



Présentation Evaluation - ECF

6 février 2023



22, Avenue de la Grande Armée

75017 PARIS

www.societex.com

Thomas BEAURAIN

06 12 89 33 45

thomas.beaurain@societex.com



1	Introduction	4
2	Valeur d'entreprise ou valeur de titres	8
3	Méthodes d'évaluation	11
4	Conseils pratiques	31
5	Valeur et Prix	36



1 Introduction

- Societex en quelques mots 5
- Qu'est-ce que la valeur ? 7



Introduction

Societex en quelques mots



15

transactions/an



3 à 50M€

Valeurs des transactions

5

Associés



20

Consultants

Un acteur de référence

Depuis plus de 65 ans, SOCIETEX est une banque d'affaires indépendante, spécialisée dans le conseil en Corporate Finance qui délivre des prestations « sur-mesure » pour les PME et pour les groupes souhaitant céder des actifs non stratégiques, aussi bien en France qu'à l'international.

Une expertise reconnue

Indépendance, expérience, combativité, disponibilité et confidentialité sont les atouts de SOCIETEX au service des actionnaires.

Notre maîtrise de la négociation s'appuie sur une technicité, un relationnel fort et sur des réseaux de partenaires efficaces.

Une culture internationale

L'équipe de SOCIETEX possède une véritable culture internationale et a su développer un savoir-faire spécifique qu'elle met à disposition de ses clients pour des missions de Cession, Acquisition, Levées de fonds, Ingénierie spécifique, Conseil aux entreprises cotées.

Nos expertises sectorielles



INDUSTRIE



AGROALIMENTAIRE



CONSTRUCTION



TMT



HOTELS & LOISIRS

Nos prestations

Conseil en cession
Conseil en acquisition

Conseil en levée de fonds
Conseil en évaluation

Ingénierie spécifique
Conseil aux entreprises cotées





Conseil en évaluation : 20-30 évaluations/an

- **Succession**
- **Arbitrage entre actionnaires**
- **Attestations d'équité**
- **Mouvement de sociétés dans les groupes**

- **Fusions d'entreprise**
- **Management package**
- **Divorce**
- **Etc...**



« La valeur mesure l'intérêt d'un agent économique prudent, rationnel et avisé pour un actif »



On pourrait donc définir la valeur d'un actif comme
« le couple Rendement / Risque pour quelqu'un de neutre ».



2 Valeur d'entreprise ou valeur de titres

- De la valeur d'entreprise à la valeur des titres

9



Définitions des termes

Valeur d'Entreprise

On désigne par Valeur d'Entreprise la valeur de marché de l'actif économique

On peut donc définir cette valeur selon les 2 critères suivants :

1. Valeur des activités opérationnelles (cœur de métier)
2. Valeur qui revient à l'ensemble des investisseurs (créanciers + actionnaires)

Actifs opérationnels - Passifs opérationnels

Valeur des Fonds Propres

On désigne par Valeur des Fonds Propres la valeur de marché des titres de l'entreprise (incluant les éléments dilutifs)

On peut donc définir cette valeur selon les 2 critères suivants :

1. Valeur de tout ce que possède l'entreprise
2. Valeur qui revient uniquement aux actionnaires

Total Actif – Total Passif (hors capitaux propres)

Définition

Méthode comptable de calcul



Analyser les lignes du bilan et étudier ce qui les compose (annexes des rapports financiers)

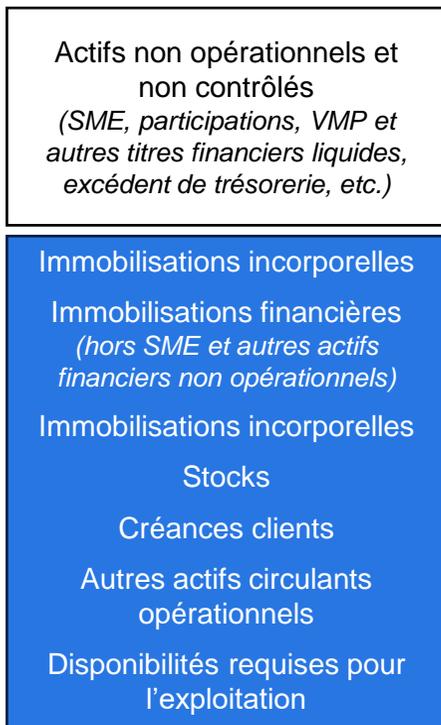
Actifs opérationnels : actifs représentant le cœur de métier de l'entreprise (ex. : immobilisations corporelles et incorporelles, actifs circulants, etc.)

Passifs opérationnels : passifs représentant le cœur de métier de l'entreprise (ex. : passifs circulants, etc.)

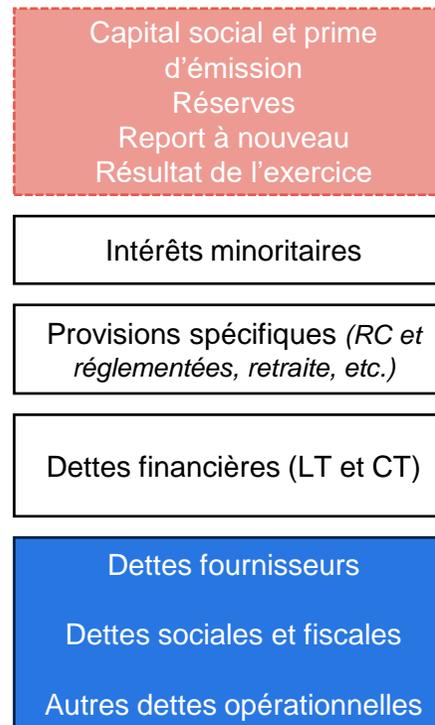


Analyse du bilan pour calculer chacune des valeurs

Actif



Passif



-  Valeur d'Entreprise = valeur de l'Actif économique
-  Valeur des Fonds propres
-  Ajustements pour passer d'une valeur à l'autre = **Dettes Nette ajustée**



La VE et la VFP correspondent aux valeurs de marché des éléments du bilan

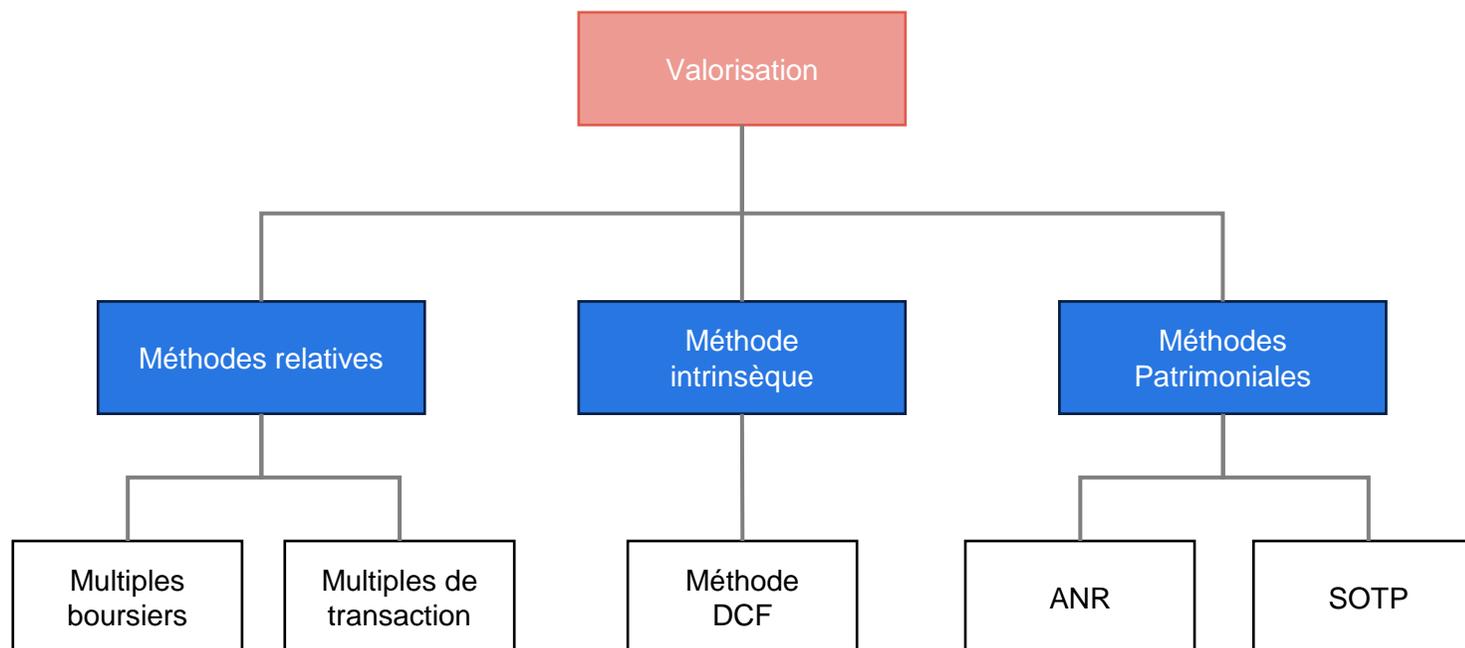


3 Méthodes d'évaluation

- Les différentes méthodes 12
- Les méthodes relatives – multiples boursiers 13
- Les méthodes relatives – multiples de transaction 16
- Les méthodes relatives – Ajustements de l'évaluation 18
- La méthode intrinsèque - DCF 19
- Les méthodes patrimoniales 23
- Les différentes méthodes - conclusion 27
- Une seule lecture au final 29



Panorama



Il existe 2 approches pour chacune de ces méthodes :

- Approche directe : évaluation directe des Fonds Propres
- Approche indirecte : évaluation de la Valeur des Fonds Propres par le calcul de la Valeur d'Entreprise

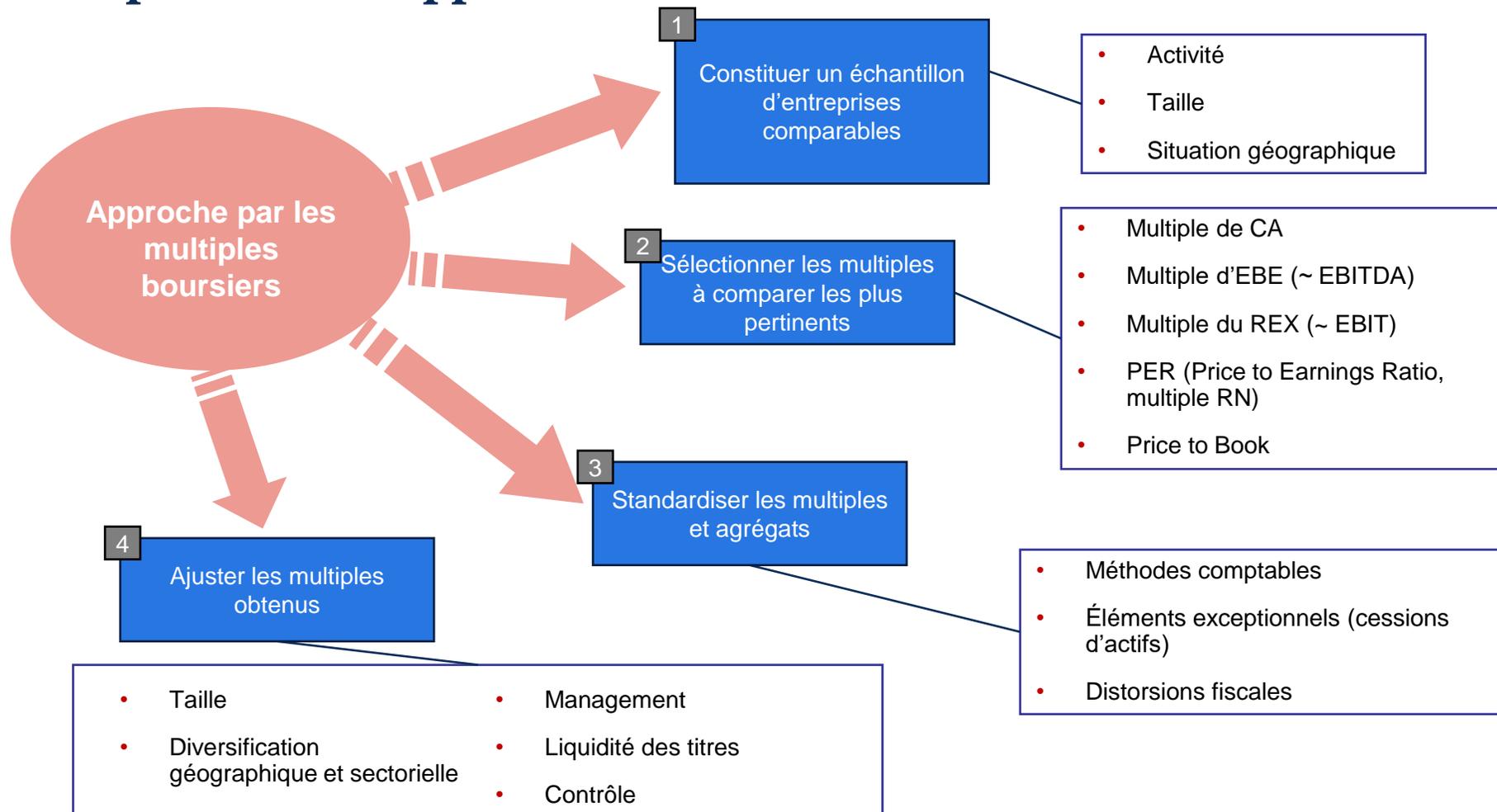


La méthode des multiples boursiers

- Cette méthode repose sur l'application aux agrégats financiers de l'entreprise à évaluer, des multiples calculés à partir d'un échantillon de sociétés comparables
- Cette approche est fondée sur l'hypothèse d'efficience des marchés
 - Le cours de bourse serait le reflet à tout moment des anticipations de création de valeur de la société par les investisseurs et ce niveau de valorisation peut être transposé d'une entreprise à l'autre
- L'efficience est un mythe : problèmes liés à la taille des sociétés, à la liquidité des actions, à des phénomènes de mode, de spéculation, etc.
- Cette méthode repose donc sur la sélection :
 1. D'un échantillon d'entreprises comparables, ce qui est difficile à mettre en place dans la pratique,
 2. D'un agrégat financier ou opérationnel résumant en un seul chiffre plusieurs facteurs pouvant avoir des influences contradictoires.



Les étapes de cette approche





Avantages et inconvénients de la méthode

Avantages

- Cette méthode donne une perception actuelle ou tout du moins récente
- Permet de comprendre les forces et les faiblesses de la société par rapport à ses pairs
- Utilise des agrégats financiers prospectifs

Inconvénients

- Les sociétés cotées sélectionnées ne sont jamais totalement comparables
- Les multiples doivent être normalisés et retraités
- La valeur obtenue dépend fortement des fluctuations du marché et de ses humeurs
- Dépendant du suivi des entreprises par des analystes financiers
- Impact des politiques comptables dans le calcul des agrégats financiers



La méthode des multiples de transaction

- Cette méthode repose sur l'idée d'un changement de contrôle, contrairement aux multiples boursiers.
- Cette approche consiste à déduire une valeur de référence de valorisation pour une transaction dans le même secteur que la société à évaluer.
- La démarche à mener est identique à celle des comparables boursiers en considérant un échantillon de transactions récentes dans le même secteur.
- En revanche, les multiples sont moins homogènes que pour les multiples de sociétés cotées pour les raisons suivantes :
 1. Le caractère spécifique de chaque transaction (prime stratégique, synergies escomptées, clauses particulières des contrats de cessions, etc...)
 2. L'application des multiples après retraitements

Sont difficiles à déterminer en pratique car l'information n'est généralement pas entièrement disponible!



Avantages et inconvénients de la méthode

Avantages

- Multiples primes obtenus à partir de transactions récentes réalisées sur des entreprises similaires
- Permet de connaître les primes payées par les acheteurs
- Permet de déterminer l'intérêt du marché pour une entreprise

Inconvénients

- Fluctuation des prix et des primes en fonction de l'environnement économique à l'époque de la transaction
- Les primes de contrôle dépendent des performances futures et des synergies potentielles envisagées par les acheteurs
- Disponibilité variable de l'information



Les variables d'ajustement des résultats de l'évaluation

- La prime de contrôle
 - Représente le prix supplémentaire qu'un investisseur est prêt à payer afin de contrôler le capital et les flux de trésorerie de la société
 - Elle se situe en général entre +10% et +25%

- La décote d'illiquidité
 - Le risque associé à cette décote correspond à la faible probabilité de pouvoir vendre un titre financier à son prix
 - La liquidité d'un titre dépend fortement du volume d'échanges quotidien
 - Elle se situe en général entre -10% et -30%

- La décote de taille
 - Les petites entreprises génèrent davantage de risque du fait de la concentration du management, de leur accès limité au financement, de leur dépendance vis-à-vis de certains gros clients ou fournisseurs.
 - Elle se situe en général -10% et -40%



La méthode DCF (Discounted Cash Flows)

- Méthode qui consiste à actualiser la trésorerie opérationnelle disponible (« free cash flow »), hors impact de la structure de financement.
- Elle fournit la VE (valeur d'entreprise).
- Cette méthode repose donc sur 2 critères :
 1. Définition du taux d'actualisation = CMPC (Coût Moyen Pondéré du Capital, WACC en anglais)
 2. Construction d'un BP sur une période de prévision en rapport avec le cycle d'activité et la maturité de l'entreprise (5 ans en général)

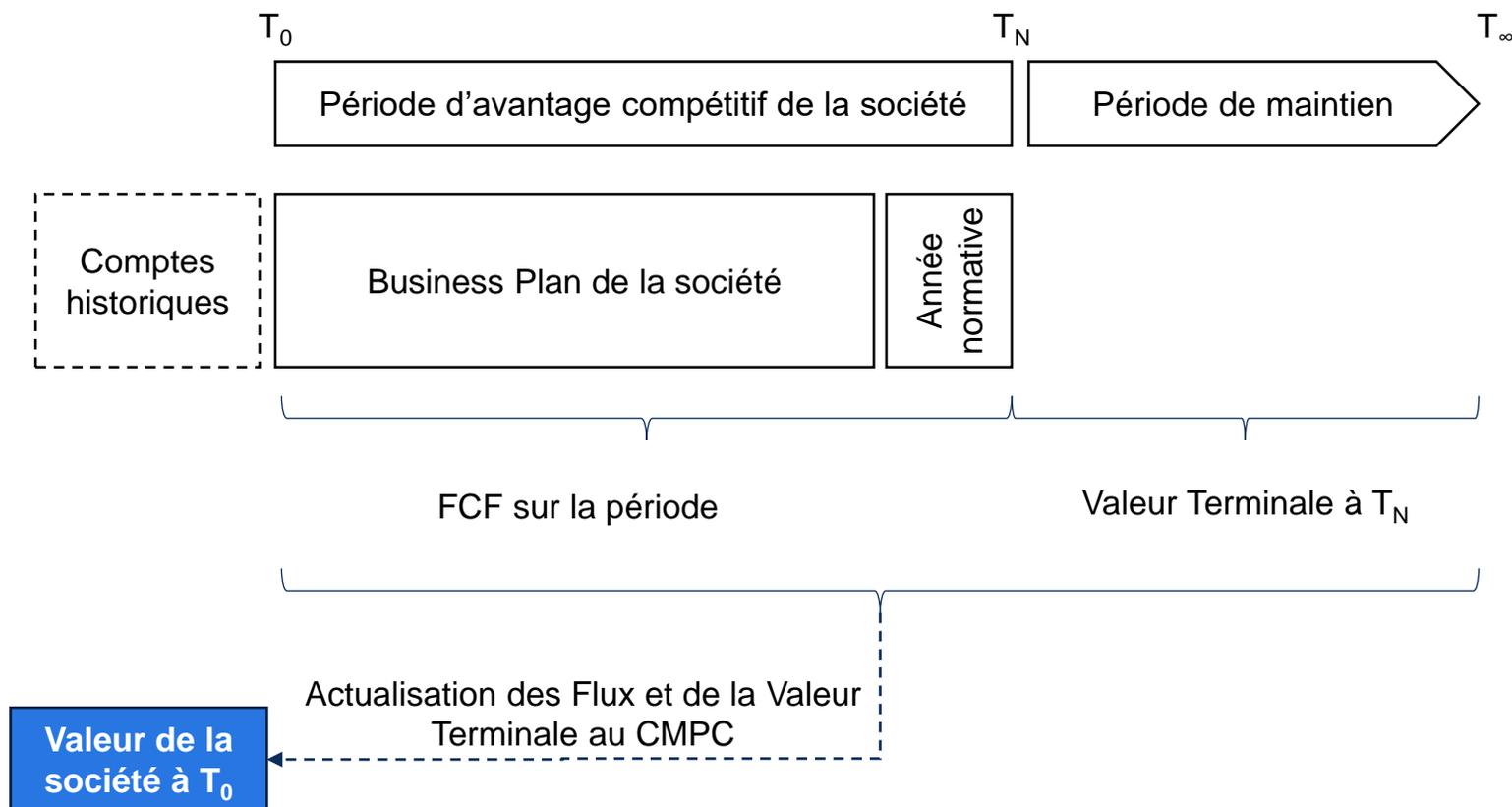


La méthode DCF (Discounted Cash Flows)

- Méthode qui consiste à actualiser la trésorerie opérationnelle disponible (« free cash flow »), hors impact de la structure de financement.
- Elle fournit la VE (valeur d'entreprise).
- Les étapes de réalisation de cette approche sont les suivantes :
 1. Construction d'un BP sur une période de prévision en rapport avec le cycle d'activité et la maturité de l'entreprise (5 ans en général)
 2. Calcul des Free Cash Flow du BP
 - $FCF = REX - \text{impôt théorique sur le REX} - \text{investissements} + \text{dépréciations} \& \text{dotations aux amortissements} - \text{variation du BFR}$
 - $FCF = EBE - \text{impôt théorique sur le REX} - \text{investissements} - \text{variation du BFR}$
 3. Estimation d'un cash flow terminal normatif et récurrent (post BP)
 4. Définition du taux d'actualisation = CMPC (Coût Moyen Pondéré du Capital, WACC en anglais)
 5. Calcul de la Valeur Terminale, basée sur le flux terminal normatif, correspondant à la somme actualisée des flux FCF post BP
 6. Actualisation de tous les cash flows



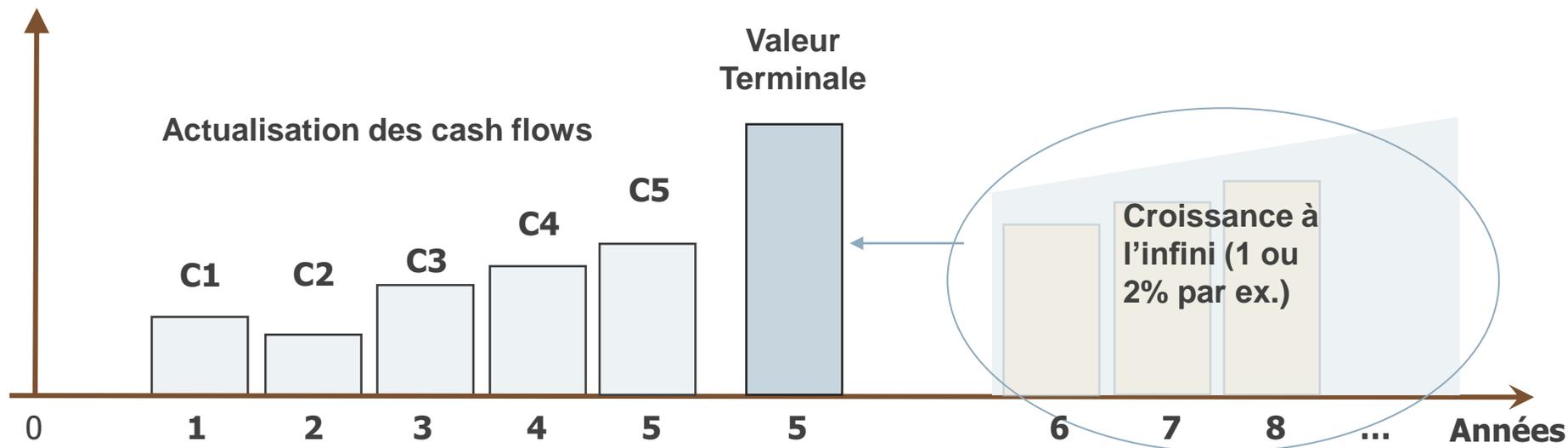
La méthode DCF (Discounted Cash Flows)





La méthode DCF (Discounted Casf Flows)

Free cash flow



- Valeur d'entreprise = $C1 / (1+t) + C2 / (1+t)^2 + C3 / (1+t)^3 + C4 / (1+t)^4 + C5 / (1+t)^5 + \text{Valeur terminale}$
- La valeur terminale est calculée à partir de la méthode de Gordon et Shapiro.
 $V \text{ en année } n = (\text{Flux normatif en année } n+1) / (t-g)$
Avec t = taux d'actualisation et g = taux de croissance à l'infini
- Calcul de la Valeur Terminale, en année 5 par exemple. $VT_{\text{année } 5} = C6 / (t-g)$
 $C6 = \text{Cash Flow Normatif. De façon simplifiée } C6 = \text{Cash flow}_{\text{année } 5} * (1+g)$
Calcul de la Valeur Terminale actualisée = $VT_{\text{année } 5} / (1+t)^5$



La méthode de l'ANR (Actif Net Réévalué)

- Cette méthode est essentiellement fondée sur la réévaluation du bilan comptable de l'entreprise.
- Les actifs et les passifs sont réévalués à leur valeur de marché.
- Cela engendre des plus ou moins values par rapport à ce qu'on appelle l'Actif Net Comptable (ANC). On appelle donc aussi cette méthode l'ANCC (ANC Corrigé)
 - $ANC = \text{Actifs réels} - \text{Passifs réels}$ (*réels = non fictifs et donc avec une valeur marchande*)
 - $ANR = \text{Actifs réévalués} - \text{Passifs réévalués}$
 - $ANR = ANC + \text{plus-values identifiées} - \text{moins-values latentes}$
- Il est important de déterminer dans quelle optique se trouve le travail d'évaluation qui est réalisé
 - L'évaluation peut se faire en fonction de la valeur historique, valeur d'usage, valeur de remplacement, valeur de liquidation...



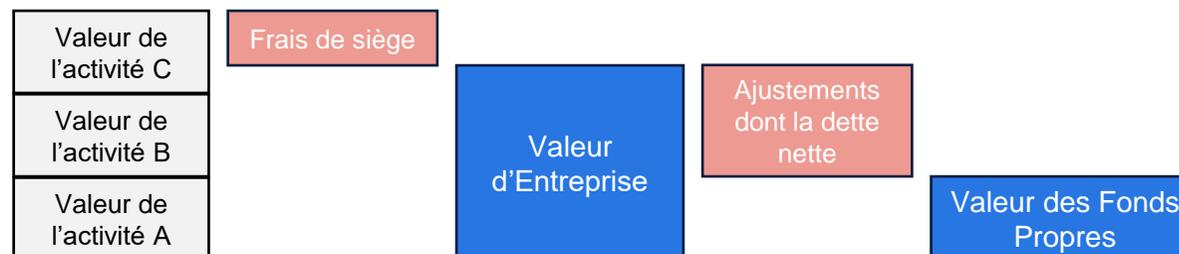
La méthode de l'ANR (Actif Net Réévalué)

- Dans la pratique, il est difficile de réévaluer l'ensemble des actifs et cette approche patrimoniale se limite en général à réévaluer l'immobilier, les terrains et la trésorerie.
- De plus en IFRS, à quelques exceptions près, la plupart des actifs sont déjà estimés à leur juste valeur, rendant le travail de réévaluation caduque.
- Cela diminue fortement l'intérêt de cette méthode pour la plupart des entreprises sauf pour les sociétés foncières ou immobilières car la notion de patrimoine est essentielle.
- Les sociétés ayant des portefeuilles de participations ou les holdings financières utilisent aussi cette méthode car chaque participation est évaluée indépendamment.
- La méthode patrimoniale, une méthode souvent peu significative, ou qui repose sur l'addition / la combinaison des méthodes relatives et/ou DCF, alors appelée somme des parties.



La méthode SOTP (Sum Of The Parts ou Somme des Parties)

- Cette méthode consiste à valoriser une société par la somme des valeurs de ses différentes activités.
- La SOTP est utilisée essentiellement pour des groupes à caractère diversifié dont les activités reposent sur des business modèles différents.
- Chaque activité est évaluée de manière indépendante selon la méthode relative ou intrinsèque.
- La combinaison des différentes activités du groupe ne peut fonctionner que si le siège les gère correctement, ce qui entraîne des frais (frais de siège) qu'il faudra déduire de la somme des différentes valeurs obtenues.
- On détermine ainsi une Valeur d'entreprise.





Avantages et inconvénients de la méthode

Avantages

- Simple et rassurante à mettre en œuvre
- Permet de définir une valeur plancher
- Adaptée à certaines entreprises

Inconvénients

- Approche statique et comptable sans mesure de la rentabilité
- Champ d'application limité
- Méthode tournée vers le passé



Conclusion

- Conduire l'évaluation avec autant de méthodes que possible
- L'évaluation est généralement présentée comme un ensemble de fourchettes (« Football field »), éventuellement avec une valeur centrale :
 - ANR :
 - Valeur plancher
 - Méthode des multiples:
 - Échantillon large (mais pertinent), plusieurs types de multiples, plusieurs années, fourchettes de valeurs pour chaque type de multiple
 - DCF:
 - Définir divers scénarios de BP (base, ambitieux, conservateur, scénarios spécifiques...)
 - Tester des sensibilités de la valorisation aux paramètres: évolution du CMPC, du taux de croissance à l'infini, de la rentabilité normative pour le calcul de la valeur terminale
- La conclusion de ces méthodes n'est pas affaire de moyenne ou de médiane, mais de bon sens. Il peut y avoir une méthode privilégiée par rapport à d'autres.
- Avoir en tête que la valorisation valorise le futur, elle est donc subjective!



Différentes méthodes :

1	Actif Net Comptable	<ul style="list-style-type: none">▪ Pas de prise en compte du rendement, ni du risque▪ Valeur liquidative
2	Transactions comparables	<ul style="list-style-type: none">▪ Informations ?▪ 2 PME sont-elles comparables ?
3	Comparables boursiers	<ul style="list-style-type: none">▪ Décote de taille ?▪ D'illiquidité ?▪ Risque spécifique ?
4	Discounted Cash Flow	<ul style="list-style-type: none">▪ Quel taux d'actualisation ?▪ Quel business Plan ?
5	Multiples de marché	<ul style="list-style-type: none">▪ De qui ? Sur quel agrégat financier ?▪ Attention, le multiple EBITDA comporte de grands risques

En réalité, les méthodes analogiques (comparables et multiples boursiers) ne sont que des simplifications du DCF afin de traiter simplement et en volume les analyses



- Au final, toutes ces méthodes renvoient à deux questions?



- **Quelle rentabilité future?**



- **Avec quel niveau de risque?**

- **Un multiple d'EBITDA élevé** sur le marché transcrit soit un risque très faible (revenus récurrents) soit un potentiel significatif de rentabilité futur (cybersécurité par exemple)
- **Un multiple d'EBITDA faible** sur le marché transcrit soit un risque fort (cyclicité du marché du BTP) soit une décroissance du marché (pressing par exemple)

Mais pas seulement, il transcrit un comportement « moutonnier » des acquéreurs. Tous les fonds se dirigent vers les mêmes secteurs et les mêmes entreprises.



Méthodes d'évaluation

Une seule lecture au final

Levier	15% D / D +E
Taux croissance à long terme	1% par an
Taux d'IS	25% du résultat
Taux dette	3% annuel
Marge EBITDA	9% du CA
Marge EBIT	6% du CA
CAPEX théorique	3% du CA

Taux actualisation des capitaux propres	PER (VT / RN)	WACC	Multiple d'EBIT	Multiple d'EBITDA	Multiple de CA
8%	14,3	7,1%	12,22	8,15	0,7
9%	12,5	8,0%	10,73	7,16	0,6
10%	11,1	8,8%	9,57	6,38	0,6
11%	10,0	9,7%	8,63	5,76	0,5
12%	9,1	10,5%	7,86	5,24	0,5
13%	8,3	11,4%	7,22	4,81	0,4
14%	7,7	12,2%	6,67	4,45	0,4
15%	7,1	13,1%	6,20	4,14	0,4
16%	6,7	13,9%	5,80	3,86	0,3
17%	6,3	14,8%	5,44	3,63	0,3



4 Conseils pratiques

- Historique ou prospectif ? 32
- Stand-Alone ou avec le vendeur ? 33
- Comptable ou normatif ? 34
- Les plus grands facteurs de risques 35



Conseils pratiques

Historique ou prospectif ?

Historique

- Mesurable
- Réel
- Compréhensible

Prospectifs

- « Boule de Cristal »
- Multiples inconnus
- Répétition du passé



- Achetez vous les résultats d'hier ou de demain?
- Comment allez vous rembourser la dette d'acquisition?
- Demain sera-t-il comme hier?

On évalue sur du prospectif. L'historique ne sert que d'outil d'analyse.



Conseils pratiques

Stand-Alone ou avec le vendeur ?

Stand-Alone

- Le modèle ne restera pas le même (changement d'équipe...)
- Il va falloir changer le business model
- L'acquéreur va apporter de nouvelles choses

Avec l'acquéreur

- Une charge nouvelle pour l'entreprise (nouveau dirigeant...)
- Des synergies avec la maison-mère
- Un regard neuf



- Si vous êtes une charge pour l'entreprise, vous allez aussi apporter à celle-ci et donc créer de la valeur. Idem si il y a des synergies. Cela fait-il partie de la valeur actuelle? Non.
- Si les changements qu'une cession va entraîner sont sensibles, alors ils sont constitutifs d'un risque que l'on retrouve dans le taux d'actualisation ou le multiple.

On évalue en Stand-Alone et on mesure le risque du changement.



Conseils pratiques

Comptable ou normatif ?

Comptable

- Permanence des méthodes
- Règles établies
- Revues par l'EC et le CAC
- Beaucoup d'éléments hors exploitation

Normatif

- Retraitements nécessaires (Dirigeants, loyers, faux frais...)
- Quelle validité des retraitements ?
- Les « exceptionnels » ont-ils eu un impact? Quel sera l'impact de leur suppression?



- Le normatif sera le cash généré demain par l'actif et qui permettra de rembourser la dette d'acquisition.
- Mais attention à avoir des retraitements en Stand-Alone.

On évalue sur du normatif.



Risques liés au secteur

- Contraintes réglementaires
- Taille du marché
- Intensité concurrentielle
- Saisonnalité



Risque lié à l'entreprise

- La vulnérabilité de la position concurrentielle
- La taille
- La diversification
- Les dépendances clients / Hommes clés / fournisseurs



5 Valeur et Prix

- La valeur et le prix 37
- Argumenter votre valeur et votre prix 38
- De al valeur au prix final 39
- Argumenter votre valeur et votre prix 40



« La valeur est une mesure commune à tous les acteurs »



« Le prix est la valeur d'un agent pris isolément avec ses propres envies »

- Si personne n'est intéressé par une entreprise, le prix sera sans doute inférieur à la valeur.
- Si plusieurs fonds d'investissements souhaitent acquérir une société, le prix risque d'être très supérieur à la valeur.
- Un process de cession organisé va normalement maximiser le prix.
- **Un acquéreur « stratégique » va normalement surpayer car il valorise les synergies et la création de valeur pour lui.**



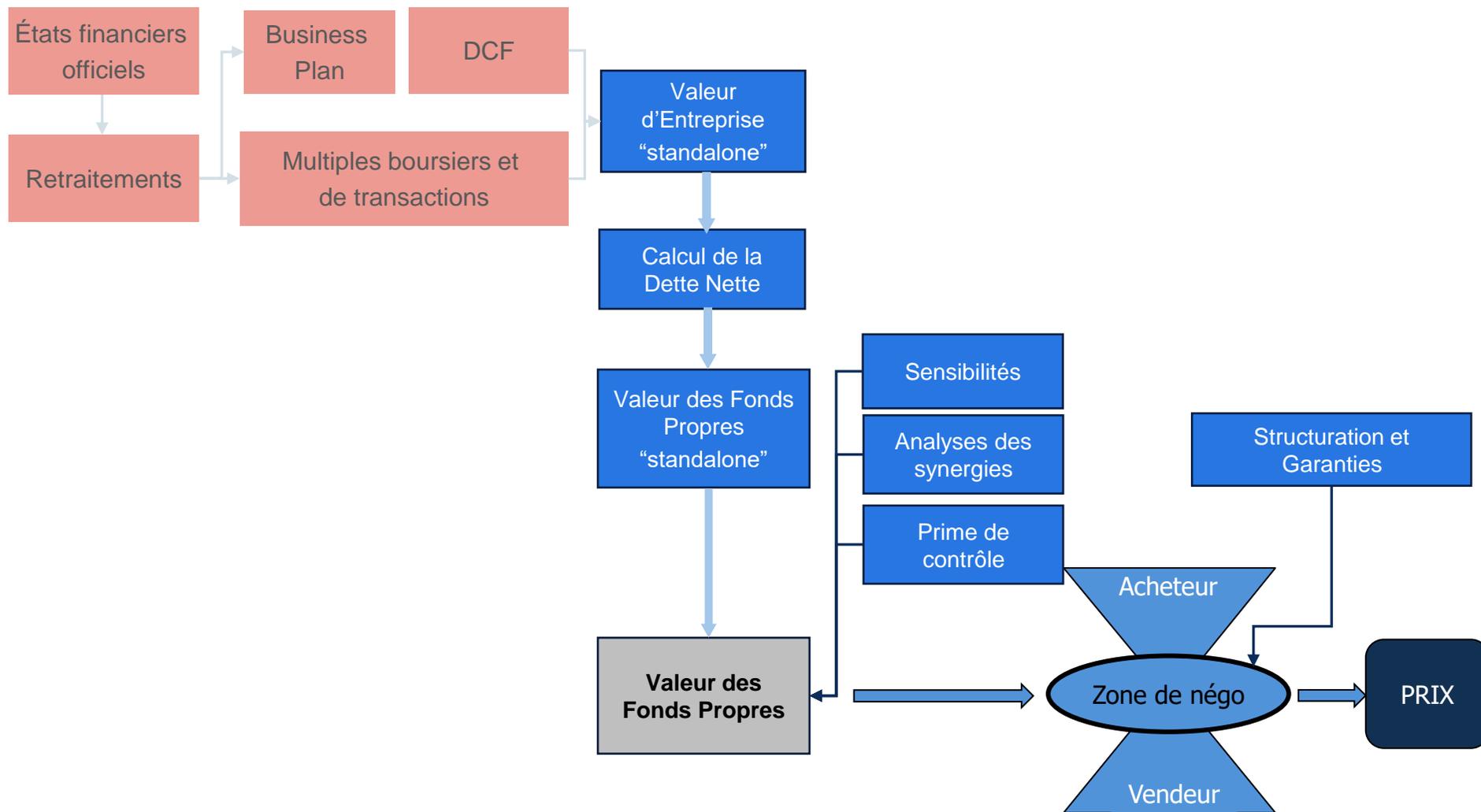
Pour réussir une opération, il est nécessaire de bien exprimer comment a été déterminée la valeur et le prix, et du coup son articulation.

- Le cédant a aussi fait ce travail de réflexion, et donc il est nécessaire d'argumenter son offre (valeur et prix).
- Cette argumentation permettra ensuite d'ajuster les différents sujets issus des audits par exemple.



Valeur et Prix

De la valeur au prix final





Valeur et Prix

Argumenter votre valeur et votre prix



22, Avenue de la Grande Armée

75017 PARIS

www.societex.com

Thomas BEURAIN

Président

06 12 89 33 45

thomas.beurain@societex.com