

Congrès national

ecf

Les nouvelles dimensions
de la profession

Paris

18 - 19 et 20 septembre 2008



Paris**Congrès national**
18 - 19 et 20 septembre 2008

Réussir les missions d'évaluation

Pierre Préau, responsable département « Evaluation » Societex
Céline Vidal, manager KPMG Corporate Finance
Cécile Mathieu, chef de produit conseil Gescap

Abréviations utilisées

- ➔ ANR = Actif Net Réévalué
- ➔ BU = Business Unit
- ➔ CCEF = Compagnie des Conseils et Experts Financiers
- ➔ DCF = Discounted Cash Flows = Flux de Trésorerie Actualisés
- ➔ EPT = Equivalent Plein Temps
- ➔ PIDR = Primes d'Indemnité de Départ en Retraite
- ➔ ROE = Return On Equity = Retour sur Fonds Propres
- ➔ ROCE = Return On Capital Employed = Retour sur Capitaux Engagés

Différentes approches d'évaluation

- ➔ Approche Patrimoniale
- ➔ Méthode des flux actualisés (DCF)
- ➔ Méthode des multiples
- ➔ Approche spécifique (cas complexes cf. projets, options, BSA...)

Fondamentalement 3 approches cohérentes entre elles

<p style="text-align: center;">Patrimoniale</p> <p style="text-align: center;"><i>Valeur = Actifs - Passifs de la société</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Statique - Pas de données externes nécessaires - Simple - Ne permet pas d'appréhender la génération de cash 	<p style="text-align: center;">Multiples</p> <p style="text-align: center;"><i>Valeur = Niveau d'activité de la société x Multiple en référence avec d'autres sociétés du même secteur + Cash - Dettes</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Statique - Simple - Recherche de comparables - Problème de la comparabilité 	<p style="text-align: center;">Flux</p> <p style="text-align: center;"><i>Valeur = valeur des flux futurs rapportée au présent + Cash - Dettes</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Dynamique & Prospective - Complexe - Apprécier le risque - « Visualiser » le futur
---	--	---

Problème spécifique de la rente du Goodwill

- Plusieurs variantes (abrégée, anglo-saxonne...)
- Principe de base: Valeur de l'entreprise = Valeur d'Actif Net + Survaleur ou Goodwill
 - V.A.N. = Actif net réévalué = Fds propres retraités
 - Goodwill = Actualisation sur 3 à 7 ans d'une « capacité bénéficiaire »
 - Capacité bénéficiaire = Résultat avant frais financiers et après IS – Capitaux engagés * CMPC²
 - Taux d'actualisation de 9 à 16% selon la nature du risque
- Plusieurs problèmes:
 - Dans la pratique, combine des éléments comptables et financiers – Nécessiterait un vrai ANR y compris des immobilisations corporelles d'exploitation et des immobilisations non comptabilisées (Marques, Brevets, Licences, ...)
 - Rentabilité attendue variable en fonction des classes d'actifs versus le plus souvent Taux sans risque appliqué uniformément
 - Taux d'actualisation devrait être cohérent avec l'actualisation d'un surprofit par rapport à ??? Pas comparable à un coût du capital
 - Durée d'actualisation arbitraire
 - NE CORRESPOND PAS A UNE PRATIQUE DE MARCHÉ

Les références fiscales

- La Direction Générale des Impôts a publié en avril 2007 l'actualisation de son guide d'évaluation des entreprises et des titres de société (initialement paru en 1982)
- Ce guide est à destination:
 - Des services de la DGI (soutien nécessaire dans leur démarche d'évaluation)
 - Des usagers (accession aux principes et méthodes d'évaluation qui orientent l'administration fiscale dans ses travaux de liquidation de l'impôt)
- Les méthodes d'évaluation retenues par la DGI, qui sont pondérées en fonction de la taille de l'entreprise et de la nature de son activité, sont les suivantes:
 - Méthode de la valeur mathématique (ou méthode patrimoniale)
 - Méthode de la valeur de productivité
 - Méthode de la marge brute d'autofinancement (MBA)
 - Méthode des multiples de l'EBE (Excédent Brut d'Exploitation) ou du RE (Résultat d'Exploitation)
 - La recherche par comparaison
 - La recherche à partir de la valeur globale de la société
- Cependant, **l'administration fiscale reconnaît désormais la méthode des DCF** (ou méthode par actualisation des flux futurs). Elle n'est toutefois pas considérée comme une approche privilégiée.
- Cette méthode n'est pas applicable directement par la DGI dans la mesure où l'administration ne peut déterminer elle-même des prévisions de croissance.



Des pratiques en évolution: une convergence vers des méthodes de flux.

Aperçu des autres méthodes

- Deux grandes familles:
 - Probabilisation des flux
 - Adaptée notamment aux projets de R&D mais aussi aux options, BSA...
 - S'appuie de manière intensive sur des statistiques de marché (ex: taux d'approbation AEM / FDA d'un nouveau médicament à visée cardiovasculaire)
 - Utilisation fréquente des outils statistiques (cf. Monte Carlo)
 - Arbres de décision (bi/trinomiaux recombinaux ou non, bayésiens...)
 - Modèles analytiques
 - Adaptés aux modèles de produits dérivés, aux options réelles ou à l'économétrie
 - Exemple typique : modèle de Black & Scholes
 - Mise en équation des hypothèses définissant le comportement d'un actif
 - Correspondance temps discret \Leftrightarrow temps continu
 - Introduction progressive de degrés de liberté (ex: volatilité variable) ou de contraintes supplémentaires (ex: conditions d'exercice de BSA)

Ce que valorise une méthode basée sur les flux

→ Calcul usuel:

$$V = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{FTD_t}{(1 + K_T)^t} + \frac{V_T}{(1 + K_\infty)^T}$$

→ Avec

- FTD_t = flux de trésorerie distribuables pendant une période T
- K_T = taux d'actualisation retenu pour une période de transition de durée T
- Période de transition usuelle 3 à 5 ans selon visibilité du secteur
- V_T = Valeur terminale (cf. plus loin)
 - calculée par capitalisation d'un **flux normatif** sur un horizon infini au coût du capital
 - Usuellement même taux d'actualisation $K_\infty = K_T$
 - Tient compte d'un taux de croissance long terme g à déterminer

→ V est la **valeur actuelle nette de la totalité des flux générés par l'activité dans lesquels sont engagés les capitaux**

→ C'est donc la **valeur de marché des actifs utilisés** (comptabilisés [immos, BFR] ou non [fonds de commerce, marques...]) **ET des capitaux engagés**

→ NB: Elle est éventuellement à ajuster de flux >0 ou <0 certains ou quasi-certains associés à l'activité: PIDR, décaissements pour litiges provisionnés, ...

→ On parle de **Valeur d'Entreprise** $VE = V \text{ Flux} + \text{ajustements éventuels}$

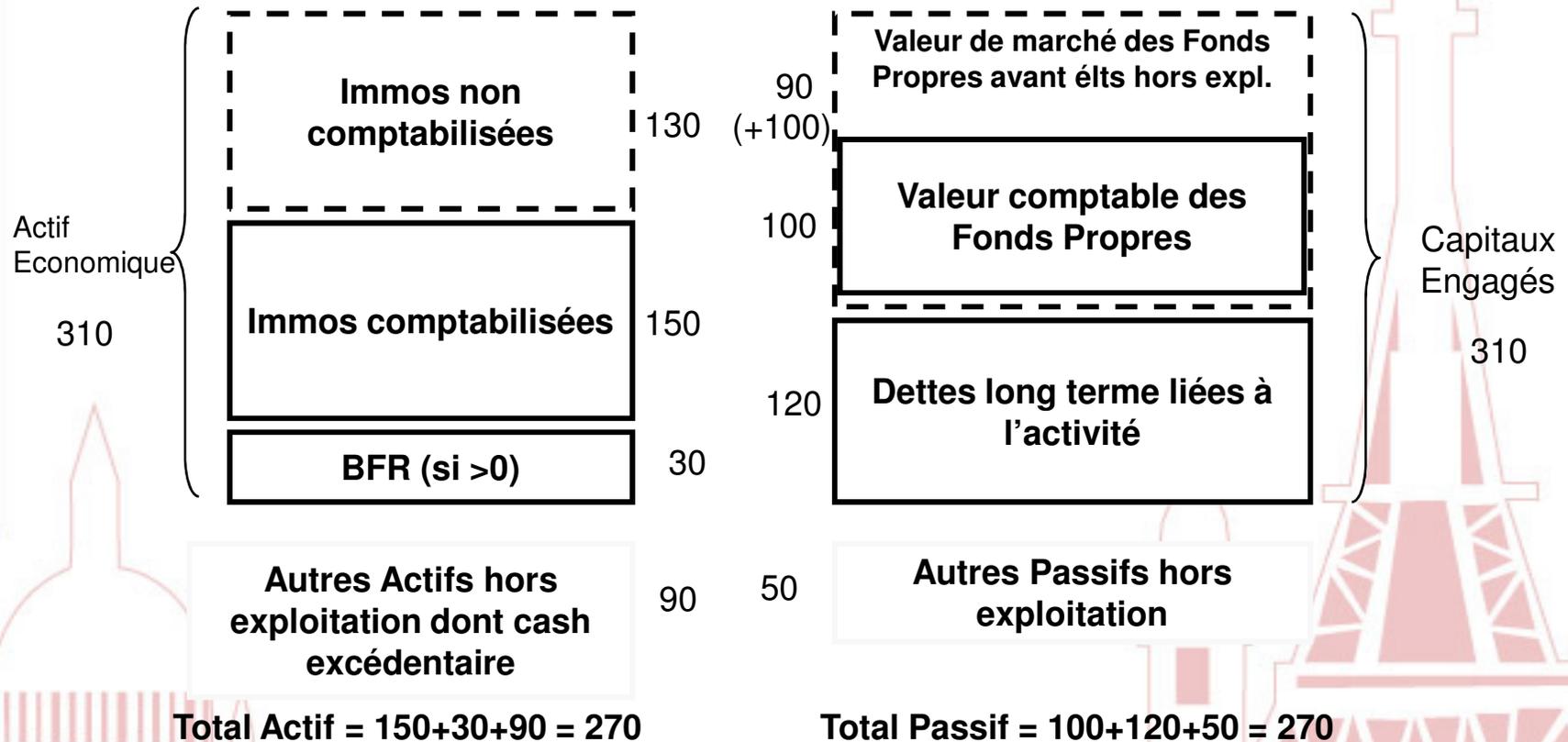
→ Ce qu'elle **n'inclut pas**:

- Les actifs ou passifs qui ne sont pas associés à l'exploitation (ex: logement des actionnaires)
- Le cash excédentaire: compte tenu des pratiques bancaires actuelles, on le considère usuellement en totalité

→ Points de vigilance:

- BFR négatif non récurrent : retraiter un BFR normatif
- Immobilier propriétaire
 - Soit liquide alors à séparer en retraitant un loyer de marché (équivalent à considérer un métier)
 - Soit très spécifique et/ou peu liquide alors artificiel de le considérer séparément

Le Bilan Financier



$$\begin{aligned}
 \text{Valeur des parts} &= \text{Valeur des Capitaux Engagés} - \text{Valeur des Dettes} + \text{Actifs hors expl.} - \text{Passifs hors expl.} \\
 &= \quad \quad \quad +310 \quad \quad \quad -120 \quad \quad \quad +90 \quad \quad \quad -50 \\
 &= \mathbf{230}
 \end{aligned}$$

Cas pratiques

→ Trois cas:

- HoICO: Holding avec immobilier => ANR
- LiqCO: Activité en déclin => liquidation
- HiCO: Activité en croissance => DCF / Multiples

HoICO Bilan

	2005	2006	2007	2008
Actif				
Immobilier brut	10 000	10 000	10 000	10 000
Amortissements cumulés	7 500	8 000	8 500	9 000
Immobilier nettes	2 500	2 000	1 500	1 000
Titres de participation	100	100	100	100
Total immobilisé	2 600	2 100	1 600	1 100
Actif d'exploitation	269	277	285	294
% CA	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%
VMP Disponibilités			26	187
Total Actif	2 869	2 377	1 912	1 581
Passif avant distribution				
Capital Social	1 000	1 000	1 000	1 000
Réserves	100	100	100	100
Report à nouveau	-	45	132	262
Résultat de l'exercice	45	87	130	168
Fonds Propres	1 145	1 232	1 362	1 531
Provisions	-	-	-	-
Dettes financières	1 500	1 000	500	-
Concours Bancaires	178	97		
Passif d'exploitation	46	48	49	51
% CA	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Total Passif	2 869	2 377	1 912	1 581
BFR	223	229	236	243
% CA	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Dividendes	-	-	-	-

- ➔ Immobilisations = patrimoine immobilier en location + participation
- ➔ Reliquat d'endettement lié à l'immobilier
- ➔ BFR lié à l'activité locative

HoICO Compte de résultat

	2005	2006	2007	2008
Loyers	927	955	983	1 013
Marge brute	927	955	983	1 013
MB / CA	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Charges de gestion	46	48	49	51
Charges directes / CA	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Charges indirectes	50	51	52	53
Charges indirectes / CA	5,4%	5,3%	5,3%	5,2%
Amortissements	500	500	500	500
Provisions nettes d'exploitation				
Contribution	331	356	382	409
Charges de structure	150	150	150	150
REX	181	206	232	259
Résultat Financier	(113)	(75)	(35)	(5)
Résultat Exceptionnel	-	-	-	-
Résultat avant IS et participation	68	131	197	254
Participation	-	-	-	-
IS (34%)	23	44	67	86
Résultat net	45	87	130	168
<i>BFR</i>	223	229	236	243
-Variation de BFR	6	7	7	7
+Provisions nettes	-	-	-	-
+Amortissements	500	500	500	500
-Investissements	-	-	-	-
Flux de trésorerie distribuable	538	581	623	661

- CA = Loyers
- Charges = frais de gestion + administratif + frais de direction
- Produits financiers futurs éventuels = dividendes de la participation

Valorisation de HoICO

Situation nette	1 362
Valeur vénale de l'immobilier	12 000
VNC	1 500
Plus-value	10 500
Fiscalité latente maximale	3 500
Réévaluation de l'immobilier	7 000
Valeur vénale de la participation	1 000
VNC	100
Plus-value	900
Fiscalité latente maximale	300
Réévaluation de la participation	600
ANR	8 962

- ➔ Approche patrimoniale la mieux adaptée
- ➔ Réévaluation de l'immobilier en fonction d'une vraie valeur vénale
- ➔ Prise en compte de la fiscalité latente pertinente
- ➔ La participation se valorise a priori par un DCF

LiqCO Bilan

	2005	2006	2007	2008
Actif				
Immos d'exploitation brutes	9 200	10 000	10 200	10 400
Amortissements cumulés	7 300	7 660	8 040	8 440
Immos nettes	1 900	2 340	2 160	1 960
Actif d'exploitation	6 000	6 325	6 050	6 000
% CA	50,0%	55,0%	55,0%	60,0%
VMP Disponibilités	-	48	-	-
Total Actif	7 900	8 713	8 210	7 960
Passif avant distribution				
Capital Social	1 000	1 000	1 000	1 000
Réserves	2 000	2 000	2 000	2 000
Report à nouveau	-	663	918	1 030
Résultat de l'exercice	663	255	112	293
Fonds Propres	3 663	3 918	4 030	3 737
Provisions	-	-	-	100
Dettes financières		1 000	800	600
Concours Bancaires	37	-	80	523
Passif d'exploitation	4 200	3 795	3 300	3 000
% CA	0	33,0%	30,0%	30,0%
Total Passif	7 900	8 713	8 210	7 960
BFR	1 800	2 530	2 750	3 000
% CA	15,0%	22,0%	25,0%	30,0%

- ➔ Métier industriel
- ➔ Investissements récurrents assez lourds
- ➔ Dégradation du BFR et des marges
- ➔ L'activité ne peut plus financer les investissements nécessaires

LiqCO Compte de Résultat

	2005	2006	2007	2008
CA	12 000	11 500	11 000	10 000
Marge brute	4 200	3 450	3 080	2 500
MB / CA	35,0%	30,0%	28,0%	25,0%
Charges directes	941	960	980	1 000
Charges directes / CA	7,8%	8,3%	8,9%	10,0%
Charges indirectes	470	480	490	500
Charges indirectes / CA	3,9%	4,2%	4,5%	5,0%
Amortissements	280	360	380	400
Provisions nettes d'exploitation				100
Contribution	2 509	1 650	1 230	500
Charges de structure	1 500	1 200	1 000	700
REX	1 009	450	230	(200)
Résultat Financier	(5)	(65)	(61)	(93)
Résultat Exceptionnel	-	-	-	-
Résultat avant IS et participation	1 004	385	169	(293)
Participation	-	-	-	-
IS (34%)	341	130	57	-
Résultat net	663	255	112	(293)
<i>BFR</i>	1 800	2 530	2 750	3 000
-Variation de BFR	(150)	730	220	250
+Provisions nettes	-	-	-	100
+Amortissements	280	360	380	400
-Investissements	500	800	200	200
Flux de trésorerie distribuable	593	(915)	72	(243)

- ➔ Baisse du CA du fait de la pression sur les prix et de la concurrence Asie
- ➔ Dégradation des marges associées avec cumul hausse des MP et progression salariale
- ➔ L'exploitation brûle du cash en 2008
- ➔ NB: pire si immobilier propriétaire cache l'absence de rentabilité de l'exploitation

Valorisation de LiqCO

- ➔ Pas de perspectives de redressement de l'activité
- ➔ Quelques actifs à valoriser
- ➔ Meilleure approche = valeur liquidative
- ➔ Valeur en conclusion < Fonds Propres
- ➔ NB: prendre en compte tous les passifs y compris environnemental

Valeur liquidative des immobil	2 500	Passif environnemental inclus
Valeur liquidative du BFR	1 000	
Dette nette	(1 123)	
Passif social	(700)	Y compris provisions pour litiges
Valeur liquidative hors fisca	1 677	< aux fonds propres

HiCO Bilan

	2005	2006	2007	2008
Actif	Immobilisations limitées car modèle de sourcing externe			
Immos d'exploitation brutes	2 000	2 200	2 400	2 600
Amortissements cumulés	600	820	1 060	1 320
Immos nettes	1 400	1 380	1 340	1 280
Actif d'exploitation	3 500	3 850	4 235	4 659
% CA	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
VMP Disponibilités				377
Total Actif	4 900	5 230	5 575	6 316
Passif avant distribution				
Capital Social	100	100	100	100
Réserves	500	10	10	10
Report à nouveau	500	1 114	1 833	2 712
Résultat de l'exercice	614	719	879	1 044
Fonds Propres	1 714	1 943	2 822	3 866
Provisions	-	-	-	-
Dettes financières	1 000	800	600	400
Concours Bancaires	646	793	290	
Passif d'exploitation	1 540	1 694	1 863	2 050
% CA	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Total Passif	4 900	5 230	5 575	6 316
BFR	1 960	2 156	2 372	2 609
% CA	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%

- ➔ Société en forte croissance
- ➔ Peu d'immobilisations car sourcing externe mais maîtrise des modèles
- ➔ BFR maîtrisé
- ➔ Financement de la croissance en Fonds propres + Dette et Concours Bancaires (ou Factor)

HiCO Compte de Résultat

	2005	2006	2007	Budget 2008
CA	7 700	8 470	9 317	10 249
Marge brute	3 850	4 235	4 659	5 124
MB / CA	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Charges directes / CA	1 540	1 694	1 863	2 050
Charges directes / CA	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Charges indirectes	50	51	52	53
Charges indirectes / CA	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Amortissements	200	220	240	260
Provisions nettes d'exploitation				
Contribution	2 060	2 270	2 503	2 762
Charges de structure	1 000	1 050	1 103	1 158
REX	1 060	1 220	1 401	1 604
REX / CA	13,8%	14,4%	15,0%	15,7%
Résultat Financier	(130)	(132)	(70)	(21)
Résultat Exceptionnel	-	-	-	-
Résultat avant IS et participation	930	1 088	1 331	1 582
Participation	-	-	-	-
IS (34%)	316	369	452	538
Résultat net	614	719	879	1 044
<i>BFR</i>	<i>1 960</i>	<i>2 156</i>	<i>2 372</i>	<i>2 609</i>
-Variation de BFR	160	196	216	237
+Provisions nettes	-	-	-	-
+Amortissements	200	220	240	260
-Investissements	200	200	200	200
Flux de trésorerie distribuable	454	543	703	867

- ➔ Croissance continue de 10% du CA
- ➔ Marges stables
- ➔ REX en progression ~14-15% du CA
- ➔ Investissements limités => forte progression du cash flow

Valorisation de HiCO

- ➔ Fort potentiel de croissance => appréhension du potentiel futur sur la base du business plan (DCF)
- ➔ Utilisation des multiples pour cerner ce que dit usuellement le marché sur les sociétés du secteur. Deux cas de figure:
 - Multiples valorisent la croissance car le secteur est porteur => valeur proche du DCF = les projections de la société sont normatives
 - Multiples sous- ou sur- valorisent par rapport au DCF => société hors norme (à contrôler)
- ➔ NB: cas typique où la valeur patrimoniale n'est pas pertinente car éléments importants non comptabilisés

Démarche type de Valorisation

→ 1^{ère} étape

- Analyse Stratégique: marché, positionnement, perspectives
- Recherche de comparables
- Diagnostic:
 - Organisation et RH
 - Personnes Clefs
 - Innovation / R&D
 - Marketing
 - Commercial / Implantations
 - Achats
 - Production & Moyens
 - Finances
 - Fiscalité
 - Juridique

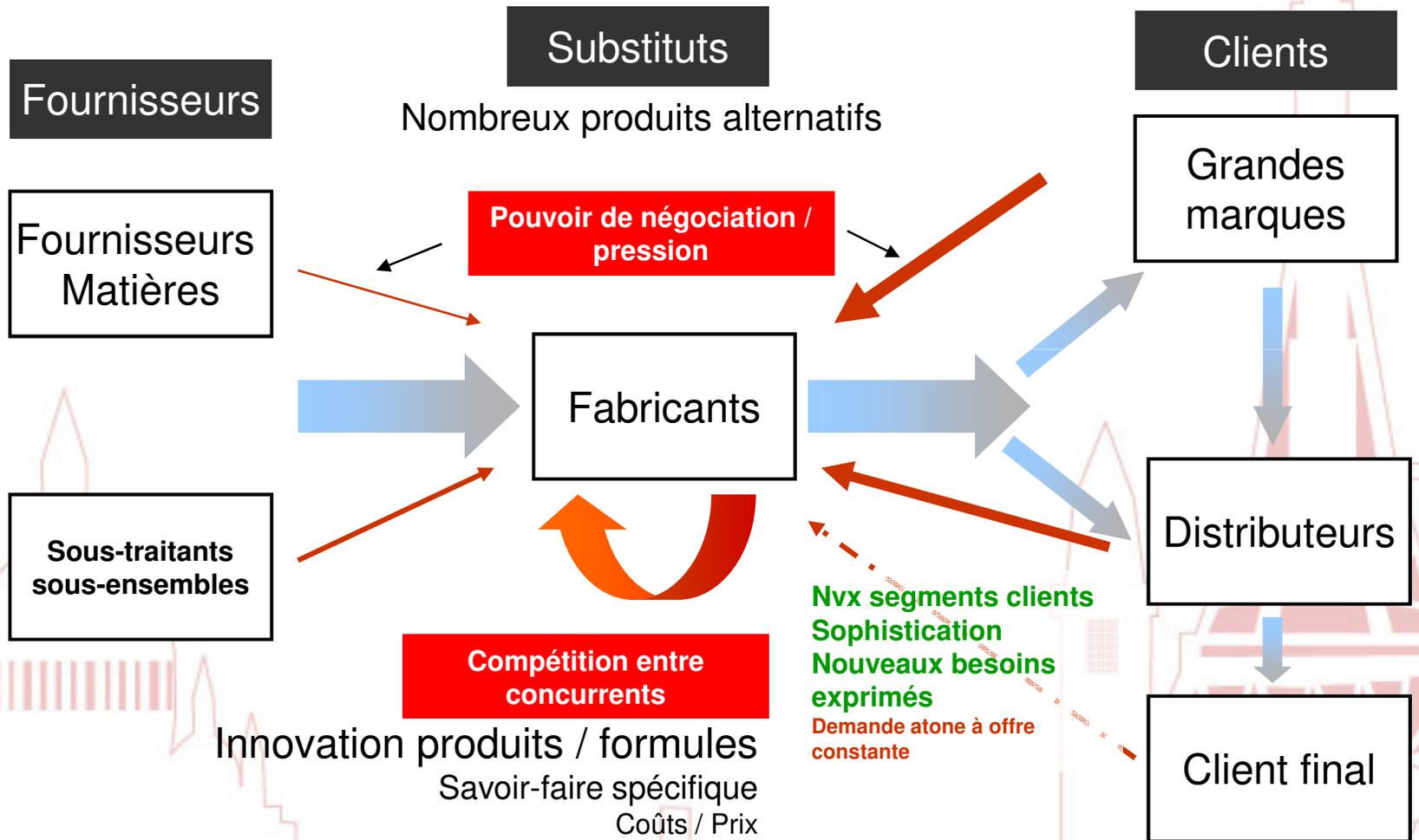
→ 2^{ème} étape

- Analyse du prévisionnel de la société
 - Vraisemblance
 - Cohérence intrinsèque et par rapport au passé
- Définition du business plan de valorisation

→ 3^{ème} étape

- Evaluation du risque
- Construction du modèle
- Valorisation

Utilisation des forces de Porter



Les sources d'information : généralités

- Dans le cadre des revues de valorisation présentées, il convient de mettre en perspectives les informations transmises et d'objectiver les paramètres retenus.
- Concernant la mise en perspective des hypothèses du plan de développement, les sources disponibles sont:
 - Des études sectorielles (Etudes Xerfi, Datamonitor)
 - Des bases de données financières:
 - Données historiques (Diane)
 - Données prévisionnelles (Onesource, Infinafcials, www.société.com, etc.)
 - Des notes d'analystes
- Concernant les données de marché, plusieurs sources, publiques en accès libre ou payant, peuvent être utilisées :
 - Coût du capital:
 - Taux sans risque: Bloomberg et / ou Banques centrales des pays concernés,
 - Coefficient β de volatilité: Bloomberg, Damodaran,
 - Prime de risque de marché: Notes d'analystes, études spécifiques, et
 - Décote de taille et d'illiquidité: Ibbotson et / ou détermination spécifique.
 - Données boursières:
 - Agrégats comparables passés: Bloomberg et Thomson Financial, sites boursiers, site AMF, rapports annuels,
 - Agrégats comparables futurs: Bloomberg, Thomson Financial, notes d'analystes, et
 - Structure financière des comparables: rapports annuels, Bloomberg et Thomson Financial.
 - Comparables de transaction: Thomson Financial et / ou Presse

Les sources d'information : Focus sur Damodaran

Betas and Leverage				
1				
2	<i>These inputs are absolutely essential to the calculation</i>			
3	Enter the current beta of the company =		1.40	
4	Enter the marginal tax rate for the company =		36%	
5	Enter the average debt/equity ratio over the period of the regression =		14%	
6	<i>The following inputs are useful for the re-estimation of the beta, if the current D/E ratio is different from the average</i>			
7	Enter the current market value of equity in the company =		\$ 50,889	
8	Enter the current book value of debt in the company =		\$ 12,342	
9	Enter the average maturity of the debt in the company =		5	
10	Enter the interest expenses from the most recent 12 months =		\$ 876	
11	Enter the current market interest rate on this company's debt =		7.50%	
12	Market Value of Debt =		\$ 12,142	
13	Enter the estimated debt value of the firm's operating leases			
14				
15				
16	Output from the Analysis			
17	Unlevered Beta for the firm (based upon average debt/equity ratio) =		1.28	
18	Current Beta for the firm (based upon current debt/equity ratio) =		1.48 (only if you enter the cu	
19				
20	<i>Debt to Capital</i>	<i>Debt/Equity Ratio</i>	<i>Beta</i>	<i>Effect of Leverage</i>
21	0.00%	0.00%	1.28	0.00
22	10.00%	11.11%	1.38	0.09
23	20.00%	25.00%	1.49	0.21
24	30.00%	42.86%	1.64	0.35
25	40.00%	66.67%	1.83	0.55
26	50.00%	100.00%	2.11	0.82
27	60.00%	150.00%	2.52	1.23

Approche par les multiples : rappel

- La méthode des multiples boursiers de sociétés comparables et de transactions comparables consiste à analyser les multiples des sociétés cotées comparables / transactions comparables et à les appliquer, après décotes/primes spécifiques, aux agrégats financiers de la société pour en déduire la valeur de ses fonds propres.
- Les multiples retenus peuvent être les suivants: EV/CA, E/EBE, EV/Rex, PER, avec :
 - EV ou Valeur d'entreprise = Capitalisation (CB) + Dettes financières nettes
 - Capitalisation = Cours de référence x Nombre de titres
 - Dettes financières nettes = Dettes financières + Intérêts Minoritaires - Disponibilités
- ▲ ! Lorsque l'on applique des multiples de Valeur d'entreprise, il conviendra de retrancher la dette financière nette pour déterminer la valeur des fonds propres de l'entreprise évaluée.
- **Le choix de l'échantillon est un élément prépondérant dans l'application de cette méthode.**
- Avantage de la méthode :
 - Concept simple et appliqué par toute la communauté financière, adapté aux TPE, fonds de commerce.
 - Possibilité de recouper les valeurs financières préalablement évoquées par des valeurs de marché et de vérifier la pertinence des fourchettes retenues
- Inconvénients de la méthode :
 - Difficulté pour déterminer un échantillon de sociétés directement comparables en fonction des métiers, des tailles, de la diversification géographique mais aussi de la marge.
 - Les données disponibles sur les transactions privées comparables ne présentent généralement qu'un degré limité de fiabilité.
 - Les multiples de transactions prennent en compte la prime stratégique (parts de marché, outil, processus industriel, ...) éventuelle payée par le repreneur au moment de la transaction. Ils ont tendance à sur-valoriser les sociétés.

Cette méthode procède généralement plus d'un recouplement des valeurs financières précédemment déterminées que d'une valorisation sur cette seule base.

Approche par les multiples : résultats

Approche par les multiples

de CA	1,00x
d'EBE	6,00x
de REX	7,00x

en 2007

9 317
1 641
1 401

VE

9 317
9 843
9 804

VFP

8 427
8 954
8 914

Approche par les Discounted Cash-Flows ou Flux de trésorerie actualisés

- Cette méthode valorise les actifs d'exploitation d'une société sur la base des performances futures prévues par le Management. Ces actifs d'exploitation sont, par définition, les actifs utilisés dans le cadre de l'activité évaluée;
- ! Attention : Les flux de trésorerie disponibles ne sont pas la CAF. Ils correspondent à la somme des résultats d'exploitation après application d'un taux d'imposition normatif, des dotations aux amortissements après déduction des investissements et de la variation des besoins en fonds de roulement, sur une période déterminée;
- La valeur de la société correspond à la somme de ces flux actualisés au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC), après déduction de l'endettement net ou addition de la trésorerie nette.
- Cette méthode suppose donc une appréciation nécessairement subjective des performances futures de l'entreprise.
- La valeur de la société à la date d'évaluation V_0 correspond donc à:

$$V_0 = \left[\sum_{j=1}^n \frac{F_j}{(1+t)^j} \right] + \frac{V_n}{(1+t)^n} - D_0$$

$$V_0 = \left[\sum_{j=1}^n \frac{F_j}{(1+t)^j} \right] + \left[\sum_{j=n+1}^{\infty} \frac{F_j}{(1+t)^j} \right] \times \frac{1}{(1+t)^n} - D_0$$

$$V_0 = \left[\sum_{j=1}^n \frac{F_j}{(1+t)^j} \right] + \frac{F_{nor} \times (1+g)}{(t-g)} \times \frac{1}{(1+t)^n} - D_0$$

Définitions:	
F_j	Cash flow de l'année j
n	Durée de l'horizon
t	Taux d'actualisation
g	Taux de croissance à l'infini
V_n	Valeur de la société en année n
D_0	Dette financière nette à la date d'évaluation

Mise en œuvre de la méthode:

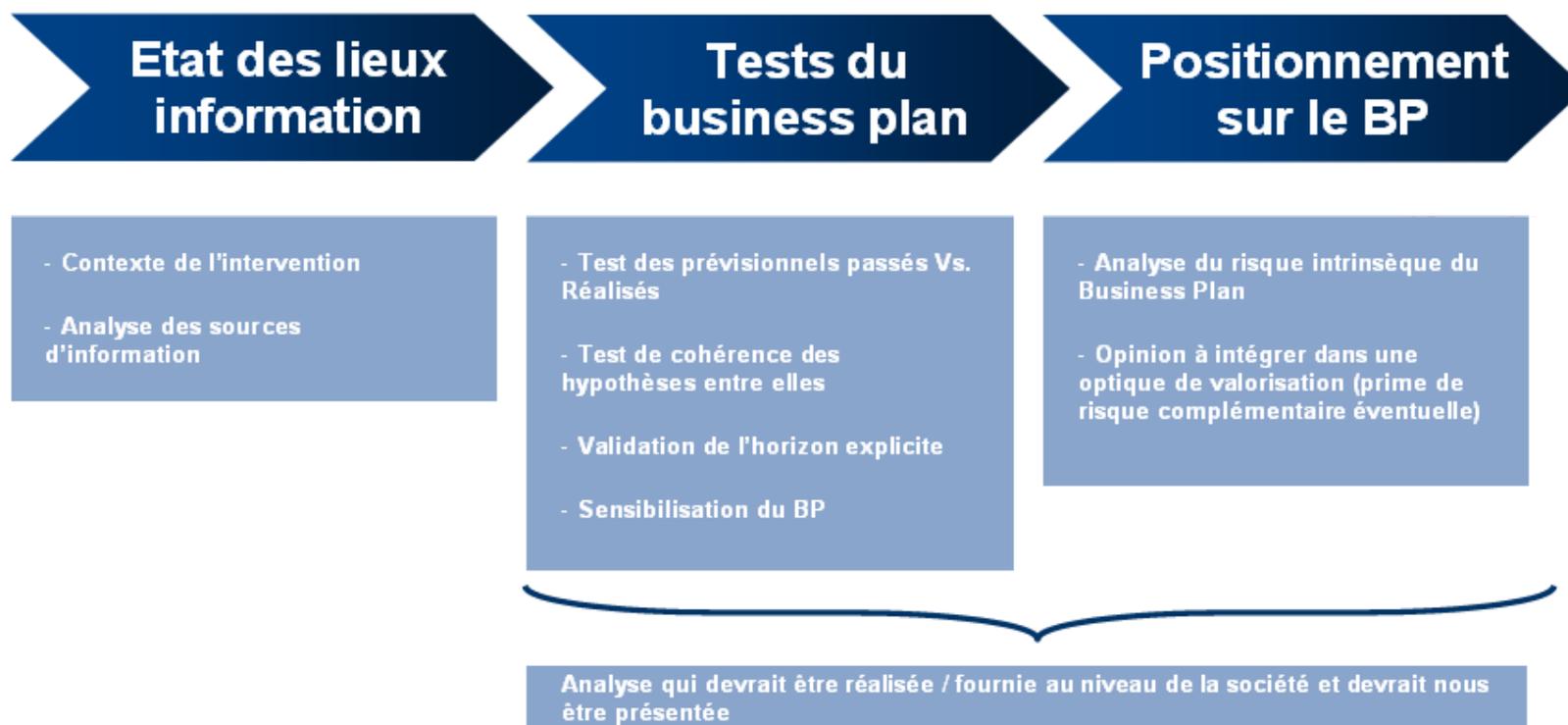
- 1ère étape: BP: Constitution et / ou analyse (cf. slide suivante)
- 2ème étape: Détermination du taux d'actualisation adéquat
- 3ème étape: Cohérence des résultats (méthode intrinsèque vs autres méthodes)

Business Plan de HiCO

	Budget	Prévisions		
	2008	2009	2010	2011
CA	10 249	11 274	12 401	13 641
Marge brute	5 124	5 637	6 200	6 821
MB / CA	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Charges directes / CA	2 050	2 255	2 480	2 728
Charges directes / CA	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Charges indirectes	53	54	55	56
Charges indirectes / CA	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Amortissements	260	280	300	320
Provisions nettes d'exploitation				
Contribution	2 762	3 048	3 365	3 716
Charges de structure	1 158	1 216	1 276	1 340
REX	1 604	1 832	2 089	2 376
REX / CA	15,7%	16,3%	16,8%	17,4%
Résultat Financier	(21)	7	19	27
Résultat Exceptionnel	-	-	-	-
Résultat avant IS et participation	1 582	1 840	2 108	2 403
Participation	-	-	-	-
IS (34%)	538	625	716	817
Résultat net	1 044	1 215	1 392	1 586

Principe du BP

- Le business plan utilisé dans les approches de valorisation nécessite une attention particulière.
- La construction du business plan doit se faire expliquée: la connaissance du secteur entre en jeu pour émettre des opinions sur les hypothèses tant sur les produits que sur la structure de charges.
 - Cette analyse permettra de mettre en place, si possible, des sensibilités sur le plan prévisionnel (best case/ worst case)



Calcul du Cash Flow libre

	2008	2009	2010	2011
<u>Calcul à dette nulle</u>				
REX net d'IS	1 059	1 209	1 379	1 568
-Variation de BFR	237	261	287	316
+Provisions nettes	-	-	-	-
+Amortissements	260	280	300	320
-Investissements	200	200	200	200
Flux de trésorerie distribuable	881	1 029	1 192	1 372
Flux normatif				1 400

Détermination du taux d'actualisation : principe

- Les sources de financement de l'entreprise (actionnaires, banquiers) présentent des coûts différents, le taux d'actualisation des flux de trésorerie ou Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC) pondère par le poids relatif des fonds propres et celui de la dette, le coût de chacune de ces sources de financement.
- Les paramètres du CMPC sont :
 - Le Gearing, représentatif de l'équilibre de financement de la Société ($D/(D+E)$, avec E la valeur de marché des fonds propres et D la dette financière nette)
 - Le coût du capital (K_e) correspond à la rémunération attendue par les investisseurs en capital et se compose d'un taux sans risque et d'une prime de risque, avec les paramètres suivants:

$$K_e = R_f + \beta_u \times (R_m - R_f) + R_s$$

Avec comme coefficient β_u de volatilité sectoriel:

$$\beta_u = \frac{\beta_f}{1 + (1 - IS) \times \frac{D}{E}}$$

Définitions:

R_f	Taux sans risque
$(R_m - R_f)$	Prime de risque de marché
β_u	Coeff. de volatilité désendetté
R_s	Prime de risque spécifique
IS	Taux d'impôt
E	Valeur de marché des FP
D	Dette financière nette

- Le coût de la dette avant impôts (K_d), qui correspond au taux sans risque augmenté d'un spread de financement cohérent avec la taille et la structure financière de l'entreprise
- Le taux d'actualisation se calcule comme suit:

$$CMPC = K_e \times (1 - \text{Gearing}) + K_d \times (1 - IS) \times \text{Gearing}$$

Exemple d'application du MEDAF

Nom de l'entreprise	Béta 1 an	Cash & Equivalent	Dettes long terme	Capitalisation k€	Béta désendetté
SA GUYENNE ET GASCOGNE	0,50	19 138	12 875	723 535	0,50
CASINO GUICHARD PERRACHON	0,66	1 066 000	5 224 000	7 888 393	0,49
TOUPARGEL GROUPE	0,28	1 550	-	189 942	
CARREFOUR	0,74	733 000	10 694 000	31 769 965	0,61
				Moyenne 10 142 959	Médiane 0,504

Taux sans risque
 Prime actions long terme France
Coût des fonds propres avant décote de taille/illiquidité

4,31%
 4,90%
6,78%

Détermination du taux d'actualisation : focus sur le gearing

- Le Gearing est représentatif de l'équilibre de financement d'une société et est égal à $D/(D+E)$, avec E la valeur de marché des fonds propres et D la dette financière nette.
- Différents choix de gearing s'offrent à l'évaluateur:
 - Gearing société
 - Gearing cible
 - Gearing sectoriel (évaluation indépendante)
 - Gearing de l'acheteur

La détermination du taux est liée tant à la société qu'au contexte de l'évaluation. Il doit donc être déterminé avec attention.

Les composantes du taux d'actualisation

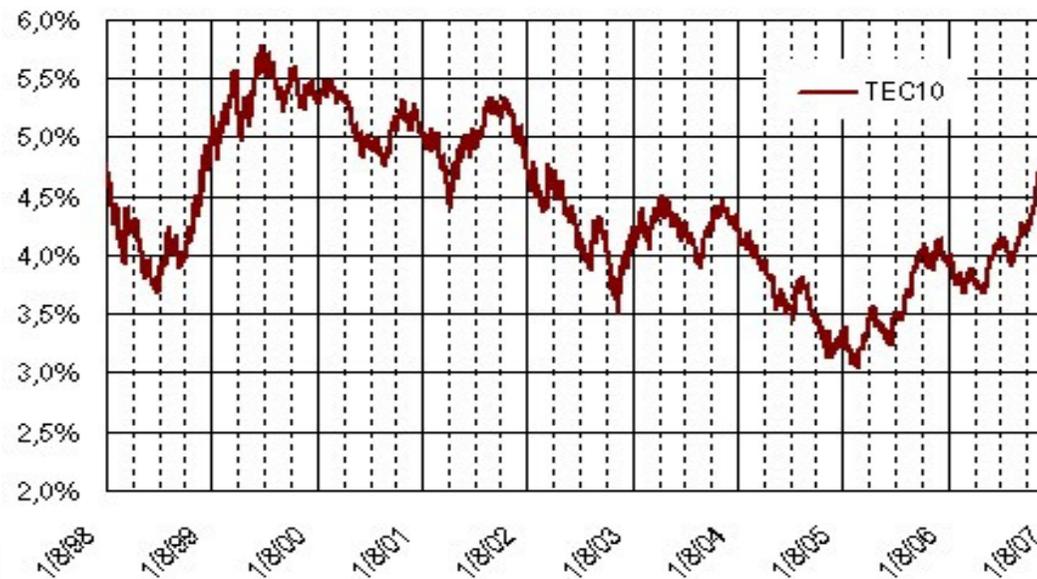
Éléments constitutifs	Références	Estimation	Publi. Estim.
Rendement minimal des actifs monétaires	Taux de rendement des OAT 10 ans	4 à 5% sur le long terme	P
Risque de marché	Prime de risque = différence entre rémunération des actions et rémunération des obligations	4 à 5%	P
Risque sectoriel	Risques inhérents au(x) secteur(s) d'activité(s) de l'entreprise	<i>Opportunités/ Menaces</i>	E
Risque intrinsèque	Performance de l'entreprise sur son secteur d'activité	<i>Forces/ Faiblesses</i>	E

Exemple de référence du taux sans risque

Utile d'avoir une vision sur une longue période et à la date de l'évaluation (exemple arbitrage sur des évaluations antérieures)

Taux de l'échéance constante à 10 ans (TEC10)

valeurs quotidiennes



source : CDC - comité de normalisation obligatoire

Sources de données pour le taux d'actualisation

- De manière générale, être attentif à la référence
 - De secteur
 - De marché - CAC 40, SBF 250, MSCI...
 - De période - ex: pertinence des 5 dernières années?
- Doit s'appuyer sur une référence de marché, si éloignée soit-elle du cas traité (documenter le niveau de pertinence)
- Pas de problème pour le Taux sans risque usuellement MAIS être clair sur le marché de référence (ex: groupe qui se finance à la fois sur USA et France)
- Prime de risque sectorielle
 - Utilité de la prime de risque marché actions comme référence mais débat long terme / court terme (cf. Dimson Marsh & Stauton - LBS)
 - Regarder le rendement réel en bourse d'un secteur sur une période (cf. notion de CAGR - attention aux dividendes)
 - Utiliser les transactions réelles
 - Incontournable en non coté
 - La plupart du temps multiples uniquement accessibles
 - Si données riches (business plan complet etc.) possibilité de déduire la prime de risque

Approche CCEF

Détermination du taux de capitalisation

Eléments constitutifs	Nature de l'élément	Estimation
Taux de base qui ajusterait offre et demande d'actifs monétaires LMT	Taux de rendement des OAT (cf TEC10)	4.50%
Risque de marché	Différence entre la rémunération d'une action et d'une obligation	4.50%
Risque de non liquidité	30% de (Base + Marché)	2.70%
Risque sectoriel		A apprécier typiquement +/-50% du risque de marché
Risque spécifique de l'entreprise considéré	Voir grille	de 1 à 15%

Méthode CCEF

Détermination du taux de risque spécifique à l'entreprise

	Pondér.	Quasi Nul 10%	Moyen 25%	Elevé 50%	Très élevé 75%	Absolu 100%	NA
Technologie							
Management							
Chef entreprise							
Dépendance							
Production							
Position concurrentielle							
Liquidité defaillance							
Autres							
TOTAL							
Risque spécifique							

Méthode CCEF

Application à l'exemple - Taux de risque spécifique à l'entreprise

Thème	Niveau de risque	Pondération	Risque pondéré	Prime de risque correspondante
Technologie	10	10%	1.0%	0.15%
Management		0%		
Chef d'entreprise	25	20%	5.0%	0.75%
Dépendance	25	35%	8.8%	1.31%
Production	10	10%	1.0%	0.15%
Pos. Concurr.	25	25%	6.3%	0.94%
Liquidité défaillance		0%		
Autres		0%		
TOTAL		100%	22.0%	Risque spécifique 3.30%

Méthode CCEF

Application à l'exemple - Détermination du taux d'actualisation

Eléments constitutifs	Nature de l'élément	Estimation
Taux de base qui ajusterait offre et demande d'actifs monétaires LMT	Taux de rendement des OAT (cf TEC10)	4.50%
Risque de marché	Différence entre la rémunération d'une action et d'une obligation	4.50%
Risque de non liquidité	30% de (Base + Marché)	2.70%
Risque sectoriel		-2.20%
Risque spécifique de l'entreprise considéré	Voir grille	3.30%
Taux d'actualisation résultant		12.80%

Calcul DCF final

	2008	2009	2010	2011
<u>Calcul à dette nulle</u>				
REX net d'IS	1 059	1 209	1 379	1 568
-Variation de BFR	237	261	287	316
+Provisions nettes	-	-	-	-
+Amortissements	260	280	300	320
-Investissements	200	200	200	200
Flux de trésorerie distribuable	881	1 029	1 192	1 372
Flux normatif				1 400
Valeur terminale				11 666
Taux d'actualisation	14%			
Croissance long terme	2%			
Indice d'actualisation	0,33	1,33	2,33	3,33
Facteur d'actualisation	1,04	1,19	1,36	1,55
Flux actualisés	844	864	878	887
				7 538
Somme des flux actualisés	11 009			
Dette nette	890			
Valeur des Fonds propres	10 120			

Primes & Décotes

Problématique Générale

- Il s'agit de traduire dans la valeur le constat d'un décalage systematique dans la pratique entre la valeur théorique qui correspond à l'arbitrage de la valeur du couple rendement / risque d'un actif et sa valeur de marché
- Il s'agit donc d'éléments de prix mais qui, étant systématiques, peuvent être considérés comme un arbitrage de la valeur par le marché selon une autre dimension
- Pas de règles; question de l'existence d'un consensus
- Elles ne sont pas stables dans le temps; exemple type: décotes de holding en baisse (voire disparition) sur les sociétés cotées
- La décote de holding s'analyse à partir des principaux éléments suivants :
 - **Décote structurelle** : traduit la nécessité de tenir compte de la fiscalité applicable sur les plus-values de cession des participations en portefeuille
 - **Décote de liquidité** : résulte des conditions de marché qui s'avèrent plus ou moins favorables pour la réalisation des participations et conduisent à apprécier une date de cession et donc de liquidité
 - **Décote spécifique** : dépend principalement du secteur d'investissement et de la qualité du portefeuille mais elle peut être liée aussi à la qualité de l'équipe dirigeant et à sa gestion

Primes & Décotes

Comment s'appliquent-elle?

- Principalement
 - Sur le taux
 - Sur la valeur
- Sur le taux
 - Trouver une corrélation réelle entre le décalage de la valeur de marché et la valeur théorique et l'origine de la décote
 - Exemple: corrélation entre le rendement des portefeuilles diversifiés rassemblant des titres de sociétés de taille homogène et le logarithme des capitalisations boursières de ces sociétés
- Sur la valeur
 - Consensus ou observation sur la décote applicable sur la valeur
 - Exemple: illiquidité, décote coté versus non coté, valeur d'un fonds par rapport à la somme des valeurs liquidatives, minoritaire
 - Illiquidité et coté/non coté: 20-30 % souvent évoquée
 - Minoritaire: certains évaluateurs appliquent systématiquement -15 %
 - Valeur d'un fonds: les gérants évoquent souvent 20-30 %, quelquefois même 50 %

Primes & Décotes

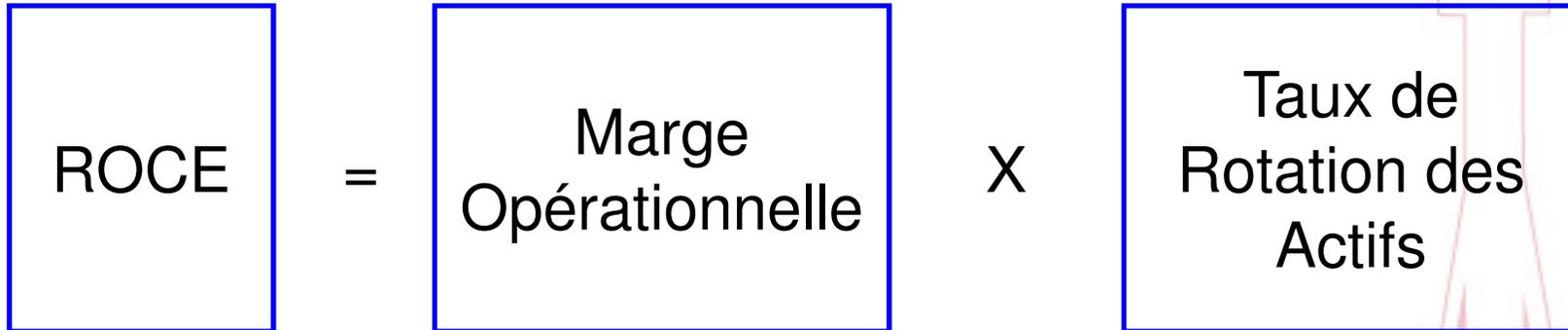
Comment les choisir et appliquer?

- ➔ Au cas par cas
 - Ne pas en faire une règle automatique
 - Doit toujours être argumentée
- ➔ Quelques sources
 - Groupes de travail des instances professionnels (ex: Sfev)
 - Associations d'investisseurs en capital type AFIC
 - Articles
- ➔ Idéalement, toujours s'appuyer sur une observation récente et pertinente du marché mais...
 - Complexe
 - Lourd
 - Délicat

Rentabilité financière / ROCE

- ➔ Rentabilité de l'activité du point de vue du compte de résultat:
 - Exemple: REXploitation/Ventes
- ➔ Prendre en compte les capitaux nécessaires à l'activité: Capitaux Employés
 - ROCE (return on capital employed) =
REX après impôts / Capitaux Employés
 - s'écrit aussi $REX \times (1 - T) / CE$
 - ou encore $REX(1-T) / Ventes \times Ventes / Cap. Emp.$
= Marge Opérationnelle X Rotation des actifs
 - NB:
 - T est ici un taux d'imposition normatif (usuellement 34%)
 - On appelle aussi le REX retraité utilisé ici le NOPLAT (net operating profit less adjusted taxes)
- ➔ Vérifier la cohérence de l'évaluation: la Rentabilité à terme doit être cohérente avec la norme sectorielle

Drivers du ROCE



Evolution des prix

Pression de la compétition, leadership, innovation, banalisation, ...

Effet volume

En fonction de la part de coûts fixes

Evolution du mix

Activités, produits, marchés (pays, clientèle, etc.)

Cohérence des actifs avec les activités

Si renforcement des services moins gourmands en actifs, augmentation de la rotation, baisse éventuelle à prévoir à terme du niveau d'actifs

Vétusté des actifs

Niveau (net comptable) d'actifs peut ne pas être représentatif!

Evolution du BFR

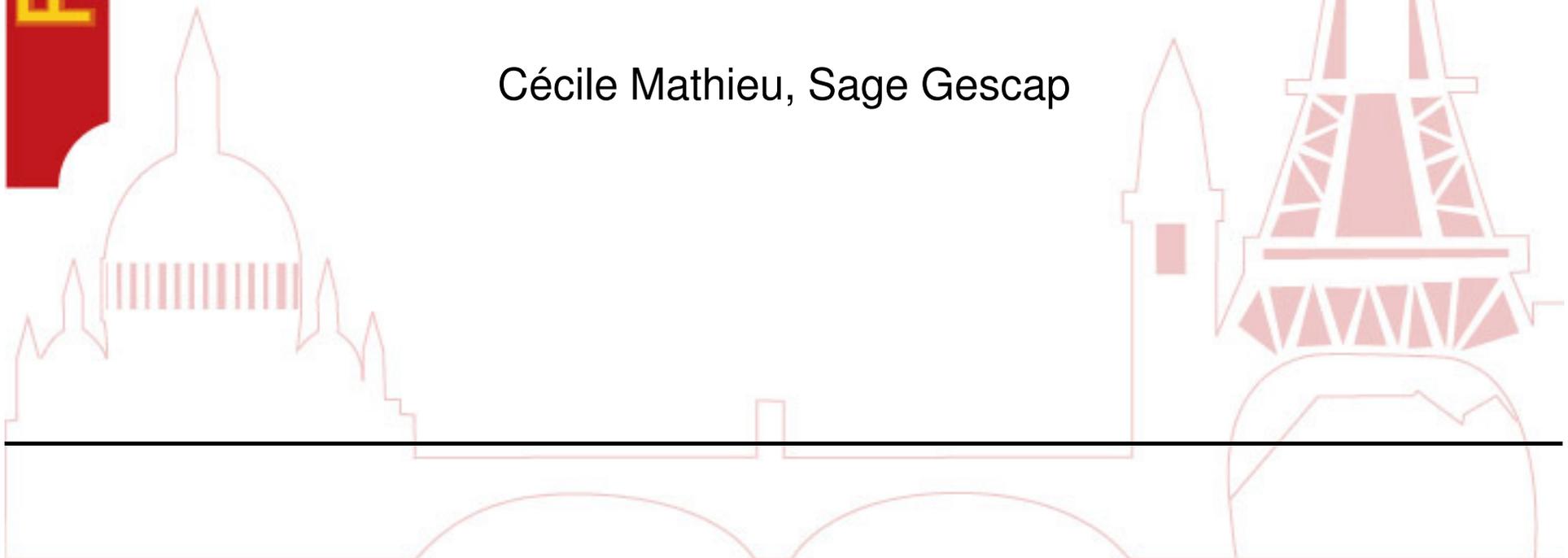
Favorable? Raccourcissement du cycle possible? Attention à l'impact de la délocalisation de la production!

ROCE et ROE

- ➔ Retour sur Fond Propres = ROE = Résultat Net / Fonds Propres (Equity en Anglais)
- ➔ Lien entre ROE et ROCE:
 - ROCE indépendant de la structure financière car calculé sur la base du résultat opérationnel avant coût de la dette
 - On peut écrire $RN = REX \text{ retraité} * (1-T) - \text{Coût de la dette} * (1-T)$
 - On écrit Coût de la dette = $D \text{ (toutes les dettes)} * kD \text{ (coût moyen pondéré de la dette)}$
 - On a Capitaux Engagés = $CE = E \text{ (fonds propres)} + D$
 - $ROE = RN/E = REX(1-T)/E - D/E * kD*(1-T)$
 - Soit $ROE = REX(1-T)/(D+E) * (D+E)/E - D/E * kD*(1-T)$
 $= ROCE * (1 + D/E) - D/E * kD*(1-T)$
 $= ROCE + D/E * (ROCE - kD * (1-T))$
 - Traduit l'effet de levier expliquant l'écart entre la rentabilité intrinsèque de l'activité et celle des fonds propres

Quel outil d'évaluation pour les cabinets ?

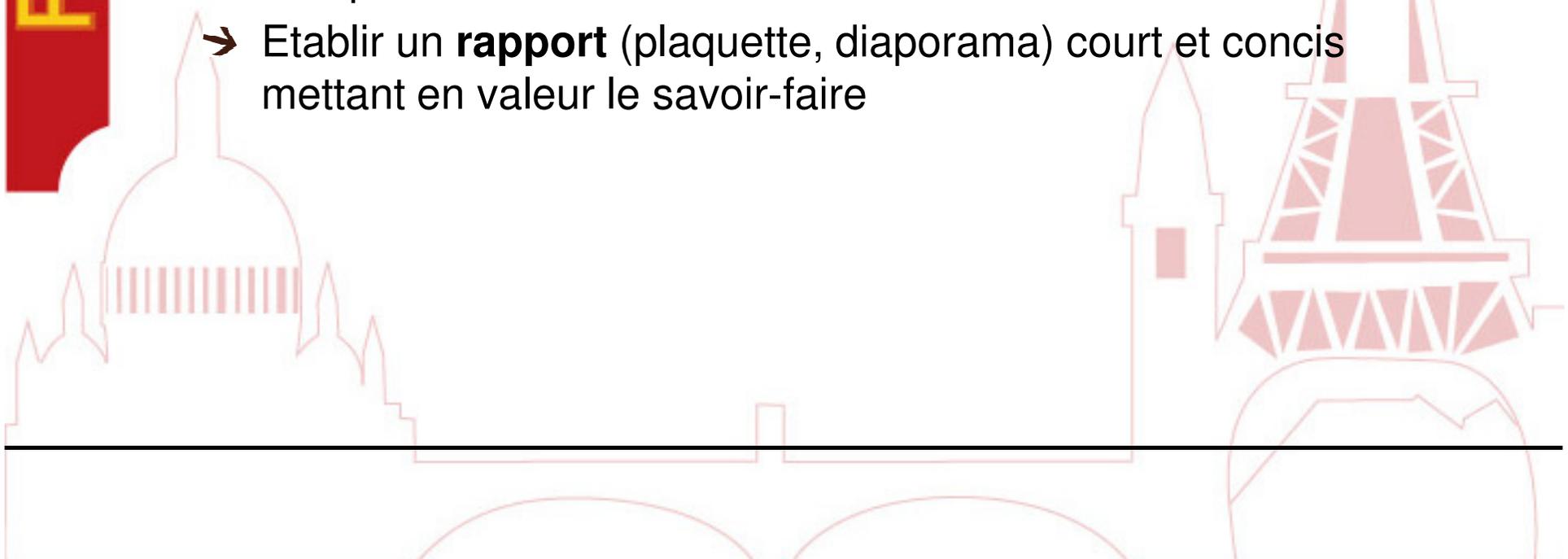
Cécile Mathieu, Sage Gescap



Objectif : accompagner et optimiser la transmission des TPE

Il faut aux cabinets un outil permettant une approche rapide, complète et spécifiquement adaptée à la TPE par secteur d'activité pour :

- ➔ Analyser la **transmissibilité** de l'entreprise et **lever les freins**
- ➔ Procéder à une **évaluation** financière avec des méthodes adéquates
- ➔ Etablir un **rapport** (plaquette, diaporama) court et concis mettant en valeur le savoir-faire



Paris

Congrès national
18 - 19 et 20 septembre 2008

CAS PRATIQUE

ecf

