



# **TRANSFAIR**

LES RENDEZ-VOUS DE LA TRANSMISSION D'ENTREPRISE

# REUSSIR L'EVALUATION D'UNE ENTREPRISE EN TEMPS DE CRISE



# INTERVENANTS



**Benoît Coustaux – Associé**  
**RSM Transaction Advisory Services**

- Evaluation financière
- Simulation de modèles financiers complexes
- Evaluation de Management Package
- Project Finance
- Due diligences financières
- Litigation / Forensic



**Marine JULIEN – Associé**  
**LEGOUX & ASSOCIES**

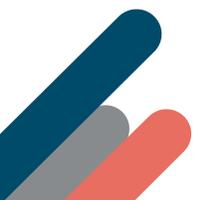
- Evaluation financière
- Estimation de préjudices

# CONTENU

<b>1</b>	1 / Evaluation d'entreprises : quelques principes généraux	5
<b>2</b>	2 / Rappel des principales méthodes d'évaluation	11
<b>3</b>	3 / Les 10 points clés en matière d'évaluation + 1 post-covid	21

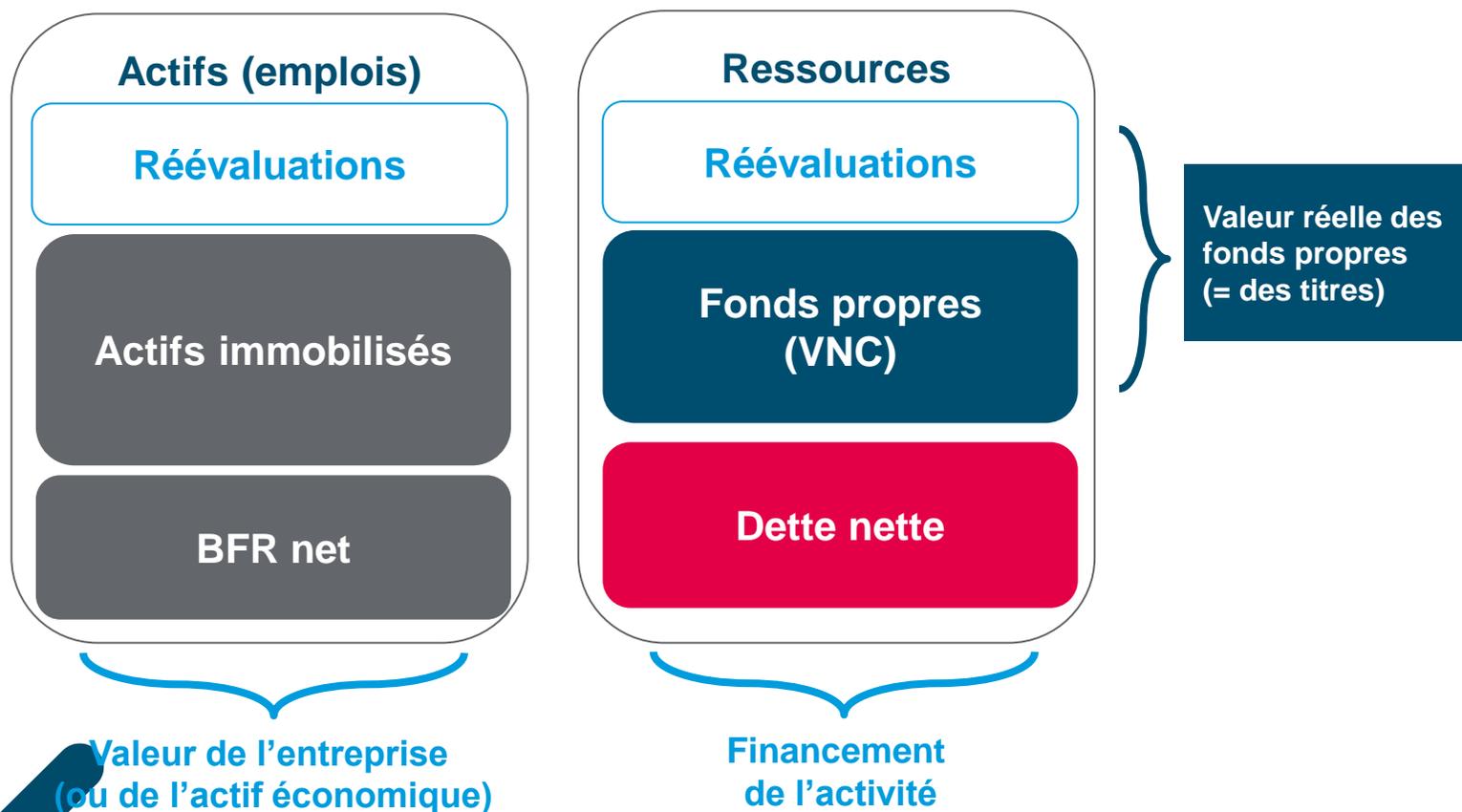


# 1 / EVALUATION D'ENTREPRISES : QUELQUES PRINCIPES GÉNÉRAUX

- Définition : la valeur, de quoi parle-t-on ?
  - Valeur, risque et rendement
  - Différence entre la valeur et le prix
  - A quel moment avoir recours à une évaluation externe ?
  - Démarche d'évaluation à retenir
- 

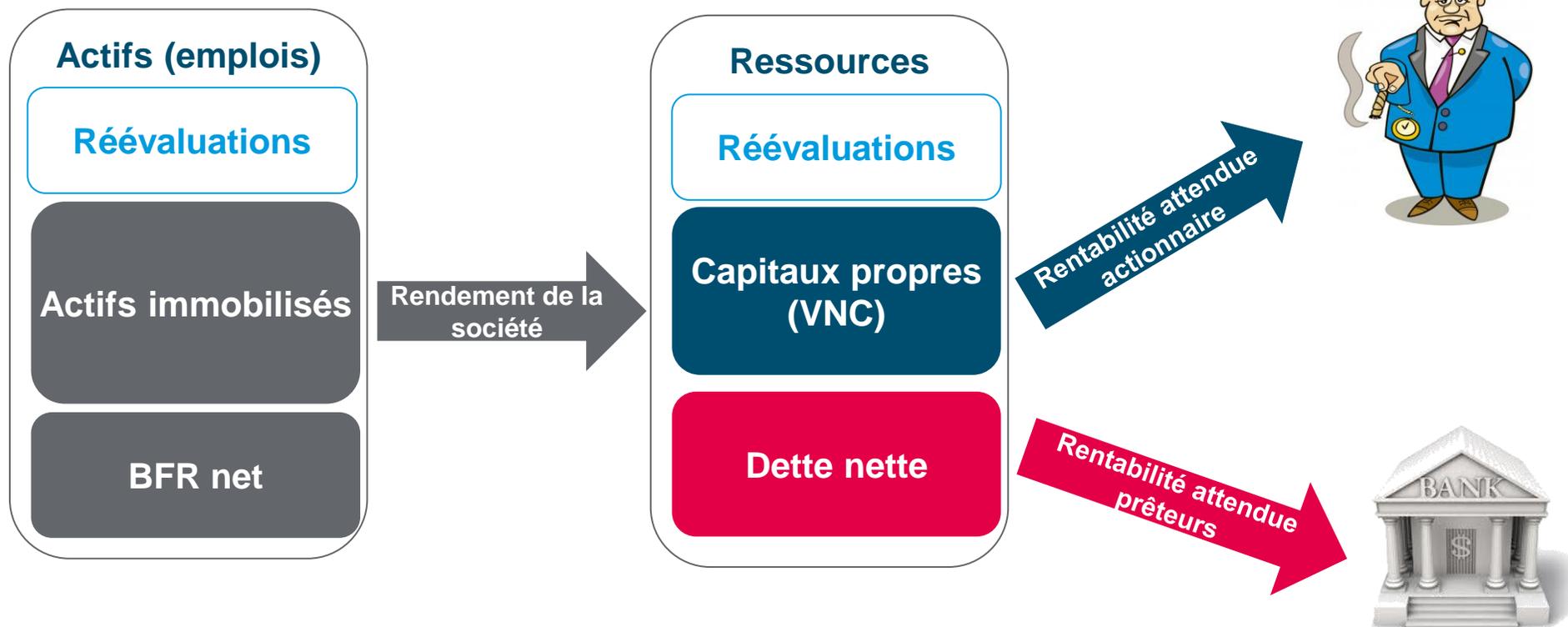
# LA VALEUR : DE QUOI PARLE-T-ON ?

- **Capitaux propres / fonds propres** = Ressources (passif) d'une société qui appartiennent à ses actionnaires
- **Valeur d'entreprise** = valeur de l'actif économique = valeur de marché de l'outil industriel et commercial
- **Valeur des FP (des titres) = Valeur d'entreprise – Dette financière nette**



# VALEUR, RISQUE ET RENDEMENT

## QUAND EST-CE QU'UNE ENTREPRISE CRÉE DE LA VALEUR ?



**Rendement réel de la société :**

$$\text{Return On Capital Employed} = \frac{\text{EBIT} * (1 - \text{tax})}{\text{Capitaux employés}}$$

**Rendement minimal exigé par les investisseurs :**

$$\text{WACC} = \% \text{ dette} * \text{rentabilité attendue dette} + \% \text{ FP} * \text{rentabilité attendue fonds propres}$$

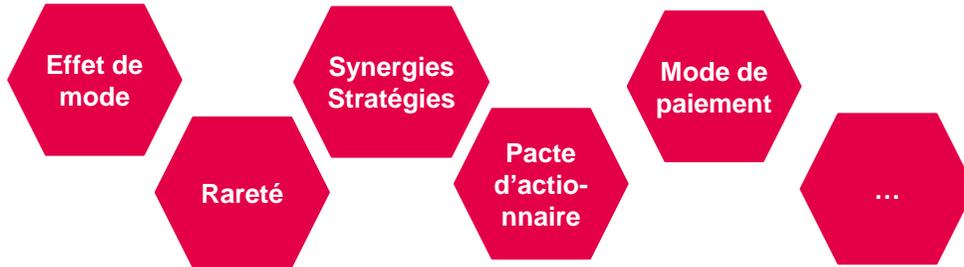
# DÉFINITION DE LA VALEUR PAR RÉFÉRENCE AU PRIX

VALEUR

- La valeur est une qualité intrinsèque indépendante des circonstances de l'instant.

- Le prix suppose l'échange alors que la valeur existe indépendamment de l'échange.

Différence entre valeur et prix



PRIX

- Le prix résulte d'une négociation et suppose l'échange.
- Le prix n'est pas une qualité intrinsèque, il est toujours relatif aux circonstances et aux parties qui ont présidé à sa détermination.

# À QUEL MOMENT AVOIR RECOURS À UNE ÉVALUATION EXTERNE ?

## 1. EN AMONT DE LA TRANSACTION

- Aider à positionner un prix de transaction externe ou intragroupe
- Fixer le prix des actions dans un contexte d'épargne salariale

## 2. PENDANT LA TRANSACTION

- Expertise indépendante
- Commissariat aux apports et à la fusion
- *Management packages* (BSA, ADP, *stock options*, ...)

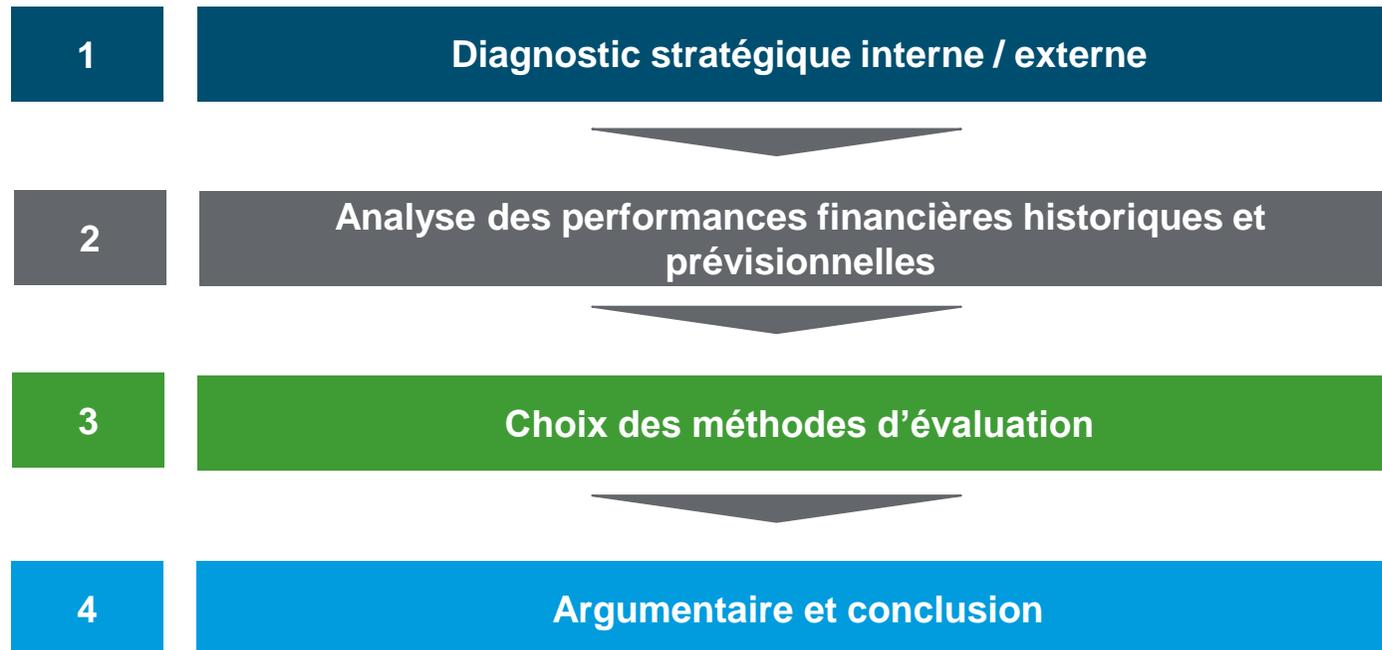
## 3. APRÈS LA TRANSACTION

- *Purchase Price Allocation ("PPA")*
- *Impairment tests*
- Contentieux sur le prix (voir les possibilités juridiques de couverture – clauses SPA)

## 4. AU QUOTIDIEN

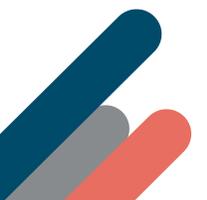
- Suivis de valeurs
- Problématiques patrimoniales – transmissions familiales
- Exécution d'un pacte d'actionnaire...

# QUELLE EST LA DÉMARCHE D'UNE ÉVALUATION ?





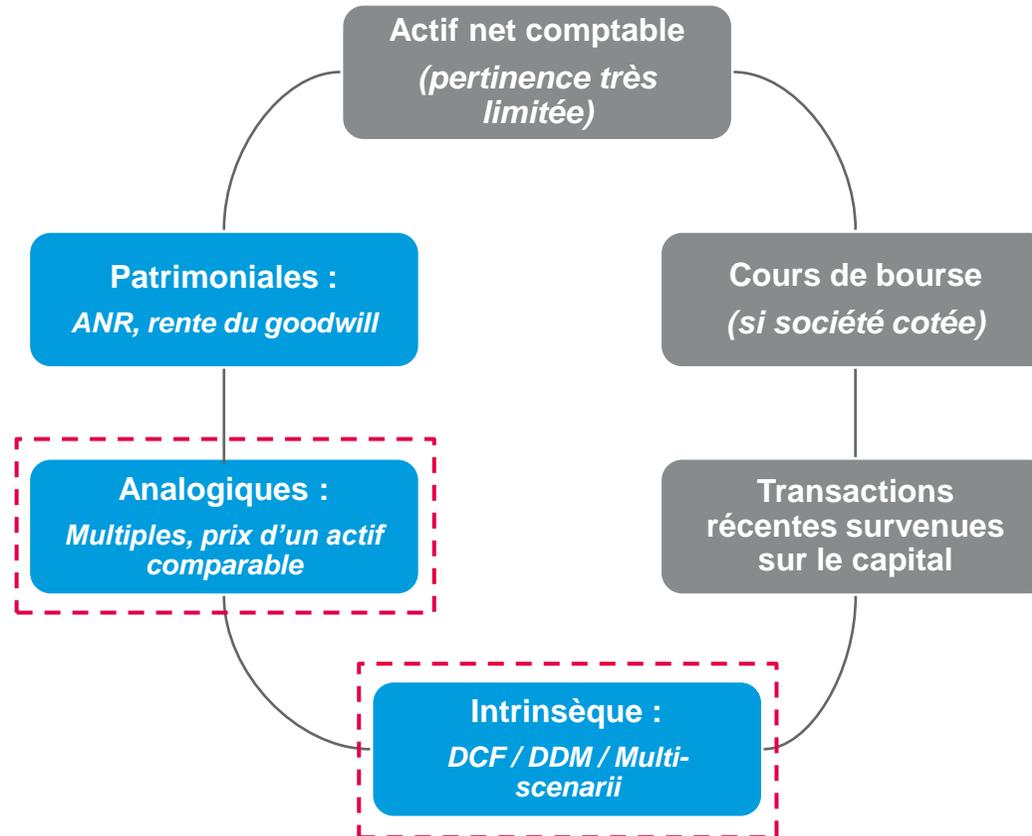
## 2 / RAPPEL DES PRINCIPALES MÉTHODES D'ÉVALUATION



# LA BOÎTE À OUTILS DE L'ÉVALUATEUR

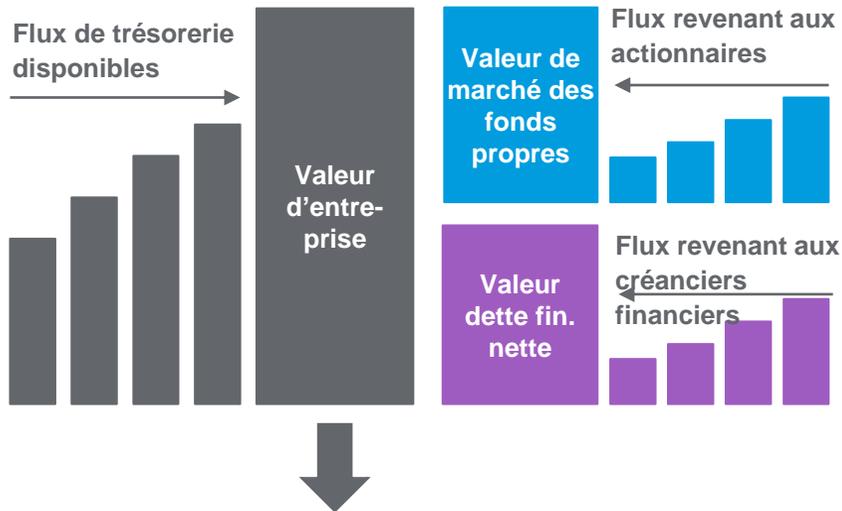
Références d'évaluation

Méthodes d'évaluation



# MÉTHODE DCF : DÉFINITION

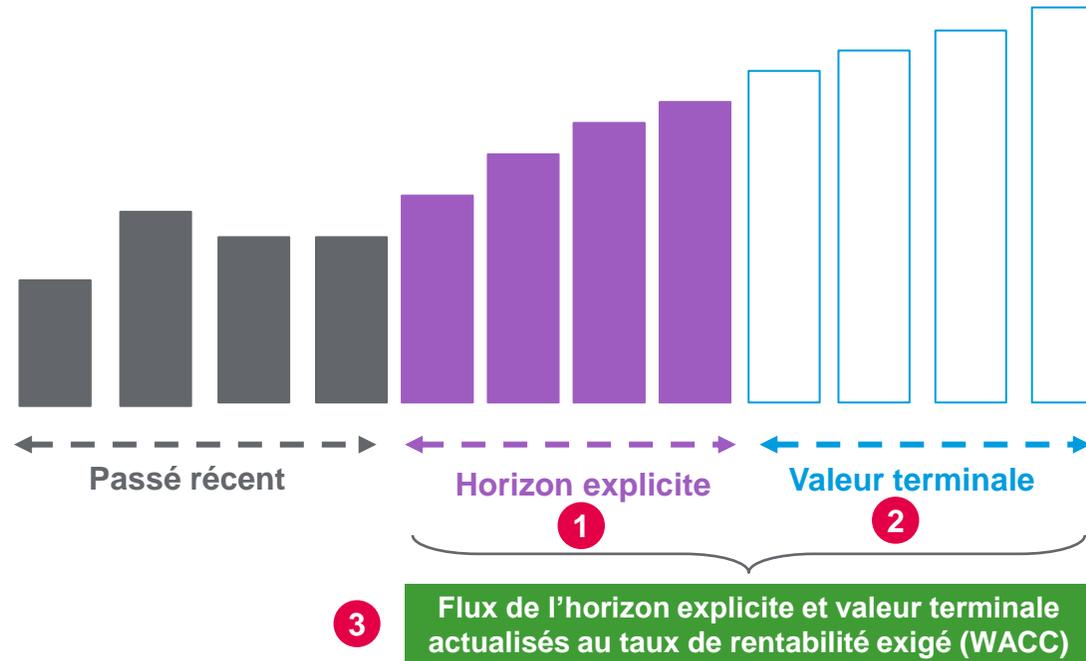
## Schéma de la méthode



- La méthode DCF consiste à déterminer la valeur de l'entreprise par la somme des flux de trésorerie futurs disponibles revenant à l'ensemble des apporteurs de fonds (actionnaires et créanciers financiers (banques)).
- Chacun des flux est actualisé à un taux représentant les exigences de rentabilités respectifs de chaque apporteur de fonds.
- La valeur obtenue par la somme des flux actualisés aboutit à la valeur d'entreprise.
- Pour calculer la valeur de marché des fonds propres (des actions), il convient de déduire de la valeur d'entreprise l'endettement financier net de la société à la date d'évaluation.
- La méthode suppose la préparation d'un business plan réaliste.

$$VE = \sum_{n=1}^{\infty} \left( \frac{\text{Flux de trésorerie d'exploitation}}{(1 + WACC)^n} \right)$$

# MISE EN ŒUVRE DE LA MÉTHODE



- La méthode DCF nécessite de déterminer successivement :
  - 1 Les flux futurs de trésorerie disponibles sur l'horizon explicite
  - 2 La valeur terminale qui correspond à la valeur de la société à l'issue de l'horizon explicite (égale à la capitalisation à l'infini d'un flux considéré comme normatif)
  - 3 Le taux d'actualisation utilisé pour actualiser les flux futurs de trésorerie disponibles et la valeur terminale.

# CALCUL DE LA VALEUR TERMINALE

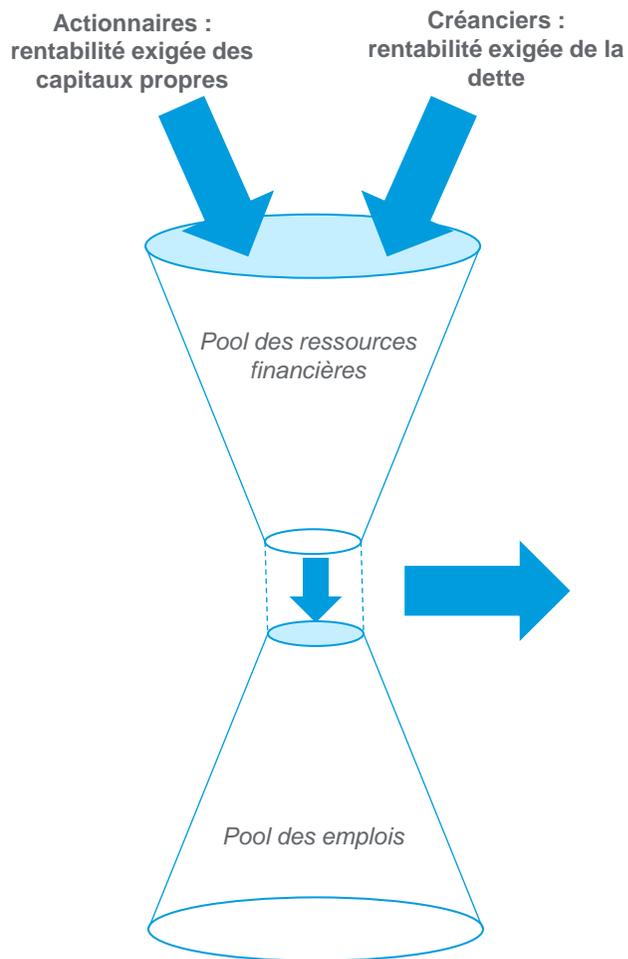
## Formule de Gordon-Shapiro pour calcul de la VT

$$VT = \frac{(Flux\ de\ trésorerie\ normatif)}{(WACC - g)}$$

- La VT est habituellement retenue, sauf dans les cas particuliers des activités générant un flux sur un horizon limité (brevets, contrats de concession, photovoltaïque...).
- Elle est estimée à partir de la valeur actuelle
  - du flux de trésorerie jugé normatif pour la cible
  - en croissance de g par an à l'infini
- Taux de croissance à l'infini « g » utilisé dans la formule: arrivé à maturité, l'activité de l'entreprise aura une croissance de g annuelle à l'infini. Il peut s'apprécier au regard
  - Des perspectives de croissance de l'économie à long terme (compris entre 1% et 2% dans le monde)
  - De la croissance du secteur d'activité à MLT
  - Warning : de même que les arbres ne montent pas au ciel, les parts de marché ne sont pas infinies !

# CALCUL DU WACC (TAUX DE RENDEMENT EXIGIBLE = TAUX D'ACTUALISATION)

## Modèle du WACC (CMPC : coût moyen pondéré du capital)



- Le taux d'actualisation mesure le risque de l'activité de la cible, soit la rentabilité exigée pour cet actif.
- Cette rentabilité est reconstituée au travers de
  - La rentabilité exigée par les actionnaires ( $K_{cp}$ )
  - La rentabilité exigée par les créanciers (banques...) ( $K_d$ )
  - Le poids respectif de ces 2 pourvoyeurs de fonds dans le financement de l'activité ( $V_{cp} + V_d$ )
- Il s'agit de la méthode du CMPC (coût moyen pondéré du capital) – WACC en anglais (Weighted average cost of capital)

$$WACC = K_{cp} \times \frac{V_{cp}}{(V_{cp} + V_d)} + K_d \times (1 - IS) \times \frac{V_d}{(V_{cp} + V_d)}$$

Coût pondéré des capitaux propres avec :

- $K_{cp}$  = coût des capitaux propres
- $V_{cp}$  = Valeur des capitaux propres
- $V_d$  = Valeur de la dette financière nette

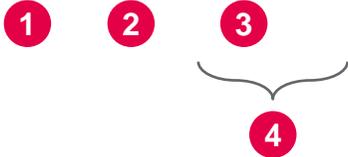
Coût pondéré de la dette avec :

- $K_d$  = coût de la dette
- $V_{cp}$  = Valeur des capitaux propres
- $V_d$  = Valeur de la dette financière

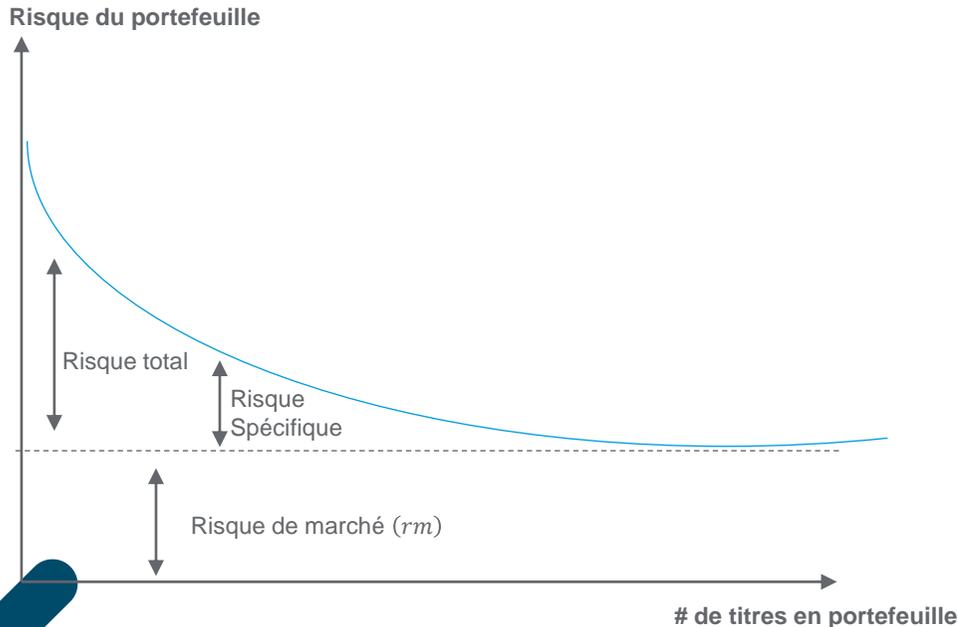
# CALCUL DU MEDAF (TAUX DE RENDEMENT EXIGÉ PAR LES ACTIONNAIRES = COÛT DES CAPITAUX PROPRES)

## MEDAF

$$MEDAF (K_{cp}) = rf + \beta e \times (rm - rf)$$



### Risque du marché => effets de la diversification



- Selon le MEDAF Le taux de rentabilité exigible sur tout investissement pour tout investisseur est égal
  - **Au loyer de l'argent sans risque** i.e. la rentabilité minimale que tout investisseur peut obtenir sur le marché sans prendre de risque
  - **Plus une prime de risque** liée i) au risque non diversifiable du marché et ii) au risque spécifique de l'investissement. (Cf. effets de la diversification).

- 1  $rf$  : loyer de l'argent sans risque : par exemple les obligations d'état à long terme, étant considéré qu'un état ne fait pas faillite
- 2  $\beta e$  : bêta de l'actif économique i.e. la mesure du risque spécifique de la cible (coefficient de corrélation de son activité par rapport au marché)
- 3  $rm$  : Taux de rentabilité général du marché
- 4  $(rm - rf)$  : Prime de risque globale du marché estimée par la différence entre le risque global du marché et le taux sans risque

# ANALYSES DE SENSIBILITÉ

## Analyse de sensibilité type

Analyse de sensibilité MEDAF - Tx de cr. en k€					
Tx de cr.	MEDAF				
	12,6%	13,6%	14,1%	14,6%	15,6%
0,50%	1 865	1 472	1 301	1 146	873
0,75%	1 928	1 522	1 347	1 187	907
<b>1,00%</b>	1 994	1 575	1 394	1 229	941
1,25%	2 063	1 629	1 443	1 273	977
1,50%	2 135	1 686	1 494	1 319	1 014

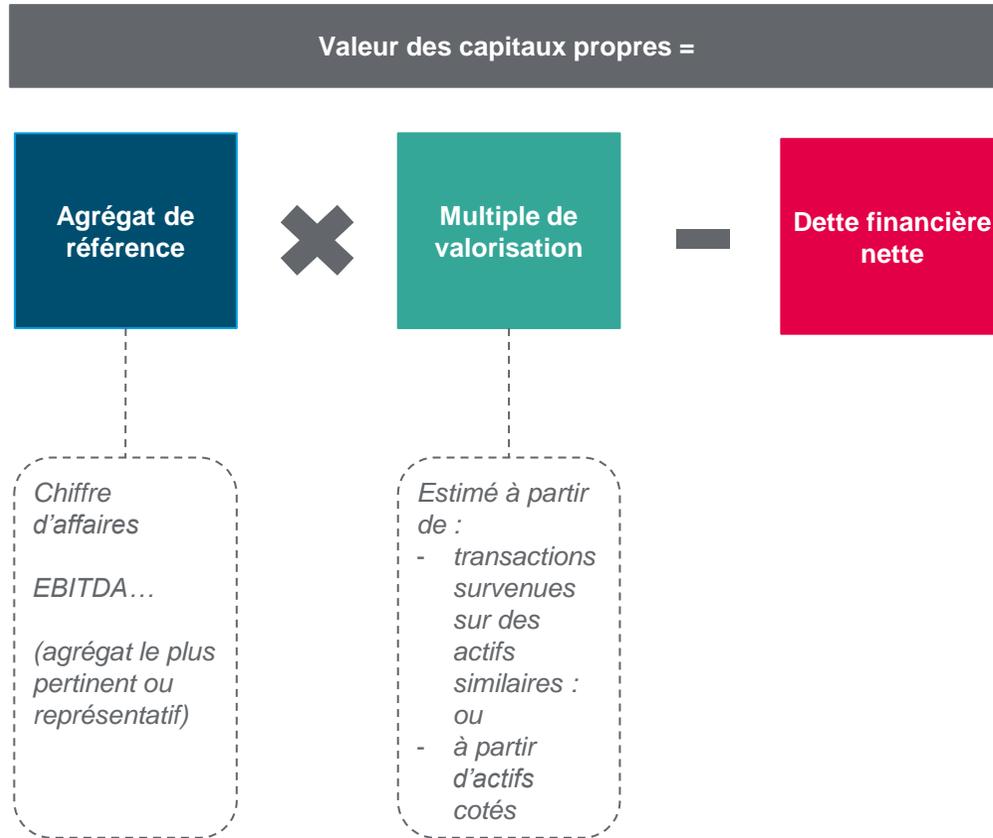
Source: analyses RSM

Analyse de sensibilité Marge d'EBIT - MEDAF en k€					
MEDAF	Marge d'Ebit du flux normatif				
	12,6%	13,1%	13,6%	14,1%	14,6%
13,1%	1 561	1 667	1 774	1 881	1 987
13,6%	1 376	1 476	1 575	1 674	1 773
<b>14,1%</b>	1 209	1 301	1 394	1 487	1 579
14,6%	1 056	1 143	1 229	1 316	1 402
15,1%	917	998	1 079	1 160	1 241

Source: analyses RSM

- Une analyse de sensibilité sur la valeur obtenue est indispensable pour apprécier l'incertitude associée à toute évaluation notamment compte tenu de la forte sensibilité de la valeur à trois paramètres clés :
  - Le taux d'actualisation WACC
  - Le taux de croissance à l'infini utilisé dans la valeur terminale
  - Les marges en normatif.
- Si cette analyse est essentielle, notamment dans le cas de forts aléas de réalisation sur le BP, elle ne doit pas exclure la possibilité de revoir le BP en établissant plusieurs scénarios (best case / worst case).

# MÉTHODE DES MULTIPLES : DÉFINITION



- La méthode des comparables est fondée sur les principes suivants :
  - La valeur de l'entreprise correspond à un multiple de sa capacité bénéficiaire ;
  - Ce multiple est issu de valeurs connues d'entreprises jugées comparables à la cible (métiers, marché, zone géographique, risque, profil de croissance...).
  
- Deux typologies de référence existent :
  - **Les comparables boursiers** dont les valeurs peuvent être obtenues facilement sur les bases de données en ligne (Bloomberg, InFinancials...)
  - **Les comparables issus de transactions** dont les valeurs sont obtenues par l'analyse d'un échantillon d'entreprises ayant fait l'objet d'une transaction dans un passé suffisamment récent. Ces valeurs sont plus difficiles à trouver et sont généralement recensées par des bases de données spécialisées (MergerMarket, Epsilon Research...).

# AGRÉGATS À RETENIR

## 2 grandes familles de multiple

### Multiples établissant la valeur de l'actif économique (valeur d'entreprise)

Multiples d'agrégats avant frais financiers (indépendant de la structure financière)

#### xCA

- Permet de s'appuyer sur des données chiffrées moins volatiles que les multiples de résultats
- Ne tient toutefois pas compte de la rentabilité de la cible

#### xEBITDA

- Permet de valoriser la cible sur des notions de rentabilité sans dépendre des distorsions liées à la politique d'amortissement ou à la politique financière
- Agrégat le plus simple et le plus proche de notions de cash

#### xEBIT

- Permet de valoriser la cible sur des notions de rentabilité
- Intègre l'intensité des capitaux investis au travers de la prise en compte des DAP

### Multiples établissant la valeur des capitaux propres directement

Multiples d'agrégats après frais financiers (fonction de la structure financière)

#### xRésultat Net (PER)

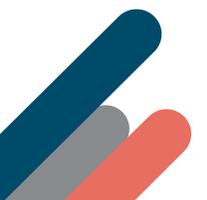
- Ratio obtenu en divisant la capitalisation boursière par le résultat net

#### xCAF

- Multiple utilisé dans certains secteurs industriels à forte intensité capitalistique (forts niveaux d'amortissement impactant les résultats).



## 3 / LES 10 POINTS CLÉS EN MATIÈRE D'ÉVALUATION + 1 POST-COVID



# LES 10 POINTS CLÉS EN MATIÈRE D'ÉVALUATION + 1 POST PANDÉMIE COVID

1

*Ne pas se fonder sur l'actif net comptable*

2

*« Oublier » le PER*

3

*Ne pas négliger la mise en œuvre d'un diagnostic stratégique*

4

*Mettre en œuvre une approche multicritères (multiplier les méthodes)*

5

*Ne pas retenir de moyennes*

6

*Prendre garde sur la constitution de l'échantillon de sociétés comparables*

7

*Analyser la normativité des résultats*

8

*Se fonder sur un BP réaliste et justifiable*

9

*Tenir compte le cas échéant de primes / décotes*

10

*Appliquer avec prudence les méthodes traditionnelles pour évaluer une start up*

11

*Intégrer les effets économiques de la pandémie dans l'approche d'évaluation*

# 1/ NE PAS SE FONDER SUR L'ACTIF NET COMPTABLE

- L'actif net comptable est avant tout une notion comptable sans signification économique.
- 2 entreprises qui ont investi une somme similaire dans 2 outils industriels différents ont peu de chance d'être valorisées de la même manière.

Cas pratique 1 - Key Figures en k€	Société A	Société B
Situation nette (ANC)	2 800	2 500
Chiffre d'affaires	10 000	10 000
EBIT Normatif	200	600
Endettement net	300	800

- « A » pourrait être une société industrielle en déclin qui s'efforce de réinvestir coûte que coûte dans ses outils de travail en augmentant ses capitaux propres alors que sa rentabilité chute.
- Son EBIT normatif est d'ailleurs inférieur à celui de B.
- Dans cette hypothèse A verra sa valeur de marché baisser alors que ses fonds propres augmentent.
- B pourrait être une société d'experts pointus très rentable (Cf. EBIT normatif).
- B étant généreux, elle distribue régulièrement son résultat aux actionnaires en conservant de faibles fonds propres alors qu'elle est fortement valorisée par le marché pour son expertise.

## 2/ « OUBLIER » LE PER

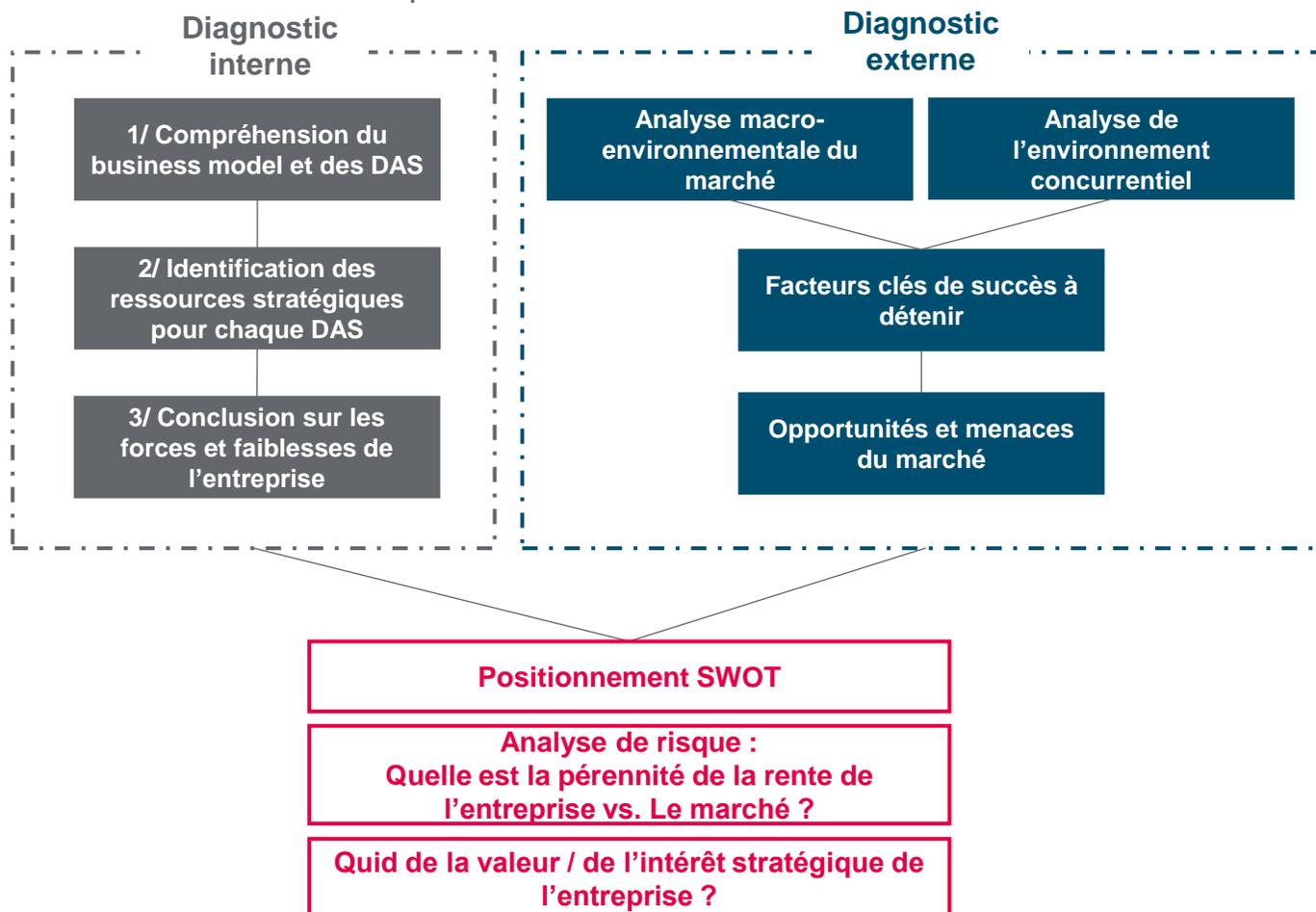
$$PER = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Résultat net}}$$

en k€	Soc. Endettée	Soc. Non endettée
Cash (Dette) net(te)	(3 000)	2 500
EBITDA	2 000	2 000
D&A	(1 000)	(1 000)
EBIT	1 000	1 000
Intérêts	(200)	-
IS 28%	(224)	(280)
Bénéfice	576	720
<b>PER</b>	<b>16,0x</b>	<b>16,0x</b>
<b>Valeur des FP</b>	<b>9 216</b>	<b>11 520</b>
<b>xEBITDA</b>	<b>6,0x</b>	<b>6,0x</b>
Valeur d'entreprise	12 000	12 000
Cash (Dette) net(te)	(3 000)	2 500
<b>Valeur des FP</b>	<b>9 000</b>	<b>14 500</b>
<i>Ecart</i>	(216)	2 980

- Le PER est un multiple du bénéfice aboutissant à une valorisation des capitaux propres de l'entreprise.
- Il est apprécié pour sa simplicité.
- Il ne tient cependant pas compte des politiques de financements ou d'amortissement des investissements, des normes comptables qui peuvent différer du secteur de référence.
- La valorisation par PER risque de sous estimer une entreprise non endettée et à l'inverse sur estimera une entreprise fortement endettée (par rapport à son échantillon)

# 3/ NE PAS NÉGLIGER LA MISE EN ŒUVRE D'UN DIAGNOSTIC STRATÉGIQUE (1/2)

- Le diagnostic stratégique constitue la pierre angulaire de l'évaluation et doit aboutir au positionnement de l'entreprise sur son marché et à l'identification de ses risques.



# 3/ NE PAS NÉGLIGER LA MISE EN ŒUVRE D'UN DIAGNOSTIC STRATÉGIQUE (2/2)

Valorisation de PME (approche globale) en k€		
REX moyen de la société	A	190
Multiple d'EBIT	B	5,7x
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>AxB</b>	<b>1 075</b>
Dette nette		(500)
<b>Valeur des capitaux propres</b>		<b>575</b>

Valorisation de PME (approche approfondie) en k€	Intégration SAP	Cloud
Activité	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Marché mature</li> <li>. Nbreux acteurs</li> <li>. Faibles barrières à l'entrée</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Nouvelle filière en pointe</li> <li>. Différenciation de la cible</li> <li>. R&amp;D et compétences internes en ingénierie stratégique</li> <li>. Ressource stratégique</li> </ul>
<b>Part dans le CA total</b>	<b>80%</b>	<b>20%</b>
<b>Rentabilité des capitaux engagés</b>	<b>5,6%</b>	<b>28%</b>

Valorisation de PME (approche approfondie) en k€	Intégration SAP	Cloud	Total
REX moyen	A	85	105
Multiple d'EBIT	B	5,7x	7,4x
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>AxB</b>	<b>481</b>	<b>780</b>
Dette nette		(452)	(48)
<b>Valeur des capitaux propres</b>		<b>29</b>	<b>732</b>
			<b>761</b>

# 4/ METTRE EN ŒUVRE UNE APPROCHE D'ÉVALUATION MULTICRITÈRES (1/2) – INTÉRÊTS ET LIMITES DES MÉTHODES USUELLES

## Intérêts

## Limites

### DCF

- |     | Intérêts   | Limites   |
|-----|--|---|
| DCF | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Pertinence et niveau de précision devant permettre d'aboutir à une valeur fiable en intégrant                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- Composantes stratégiques et financières de la cible</li> <li>- Perspectives de développement et de rentabilité</li> <li>- Risques anticipés pour les financiers et risque global de non réalisation</li> </ul> </li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Méthode très sensible aux hypothèses retenues et à l'objectivité de celui qui les a établies =&gt; résultats très volatiles</li> <li>- Défaut d'information en matière de BP, contraignant les possibilités d'évaluation (importance d'un BP détaillé et justifiable)</li> </ul> |

### COMPARABLES

- |             |   |  |
|-------------|---|--|
| COMPARABLES | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Permet de confronter une valeur d'entreprise à une valeur de marché. Elle est ainsi régulièrement employée à titre de recoupement</li> <li>- « Mécanique » facile à comprendre</li> <li>- Approche à fort consensus dès lors que l'échantillon est pertinent</li> <li>- Incontournable dans le cadre d'une transaction, de l'appel à un fonds d'investissement.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Mise en œuvre limitée par la qualité de l'information disponible sur les transactions</li> <li>- Délicate à appliquer sur des start-ups ou des structures en pertes</li> <li>- Délicate à appliquer sur des métiers très spécifiques, de sorte qu'un échantillon n'offre pas toujours une comparabilité évidente</li> <li>- Le niveau d'EBITDA / EBIT de référence ne fait pas toujours consensus (Cf. mission TS)</li> </ul> |
|-------------|---|--|

## 4/ METTRE EN ŒUVRE UNE APPROCHE D'ÉVALUATION MULTICRITÈRES (2/2)

- Une approche multicritère permet notamment de confronter la vision du marché (offerte par les approches analogiques) avec la vision de l'entrepreneur (offerte par une approche intrinsèque) :

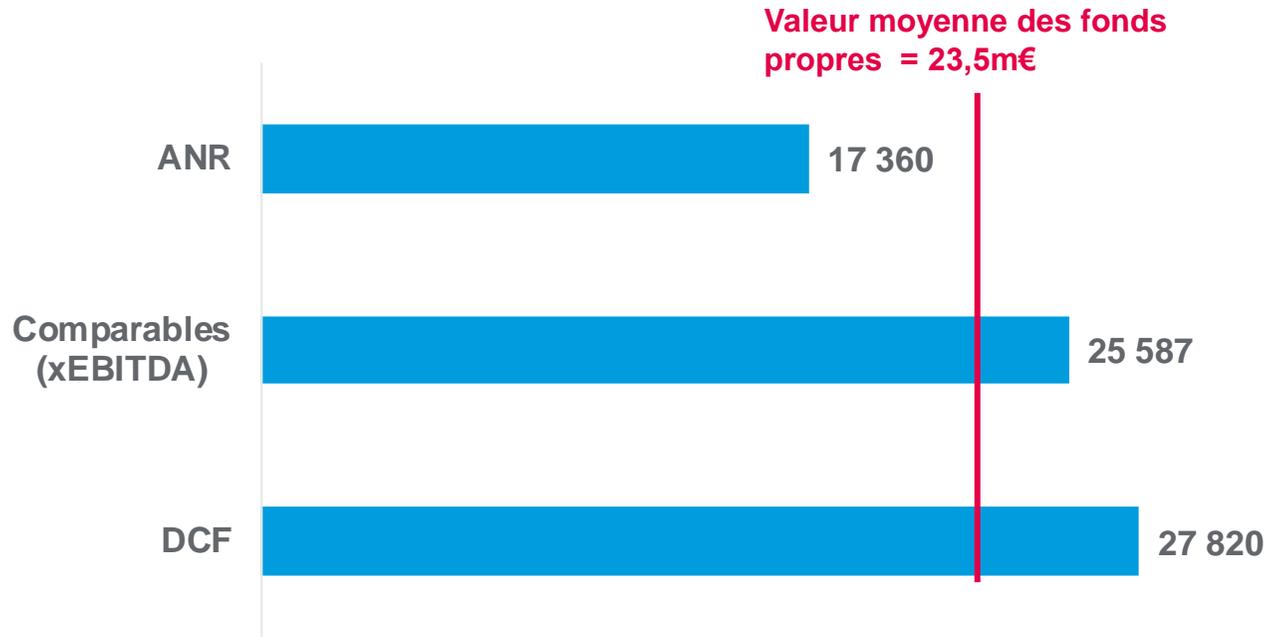
- **Si la valeur par DCF est supérieure à la valeur par comparables:**

- La structure vaut plus par ses perspectives à MLT qu'à court terme et les investisseurs du marché l'ignorent
- S'il s'agit d'une start-up ou d'une société sur un nouveau marché, cet écart s'explique
- Sinon, cet écart induit peut être une mauvaise appréciation du risque ou des aléas pesant sur la cible

- **Si la valeur par les multiples est supérieure à celle par DCF:**

- C'est peut être le moment d'introduire la société en bourse car les investisseurs ont une appréciation du risque et de la rentabilité plus favorable que son actionnaire actuel ou son Management. (bulle spéculative ?)
- Sinon cet écart induit peut être une mauvaise sélection des comparables constituant l'échantillon

## 5/ NE PAS CONCLURE SUR UNE MOYENNE DES MÉTHODES D'ÉVALUATION



- **Ne pas retenir de moyennes de méthodes !**
  - Chaque approche d'évaluation à ses caractéristiques
  - Une moyenne de méthodes inappropriées conduit à une valeur inappropriée
  - Nos travaux nous conduisent plus généralement à aboutir à une fourchette de valeurs issues de nos approches
  - **Il convient de rationaliser / expliquer les écarts identifiés (et identifier d'éventuelles erreurs d'analyses)**

# 6/ PRENDRE GARDE LORS DE LA CONSTITUTION DE L'ÉCHANTILLON DE SOCIÉTÉS COMPARABLES (1/2)

## Taille de la cible

- PME / ETI : privilégier des multiples de transactions comparables car :
  - Il est possible d'identifier des transactions sur des structures de taille similaire, contrairement aux structures cotées, souvent de taille significative ;
  - Existence d'un différentiel de liquidité entre titres de sociétés cotées sociétés non cotées (une décote d'illiquidité peut être retenue).
- Warning : méfiez vous des évaluateurs qui comparent des multinationales à des PME, le risque est opposé pour des raisons de marché géographique, de métiers diversifiés (donc de risque diversifié), de clients diversifiés, etc., etc.

## Aspects stratégiques et marché

- Il convient de constituer un échantillon de sociétés présentant :
  - Un niveau de risque similaire à celui de la cible : risque de marché, risque métier, risque vs financeurs, risque géographique
    - Comment apprécier le risque de Tesla vs. General Motors, deux leaders de l'automobile aux chiffres opposés ? Un secteur similaire mais un métier distinct !
    - Comment apprécier le risque le risque de la maison d'édition Flammarion vs. La maison d'édition de beaux livres du Grand Palais ? => un métier similaire mais un marché distinct (littérature vs. Tourisme)
  - Des données financières (rentabilité, financement, volumes de CA) proches, induisant un risque proche

# 6/ PRENDRE GARDE LORS DE LA CONSTITUTION DE L'ÉCHANTILLON DE SOCIÉTÉS COMPARABLES (2/2)

## Autres points d'attention

- Quelles sont les erreurs à éviter ?
  - Retenir des transactions trop éloignées dans le temps : la valeur d'une SEN n'était pas la même en 2005 vs. 2017...
  - Retenir un échantillon très large en négligeant le degré de comparabilité à la société évaluée
  - Ne pas tenir compte du contexte des transactions comparables : certains acquéreurs sont prêts à payer un surprix pour acquérir des parts de marché / des synergies (Cf. différences prix et valeur)
  - Ne pas tenir compte de la croissance attendue de la cible, ou d'un niveau de rentabilité ponctuellement non représentatif du niveau de rentabilité « normal » de la cible

## 7/ ANALYSER LA NORMATIVITÉ DES MARGES

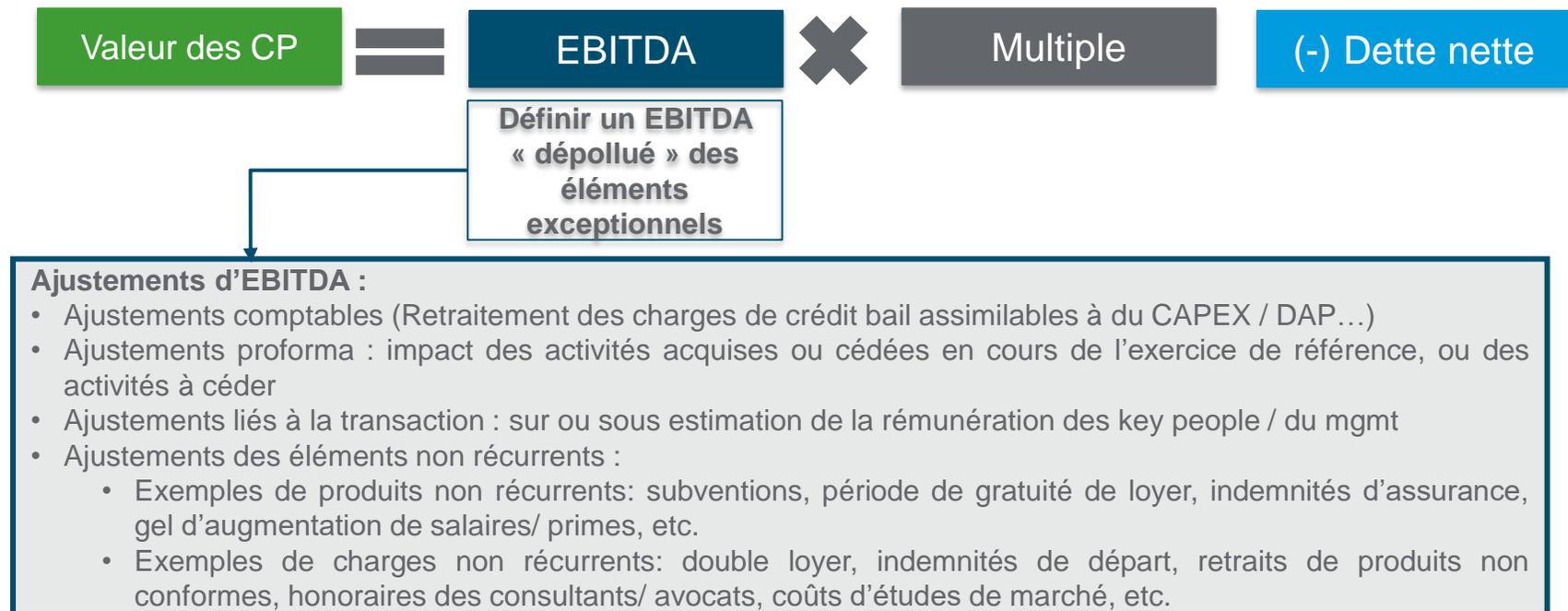
### ■ Quelle période retenir ?

- Un résultat moyen historique donne une idée de la rentabilité moyenne de la cible, mais pas de sa capacité bénéficiaire future, qui est pourtant un des éléments de la transaction.
- A contrario, un budget peut accorder trop d'importance à des prévisions parfois trop optimistes de nature à surévaluer la cible.

### ■ Quelle valeur retenir ?

- Un résultat est pollué par des éléments d'ordres exceptionnels qui ne permettent d'obtenir une image fidèle de la réelle capacité bénéficiaire

**=> Il convient donc de s'appuyer sur un résultat ajusté (normatif)**



# 8/ SE FONDER SUR UN BP RAISONNABLE, RÉALISTE ET JUSTIFIABLE (1/2)

## Source du BP

- BP arrêté par un organe compétent puisqu'il s'agit de la vision du management sur le devenir de l'entreprise
- BP établi par des acteurs compétents / suivant un processus rigoureux

## Durée du BP

- En théorie le BP doit permettre d'estimer les flux futurs de trésorerie... à l'infini
- En pratique, un horizon explicite raisonnable et vraisemblable excède difficilement 3 à 5 ans
- La durée dépend en réalité des caractéristiques du secteur (taille des cycles) et de la cible :
  - Technologies => cycle court
  - Bâtiments / photovoltaïque => stabilité (revenus locatifs, produits de la vente)
  - Cognac => cycle très long
  - Activité émergente => nécessité de modéliser une vitesse de croisière donc horizon explicite potentiellement long (10 ans ? – Cf. courbe en J)

## CA

- La croissance de l'activité est-elle en ligne avec le diagnostic stratégique de la cible (marché / positionnement / FCS) ? L'évolution de son marché ?

## EBITDA

- Cohérence de l'évolution vs. concurrence, marché, mix produit ?
- Warning : l'analyse historique peut donner des indications pour juger du caractère vraisemblable des hypothèses, mais une entreprise vaut aussi pour son avenir (sa capacité à générer les flux futurs).

# 8/ SE FONDER SUR UN BP RAISONNABLE, RÉALISTE ET JUSTIFIABLE (2/2)

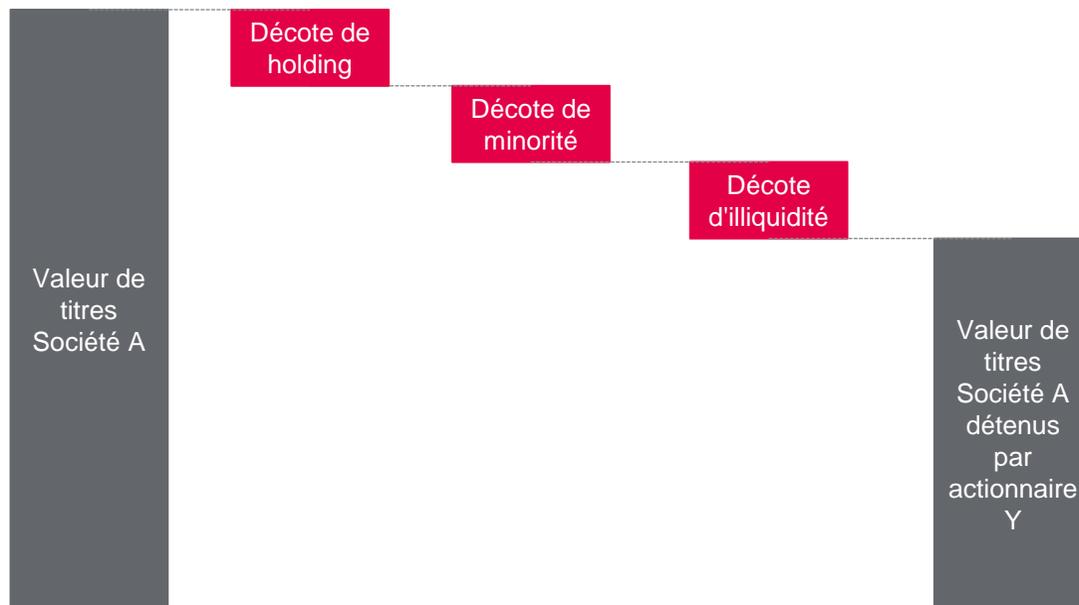
## DAP

- Les amortissements des immo sont mécaniquement liées aux CAPEX
- Les provisions pour risques et charges dont le décaissement à court terme est certain peuvent être exclues des flux (BFR) et ajustées en dette financière (attention au double counting !)

## CAPEX

- Les niveaux d'investissement anticipés doivent être intégrés
- Il convient de les rationaliser par rapport aux besoin de l'activité : d'où va provenir la croissance dans le futur ? Comment la financer ?

# 9/ TENIR COMPTE LE CAS ÉCHÉANT DE PRIMES / DÉCOTES SUR LES VALEURS



## Décote de holding

*Tient compte de l'opacité des actifs, des frais généraux, du coût de la dette, de la complexité des structures actionnariales, de la diversité des actifs détenus non valorisables et illiquides, des frais de fonctionnement, des frottements fiscaux...*

## Décote de minorité

*Cette décote traduit un ajustement à la baisse de la valeur des titres d'une société afin de prendre en compte le fait que le détenteur des titres n'est pas majoritaire dans le capital de la société et ne peut donc influencer sur la marche opérationnelle de la société et sur l'utilisation de ses flux financiers.*

## Décote d'illiquidité

*La notion d'illiquidité est traitée de manière approfondie par le biais de la négociation de conditions très strictes dans les pactes d'actionnaires quant à la liquidité de leurs placements au terme de la période d'investissement (clause de sortie, objectif d'introduction en bourse, ...).*

# 10/ APPLIQUER AVEC PRUDENCE LES MÉTHODES TRADITIONNELLES SUR DES START UP

1

## Faire preuve de pragmatisme

- La question ne porte pas tant sur la valeur mais sur le pourcentage du capital concédé par les fondateurs pour le montant apporté.
- La pratique habituelle consiste à céder autour de 30% du capital lors d'un tour de table en contrepartie du besoin de financement du projet.

2

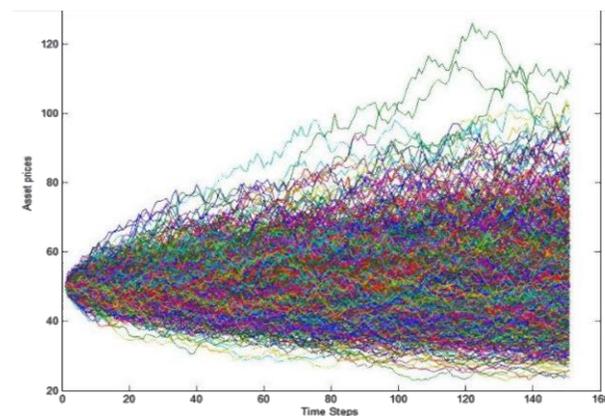
## Méthode de la valeur espérée à terminaison (vision investisseur)

- Estimer la valeur des titres de la société à la date envisagée de sortie de l'investisseur (par multiple à partir des prévisions financières à la date de sortie – souvent comprise entre 4 et 7 ans).
- Actualisation à aujourd'hui de cette valeur à un taux d'autant plus élevé que l'entreprise est à un stade précoce de son développement (parfois jusqu'à 60% - 70%).
- Plusieurs scénarios peuvent être pondérés.

3

## Modèles statistiques / optionnels (Monte Carlo)

- Technique visant à réaliser un grand nombre de simulations indépendantes (plus de 100 000).
- Chacune correspond à un scénario aboutissant à une valeur.
- La valeur finale est obtenue en calculant la moyenne des résultats des différents scénarios.



# 11/ INTÉGRER LES EFFETS ÉCONOMIQUES DE LA PANDÉMIE DANS L'APPROCHE D'ÉVALUATION

*3 effets possibles de la pandémie sur la cible*

1

• Faillite

- Liquidation de l'entreprise
- Étudier éventuellement la valorisation des actifs pour leur revente

2

• Perte 2020 / 2021 et éventuellement au-delà (fonction du secteur d'activité)

- S'interroger sur la durée des effets de la pandémie sur les performances de l'entreprise et le retour « à la normale » (si applicable).
- Approche par les flux – DCF :
  - Tenir compte de l'effet mécanique des pertes (ou des gains) dans les flux
  - Probabiliser différents scénarii de sortie de crise pour sensibiliser la valeur
- Approche comparables : délicate à appliquer sans ajustements
  - Les agrégats de l'entreprise ne sont pas « normatifs » (2020 et 2021)
  - Les multiples de référence actuels peuvent être élevés
  - Envisager une exit value ?

3

• Accélération de croissance (vente en ligne, laboratoires...)

MERCI DE VOTRE  
ATTENTION

