

VALORISATION DE L'ENTREPRISE « GROUPE LABORATOIRES EONA »

(Jean Saint-Cricq – juillet 2010)

Préambule :

L'objet de la présente note est de fournir aux dirigeants et actionnaires du Groupe Laboratoires EONA un cadre de valorisation de leur entreprise par la méthode dite de l'« Actualisation des flux de Trésorerie ».

1. Source des informations :

L'information concernant l'entreprise provient des comptes et budgets communiqués par Monsieur Laurent BERLIE, dirigeant du Groupe.

Les sources d'informations concernant les marchés financiers, les taux, les primes de risque, les VE (valeur d'entreprise) sont indiquées dans le corps du texte.

2. Bref rappel sur la méthode :

a, théorie :

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie consiste à considérer que :

- la valeur d'un actif économique (ou valeur d'entreprise) est égale à la somme des FCF (free cash flow) futurs que l'actif à évaluer rapportera à son propriétaire et à les actualiser.
- le taux d'actualisation à utiliser pour actualiser cette somme est égal à la somme du « taux sans risque » observable dans le système économique et d'une « prime de risque », variable selon les secteurs économiques et les entreprises considérées. Plus précisément, cette prime de risque est égale à la prime de risque du marché (boursier) multipliée par un coefficient (bêta ou β dans ce qui suit) dépendant du secteur et de l'entreprise considérée, ce coefficient variant de 0 (aucun risque) à l'infini (risque infini) mais plafonnant en réalité aux alentours de 4. Si la valeur retenue de β est 1, c'est que l'on estime que le risque est le même que celui du marché boursier.

Historiquement, on constate que le « taux sans risque » varie entre 3 et 5%, et que la prime de risque varie entre 4 et 7%.

b, le processus :

Les étapes de calcul sont les suivantes :

- calcul du FCF normatif par exercice,
- actualisation des FCF par exercice,
- sommation des FCF actualisés ainsi obtenus, ce qui donne la valeur de l'actif économique recherchée.

c, remarque :

Ne confondons pas « Valeur d'Entreprise » et « valeur des titres ».

3. Les hypothèses de base :

a, Free Cash flow normatif :

chiffres en milliers d'Euros

Sur la base du Business Plan préparé par ailleurs et faisant l'objet d'une présentation stratégique particulière, a été établi le tableau de calcul du CF normatif ci-dessous, base de la valorisation.

Cash flow normatif	2009-2010	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015
Chiffre d'affaires	1701	2540	4600	6170	6600	6900
Marge brute	1097	1700	3173	4315	4671	4944
MB%CA	64%	67%	69%	70%	71%	72%
Charges excl amort	1015	1643	2875	3311	3377	3396
amortissement	36	35	50	50	50	50
Ebit	46	22	248	954	1245	1498
Ebit % CA	3%	6%	8%	11%	14%	0%
IS	0	0	0	-286	-373	-450
RN	46	22	248	668	871	1049
Cash flow norm	82	57	298	718	921	1099
Investissements	0	-250	-150	-50	-50	-50
Delta BFR	-120	-194	-336	-293	-74	-48
FCF normatif	-38	-387	-188	375	797	1001

b, Hypothèses connexes :

Groupe Laboratoires EONA		
taux de croissance g1	ns	data du BP de 2010 à 2014
taux de croissance g2	3%	à partir de l'année 2016
taux d'actualisation r	19.0%	cf commentaires
BFR 2010	369	cf Business plan
Dette nette 2010	381	cf Business plan

b1 – Taux de croissance utilisés :

Nous considérons classiquement 2 périodes :

- Première période : horizon de 5 années. Les prévisions de FCF découlent du Business plan.
- Deuxième période : au-delà de 5 ans, nous appliquons un taux de croissance de 3% aux cash flows de la dernière année de prévision du Business Plan. Les analystes justifient ce taux par le fait qu'il s'agit du taux de croissance de long terme de l'Economie occidentale.

b2 – Le taux d'actualisation utilisé fait l'objet du paragraphe suivant.

b3 – BFR et dette nette sont les données comptables et prévisionnelles pour l'année en cours.

c, Le taux d'actualisation :

Le taux d'actualisation utilisé dans le calcul et les différentes simulations correspond à la formule suivante du MEDAF (Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers) :

Taux d'actualisation = Taux sans risque + β*(Prime de risque)

Le taux sans risque retenu tel que publié actuellement dans les journaux financiers est de 3% à 4% (Journal des Finances par exemple). Prudemment, nous retenons 4%.

La prime de risque retenue selon les mêmes sources est de 6% sur une période de moyen/long terme.

Le β :

Nous retenons pour Laboratoires Eona un β compris entre 2 et 3 (pour plus de détails, voir annexe 2 - noter que le β du secteur est de l'ordre de 0.8 ou moins).

4. Le calcul de la valorisation selon 3 scénarios :

Sur la base des remarques qui précèdent, nous avons effectué les calculs de valorisation de l'entreprise (VE) selon son Business Plan et selon 3 niveaux de taux d'actualisation.

Les résultats sont présentés dans le tableau ci-dessous :

En milliers d'Euros

Groupe Laboratoires Eona	Taux d'actualisation		
	16.0%	19.0%	22.0%
Valeur d'entreprise	4421	3244	2463
Dette	381	381	381
Valeur des titres	4040	2863	2082

Dans ce qui suit nous retenons la valorisation centrale qui nous semble la plus équilibrée.

5. Répartition de l'actionnariat avant et après augmentation de capital proposée :

La valorisation obtenue ci-dessus est une valorisation dite de « pre-money », c'est-à-dire avant augmentation de capital. Sur ces bases nous pouvons construire le tableau suivant présentant la situation des actionnaires en situation de « pre-money » (colonne « avant ») et en situation de « post-money » (après augmentation de capital, colonne « après ») :

	EONA			
	avant		après	
LB	1666	65%	1666	58%
DS	897	35%	897	31%
TR	0	0%	300	10%
somme	2563	100%	2863	100%

ANNEXE 1

Grille de valorisation à titre d'exemple pour le scénario retenu :

$\beta = 2,5$ soit un taux d'actualisation de 19%.

GRILLE DE VALORISATION DU GROUPE LABORATOIRES EONA - VALEUR D'ENTREPRISE - JSC Juillet 2010											
Valorisation de l'entreprise à partir de son FCF prévisionnel et normatif et de la méthode des DCFC											
Groupe Laboratoires EONA								Date	juil-10		
taux de croissance g1	ns	data du BP de 2010 à 2014									
taux de croissance g2	3%	à partir de l'année 2016									
taux d'actualisation r	19.0%	cf commentaires									
BFR 2010	369	cf Business plan									
Dette nette 2010	381	cf Business plan									
						Taux d'actualisation					
						TSR	Beta	PR	Tactu		
						4%	2.5	6%	19.00%		
Valeur d'entreprise :	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Free cash flow K€	-38	-387	-188	375	797	1001	1031	1062	1094	1126	1160
Coefficient d'actualisati	1.00	0.84	0.71	0.59	0.50	0.42	0.35	0.30	0.25	0.21	0.18
FCF actualisé	-38	-325	-133	223	398	419	363	314	272	235	204
Sommation des FCFA	-38	-363	-495	-273	125	544	907	1221	1493	1728	1932
Sommation 5 ans	544										
Sommation 10 ans	1932										
Sommation 20 ans	2934										
Sommation 30 ans	3171										
Sommation 40 ans	3226										
Sommation 100 ans	3244										
							Formule de Gordon Shapiro $V_0 = FCF_t \cdot (1+g)/(r-g)$				
							3244				
							= valeur d'entreprise				
						Taux d'actualisation					
Groupe Laboratoires Eona						16.0%	19.0%	22.0%			
Valeur d'entreprise						4421	3244	2463			
Dette						381	381	381			
Valeur des titres						4040	2863	2082			

ANNEXE 2

CONSIDERATIONS CONCERNANT LE β RETENU POUR LE GROUPE DES LABORATOIRES EONA

Les données à prendre en considération pour choisir un β sont les suivantes :

- le β d'un placement sans risque (obligations d'Etat) est égal à 0 (par définition).
- le β du secteur « santé » en France (CAC 40 Santé) se situe aux alentours de 0.5 (JSC), avec un coefficient de corrélation avec le CAC40 de 0,5.
- le β des secteurs « healthcare, medical supplies, pharmacy, drug » aux USA se situe aux alentours de 0,8 (Damodaran 2010),
- le β du marché boursier dans son ensemble est égal à 1 (par définition).
- compte tenu du coefficient de corrélation du CAC Santé avec le CAC 40 de 0,5, d'une volatilité de 0,25 pour le CAC 40, le β de ruine du secteur santé se situe aux alentours de 2 ($\beta = \rho \cdot \sigma_i / \sigma_m$, soit $0,5 \cdot 100 / 25 = 2$).
- compte tenu d'une volatilité attendue des résultats de Laboratoires EONA pour les prochaines années de 50%, le « β total » du groupe est de : $\sigma_i / \sigma_m = 0.5 / 0.25 = 2$. Ce β représente le prix du risque que prendrait un investisseur non diversifié par ailleurs, ce qui est une hypothèse extrêmement prudente, mais raisonnable pour une Société non cotée. Nous retenons ce β de 2 en tant que valeur plancher.
- A noter que Damodaran publie (janvier 2010) un total β secteurs médicaux égal à 2,5.
- Enfin, pour prendre en compte la taille de l'entreprise (TPE) et le levier d'endettement, nous plafonnons la valeur du β à 3.0.

Conclusions :

Nous retenons donc une fourchette pour le β applicable à Laboratoires EONA entre 2.0 et 3.0 et faisons 3 simulations correspondant aux taux d'actualisation :

- $\beta = 2 \rightarrow$ taux actualisation = 16%
- $\beta = 2,5 \rightarrow$ taux actualisation = 19%
- $\beta = 3 \rightarrow$ taux actualisation = 22%

Jean Saint-Cricq – Juillet 2010