vues (internet), par ticket moyen / taux d'occupation (hôtellerie...)...

Les différentes méthodes d'évaluation

- Principes généraux
- Approche patrimoniale – Actif net réévalué
- Approche intrinsèque - DCF
- Approche analogique – multiples
- Les autres méthodes
 - Administration fiscale

Les méthodes de l'administration fiscale

- L'administration fiscale
 - Ne retient pas les DCF comme méthode d'évaluation
 - pas de raisonnement à partir d'éléments futurs
 - Mais peut s'appuyer sur des calculs DCF réalisés par l'évaluateur et réaliser des « mesures de sensibilité »
 - Le prix auquel ont pu être conclues des transactions comparables prévaut sur tous les autres modes d'évaluation
 - L'évaluation finale ressort d'une combinaison de méthodes, l'entreprise à évaluer étant classée en fonction :
 - de sa taille
 - de son activité
 - du pouvoir représenté par les titres cédés (majoritaire /minoritaire)

CONCLUSION

Choix des méthodes

- L'évaluateur doit choisir les méthodes adaptées à l'entreprise
 - Il convient de mettre en œuvre plusieurs méthodes...
 - ... mais pas toutes !
 - Pourquoi telle méthode ? Et pourquoi pas ?
 - Impératif de comprendre les méthodes pour retenir les plus appropriées
 - Argumentaire à indiquer dans le rapport



- Le choix doit être

Annexes: Les sites d'informations financières

- Le taux sans risque: AFT (Agence France Trésor), Epsilon Research...
- La prime de risque: Epsilon Research, Damodaran...
- Le β : Thomson Research, InFront analytics (ex Infinancials), Capital IQ (S&P), Bloomberg....
- Les multiples de valorisation: Infront analytics, Merger market, Zephyr (bureau Van Dijk), Capital IQ, ID midcaps, Global Insight, Datastream (Thomson reuters)



Prochain rendez-vous Vendredi 8 Décembre

Commissariat aux apports – Commissariat aux comptes

- Quelles missions ?
- Quels enjeux ?
- Les bons réflexes
- Que documenter ?

Animation

- Vincent Reynier
- Charlotte le Levreur