OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

>

1ERE EDITION
OCTOBRE 2014

CNCC
COMPAGNIE NATIONALE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES

EDITO

En résonance avec l'actualité, ce nouvel observatoire portant sur la valeur des moyennes entreprises consacre l'utilité et la pertinence de l'audit légal des comptes, en même temps qu'il permet de dégager des enseignements économiques aux travaux des commissaires aux comptes.
Nous savons que le sujet est complexe mais nous avons l'ambition avec cet outil de vous proposer une présentation pédagogique permettant une lecture synthétique, accessible et rapide.
La crise financière s'est propagée à l'ensemble de l'économie. Elle touche désormais les grandes entreprises, comme les plus petites, l'Etat comme l'Europe.
Les réponses que les gouvernements vont choisir seront déterminantes pour l'avenir de notre tissu entrepreneurial. Nous espérons que cette publication apportera un nouvel éclairage sur les structures du marché, les évolutions entrepreneuriales et l'évaluation de nos PME.
Pour cette première publication, la Compagnie nationale s'est volontairement cantonnée à observer des entreprises dont les fonds propres sont valorisés entre 15 et 50 millions. Cette démarche ne touche pas l'ensemble du spectre des mandats de la profession qui couvrent des entreprises plus petites mais aussi les plus grandes d'entre elles.
En choisissant cette cible, nous voulons surtout apporter un focus sur ces entreprises de dimension territoriales, dont la valeur ajoutée à l'économie et à l'emploi sont indéniables. D'autres cibles feront certainement l'objet de prochains travaux de la CNCC, démontrant ainsi le rôle incontestable joué par la profession dans la sécurisation de l'économie et dans la confiance apportée.
Je salue ici le rôle très important de la Commission Evaluation et de son Président Claude Cazes pour la qualité du travail accompli et la détermination de ses membres à démontrer que la profession a un rôle à jouer au service de l'économie, de sa compréhension et de son accompagnement.
J'espère que nous aurons répondu à l'ambition que nous nous sommes fixés et je remercie toutes celles et ceux qui ont contribué et permis cette première publication originale et révélatrice du rôle de la profession au service de l'économie.

Yves Nicolas
Président de la CNCC

SOMMAIRE

Observatoire de la Valeur des Moyennes Entreprises 4

1. Evolution des multiples de Moyennes Entreprises en France
2. Evolution de l'activité M&A / LBO
3. Structure du marché et typologie des acquéreurs
4. Impact des marchés action / PME-ETI

Multiples ou DCF ? 6
par le Professeur Ph. Raimbourg

“...

OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES **MOYENNES ENTREPRISES**

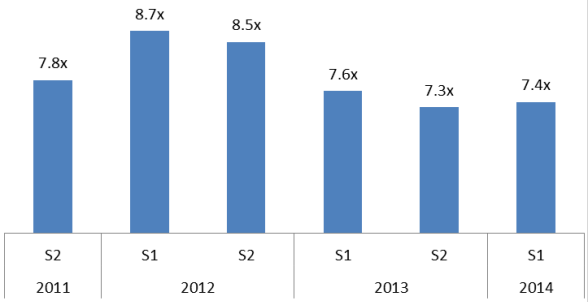
1. EVOLUTION DES MULTIPLES DE MOYENNES ENTREPRISES EN FRANCE

Evolution du prix d'achat des Moyennes Entreprises françaises (entre €15m et €50m de valeur de fonds propres), mesuré par le ratio VE/EBITDA historique médian > Graphe 1

Elles constituent un segment de l'Indice Argos Mid Market (transactions de la zone euro entre €15m et €150m), qui a été recalculé sur 12 mois glissants afin de permettre la comparaison > Graphe 2

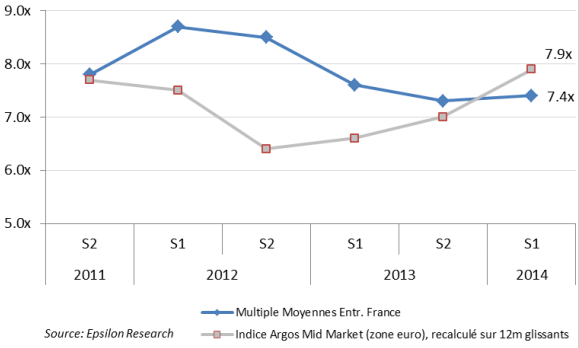
- Les prix des ME françaises se sont stabilisés au 1er semestre 2014 à 7.4x l'EBITDA, après une baisse de 14% en 2013.
- La divergence est nette avec l'évolution des prix de la zone euro, l'Indice Argos Mid Market ayant enregistré 3 semestres consécutifs de hausse (+23%) sur la période. Les multiples français, qui étaient restés élevés en 2012, passent ainsi en dessous de l'indice Argos.
- Malgré l'amélioration des conditions de marché (accès au financement, faible coût du capital et de la dette, hausse des marchés action), la situation économique française, marquée en 2012/13 par une stagnation de l'activité, la dégradation continue des marges des entreprises et l'alourdissement de la fiscalité, a contribué à la baisse de la valeur des ME françaises.

Graphe 1 - Evolution du prix d'achat des M.E. françaises
Médiane, VE/EBITDA historique, 12m glissants



Source: Epsilon Research / EMAT

Graphe 2 - Evolution comparative des prix - France / Zone Euro
Médiane, VE/EBITDA historique



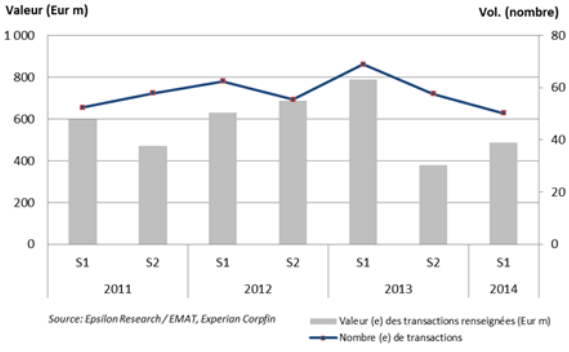
Source: Epsilon Research

2. EVOLUTION DE L'ACTIVITÉ M&A / LBO

Mesure de l'évolution de l'activité M&A (acquisitions majoritaires, LBO) des Moyennes Entreprises françaises, en volume et valeur > Graphe 3

- Après une chute de l'activité M&A d'un tiers environ depuis 2007, le marché a repris progressivement en 2012 / S1 2013 (+30% sur la période). Mais il se dégrade à nouveau depuis la mi-2013, avec une baisse sur 12 mois de 25% en volume et 38% en valeur (S1 2014 vs. S1 2013).
- Au-delà des incertitudes économiques sur la zone euro et plus particulièrement sur la France, l'instabilité réglementaire et fiscale de 2012/13 semble avoir durablement ancré les comportements attentistes des vendeurs et l'aversion au risque des acheteurs.

Graphe 3 - Evolution du marché des acquisitions de Moyennes Entreprises
France, €15-50m VFP



Source: Epsilon Research / EMAT, Experian Corpfin

Méthodologie

1. Evolution des prix
Echantillon: acquisitions majoritaires (M&A, LBO) de PME françaises, tous secteurs, €15-50m de valeur des fonds propres (VFP)
L'échantillon retenu représente ~1/4 des transactions du marché
Multiple: Valeur d'Entreprise (VE)/EBITDA historique médian sur 12 mois glissants
Source: base EMAT d'Epsilon Research

2. Evolution de l'activité M&A / LBO
Périmètre: acqu. majoritaires, cibles: PME françaises, €15-50m VFP
Activité en valeur: valeur cumulée des deals déclarés / en volume: estimée (ME comptabilisées + part estimée des deals sans prix)

Informations complémentaires (en ligne)
www.epsilon-research.com/Market/CNCC

Historique de l'évolution des multiples, et de l'activité du marché M&A /LBO
Liste des transactions M&A sous-jacentes
Statistiques de l'échantillon
Méthodologie détaillée

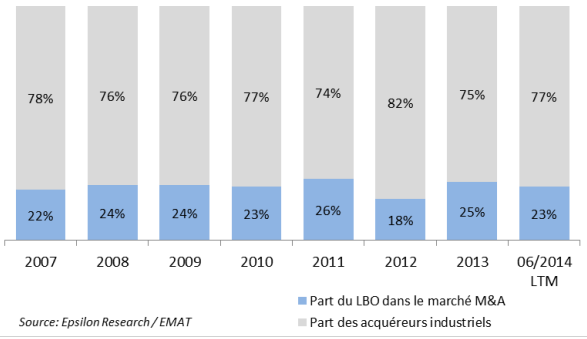
> Accès réservé aux membres de la CNCC et à nos lecteurs

3. STRUCTURE DU MARCHÉ ET TYPOLOGIE DES ACQUÉREURS

Evolution de la répartition des acquéreurs de Moyennes Entreprises françaises par type (industriels vs. financiers), nationalité (français vs. étrangers) ou selon leur actionnariat (cotés vs. privés). > Graphe 4

- Le capital-transmission (LBO) représente sur le segment des ME une part élevée (environ un quart) et stable du marché M&A français, et ce malgré la crise financière.
- La reprise de l'activité M&A a été tirée en 2013 par les acquéreurs étrangers (en particulier américains), qui ont représentés les ¾ des acquéreurs industriels, un niveau historiquement élevé.

Graphe 4 - Structure du marché M&A (Moyennes Entr.)
Acquéreurs industriels / LBOs



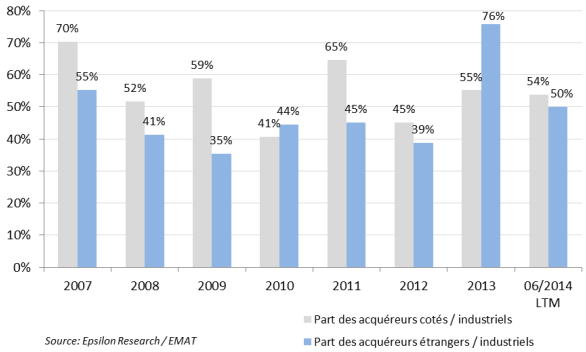
Source: Epsilon Research / EMAT

4. IMPACT DES MARCHÉS ACTION / PME-ETI

Suivi de l'indice et de l'activité d'Alternext, afin de pouvoir comparer l'évolution des prix des PME cotées et non cotées.

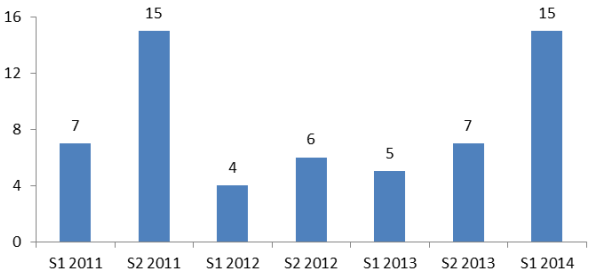
- La hausse des marchés actions - et des multiples des sociétés cotées - impacte en général la valorisation des sociétés non cotées avec un décalage de 6/12 mois (temps de réalisation des transactions privées).
- Malgré la forte hausse d'Alternext au 2nd semestre 2013 et la part élevée d'acquéreurs cotés parmi les industriels (>50%), les prix des ME ont baissé: les acquéreurs cotés sont restés prudents sur la valorisation des cibles françaises.

Graphe 5 - Structure du marché M&A (Moyennes Entr.)
Part des acquéreurs cotés / étrangers parmi les acquéreurs industriels



Source: Epsilon Research / EMAT

Graphe 6 - Nombre d'introductions sur Alternext Paris, 2011 - S1 2014



Source: Epsilon Research / Euronext

Graphe 7 - Alternext All-Share Index, 2011 - S1 2014

Source: Euronext

Toute reproduction, représentation ou diffusion publique de tout ou partie du contenu de cette note est interdite, sous réserve de l'accord préalable de ses auteurs. Les informations et données inclues dans cette note ne peuvent être assimilées à des prestations de service ou à des conseils rendus par ses auteurs.

Méthodologie

Typologie des acquéreurs sur la base des transactions recensées dans la base EMAT d'Epsilon Research
Nombre d'introductions sur Alternext comptabilisées par Epsilon, sur la base des informations données sur le site d'Euronext

Indicateur & informations complémentaires (en ligne):

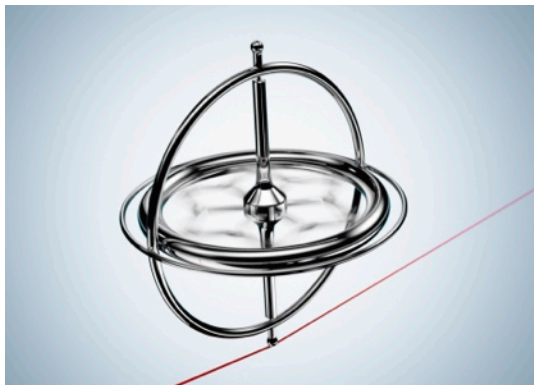
Disponibles gratuitement pour les membres CNCC, à partir d'un compte propre qu'ils peuvent se créer sur: www.epsilon-research.com/Market/CNCC
> Code à entrer lors de l'inscription: CNCC2014

Epsilon Research a développé depuis 2007 une plateforme d'information financière (outils, bases de données, analyses, indices) pour les professionnels de l'évaluation des sociétés non-cotées, qui comprend sa base EMAT de multiples d'acquisitions de PME européennes.

MULTIPLES OU **DCF** ?

PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG

Deux grandes familles de méthodes permettent l'évaluation des entreprises : la méthode dite des multiples et celle des Discounted Cash Flows. Sont-elles équivalentes, conduisent-elles aux mêmes résultats, l'une est-elle supérieure à l'autre, dans quels cas utiliser l'une ou l'autre ? C'et ce que nous allons examiner dans cette note.



Résumons tout d'abord ces deux méthodes pour ensuite mieux les opposer.

La **méthode des multiples** suppose tout d'abord le choix d'un flux représentatif de la création de valeur de l'entreprise considérée : le chiffre d'affaires (exceptionnellement), l'EBITDA, l'EBIDA, l'EBIT ou l'EBI (très souvent), le résultat d'exploitation net d'impôts (parfois). La mesure de ce flux est ensuite réalisée sur données passées. Dans un deuxième temps, l'évaluateur choisit un benchmark d'entreprises pour lesquelles il dispose d'informations relatives à leur valeur (notamment, parce qu'elles sont cotées) et calcule le ratio « valeur de l'entreprise/flux ». Ce multiple, après quelques corrections, est appliqué au flux caractéristique de notre entreprise et permet d'en déduire sa valeur.

La **méthode des DCF** suppose tout d'abord une projection des Free Cash Flows to the Firm. Cette projection est réalisée au moyen de l'établissement de plans d'affaires pour les premières années, puis d'hypothèses beaucoup plus simplificatrices pour des horizons plus lointains. L'évaluateur s'interrogera ensuite sur l'incertitude relative aux FCFF et sur la prime de risque que l'investisseur est en droit d'exiger au regard de cette incertitude. C'est en partie par comparaison avec la situation d'entreprises analogues qu'il pourra se forger une opinion. L'actualisation des FCFF au taux retenu permettra de déterminer la valeur de l'entreprise.

Quels sont les points d'opposition entre ces deux méthodes ?

Tout d'abord, la rapidité d'exécution.
Le seul point délicat de la méthode des multiples est la constitution d'un benchmark d'entreprises de référence. Cette difficulté amènera l'évaluateur à collecter des informations relatives aux produits, aux techniques de fabrication et de commercialisation, et de façon générale relatives à toutes les spécificités des entreprises concurrentes. Mais, l'existence de sociétés spécialisées dans la collecte de telles informations, ainsi que les obligations d'information pesant sur les sociétés cotées facilitent grandement ce travail et font de la méthode des multiples une méthode plutôt rapide.
Tel n'est pas le cas des DCF. Cette méthode nécessite en effet l'élaboration de plans d'affaires exigeant une réflexion et des hypothèses relatives au chiffre d'affaires, aux principales charges et aux sorties de trésorerie de l'entreprise. Elle demande aussi de déterminer le risque des FCFF et la prime associée, ce qui nécessitera une analyse du comportement de sociétés cotées analogues. La collecte et la mise en œuvre de ces informations requiert en général un travail de plusieurs jours/homme.

Ensuite, l'accès à des informations privilégiées.
La mise en œuvre d'un DCF suppose de formuler de nombreuses hypothèses relatives à l'exploitation de la société que l'on cherche à évaluer. Celles-ci doivent bien sûr être crédibles, ce qui nécessite une connaissance précise de la société : les produits et leur évolution, les charges et leur dynamique, … Les plans d'affaires, et partant les évaluations, seront d'autant plus fiables que l'évaluateur à accès à des sources internes à l'entreprise et

« Le seul point délicat de la méthode des multiples est la constitution d'un benchmark d'entreprises de référence »

MULTIPLES OU **DCF** ? PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG

dispose d'une bonne connaissance de cette dernière. Acheteur et vendeur ne sont donc pas sur un pied d'égalité. Même si la mise à disposition des différentes sources d'information dans une data room permet à l'acheteur de mieux maîtriser ses propres prévisions, il ne pourra pas prétendre à la connaissance de l'entreprise qui est celle du vendeur. Sous cet angle, les DCF sont plutôt une méthode de vendeur.
Ceci n'est pas vrai pour la méthode des multiples. Il n'est pas besoin d'avoir une connaissance très précise de l'entreprise pour déterminer un benchmark d'entreprises comparables ni pour mesurer un EBITDA sur données passées. Acheteur et vendeur sont donc sur un pied d'égalité en ce qui concerne la mise en œuvre de cette méthode.

Enfin, le traitement de la singularité de certaines entreprises.
La méthode des multiples passe par le calcul d'un multiple sectoriel (le multiple caractéristique de l'ensemble du benchmark) que l'on applique ensuite au flux financier propre à l'entreprise que l'on cherche à évaluer. On suppose donc implicitement que la relation entre ce flux annuel et la valeur de l'entreprise est identique pour le secteur et pour notre entreprise : celle-ci est supposée se caler plus ou moins rapidement sur le comportement moyen du secteur.
La méthode des DCF n'oblige pas à un tel calage sectoriel. L'évaluateur peut en effet formuler toutes les hypothèses qu'il juge pertinentes et ainsi rendre parfaitement compte de la singularité de l'entreprise, notamment si celle-ci se distingue par des taux de marge ou des taux de croissance différents de ceux du secteur.

Peut-on en conclure qu'une méthode est meilleure que l'autre ? Y aurait-il d'un côté celle des évaluateurs pressés et peu regardants (les multiples), et de l'autre celle des fourmis de l'évaluation mettant en œuvre un DCF pointilleux mais exact ? Assurément, non. Rapidité n'est pas toujours synonyme d'erreur, et il peut être illusoire de créer une fausse précision avec des plans d'affaires détaillés lorsque l'information est manquante. En fait, la méthode des DCF ne se justifie que lorsque l'entreprise se distingue notablement de ses consœurs et à condition de pouvoir formuler des hypothèses crédibles quant à son développement.
Mais, on le sait, l'art (la science) de l'évaluation est très subtil et l'on cherchera le plus souvent à conforter ses propres résultats en mettant en œuvre les deux méthodes.

> Ph. Raimbourg
Université Panthéon-Sorbonne
et ESCP Europe.
www.ingefi.academy.

En fait, la méthode des DCF ne se justifie que lorsque l'entreprise se distingue notablement de ses consœurs et à condition de pouvoir formuler des hypothèses crédibles quant à son développement.

CNCC

COMPAGNIE
NATIONALE DES
COMMISSAIRES AUX
COMPTES

16, avenue de Messine
75008 Paris
Tel. +33 1 44 77 82 82
Fax +33 1 44 77 82 28

www.cncc.fr