



OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

>

2^{EME} EDITION
JUN 2015



CNCC
COMPAGNIE
NATIONALE DES
COMMISSAIRES AUX
COMPTES

EDITO



Cette deuxième édition de l'observatoire de la valeur des moyennes entreprises est volontairement centrée, dans un premier temps, sur les ETI françaises (fonds propres en 15 et 50 millions €) et inclut des comparaisons avec les données de la Zone euro. Elle illustre la volonté de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes de répondre à une demande des dirigeants de PME et des commissaires aux comptes de disposer d'une analyse scientifique de l'évolution de la valeur des Moyennes Entreprises non cotées.

Les entreprises de taille intermédiaire sont des acteurs majeurs de l'innovation, de l'exportation, de la croissance et de l'emploi. Il ne fait aucun doute que les entreprises françaises qui ont été confrontées à un terrain économique difficile au cours de ces dernières années, ont d'autant plus besoin de repères, d'analyse des tendances et des transactions et de comparaisons.

La matière est complexe, c'est pourquoi nous avons opté pour une présentation pédagogique permettant une lecture synthétique, accessible et rapide.

Avec cette publication semestrielle nous souhaitons créer un rendez-vous avec les entreprises, et leur apporter notre expertise au travers d'indicateurs clefs pour le tissu économique et les entrepreneurs.

Je remercie la Commission Évaluation et son Président Claude Cazes pour la qualité du travail accompli et la détermination de ses membres à démontrer le rôle des commissaires aux comptes au service de l'économie, de sa compréhension et de son accompagnement.

J'espère que cette publication semestrielle répondra à vos attentes et je remercie toutes celles et ceux qui y ont contribué.

Denis Lesprit
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

Les options réelles 6 par le Professeur Ph. Raimbourg

“ . . . ”



OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES



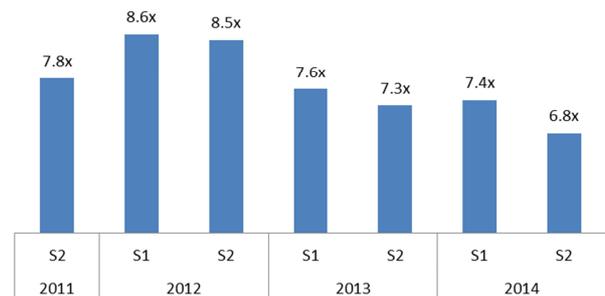
1. EVOLUTION DES MULTIPLES DE MOYENNES ENTREPRISES EN FRANCE

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 500m€), qui a été recalculé sur 12 mois glissants afin de permettre la comparaison - Graphe 2.

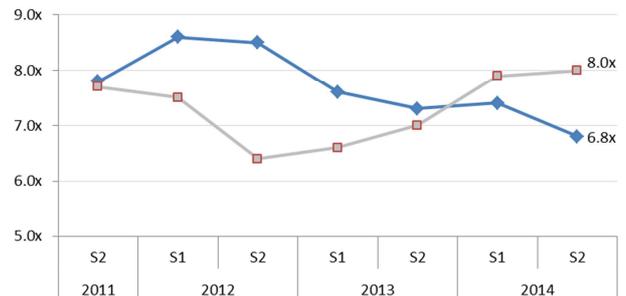
- Les prix des ME françaises ont continué de se dégrader au 2^e semestre 2014 à 6.8x l'EBITDA, soit une baisse de 8% par rapport au 1^{er} semestre et de plus de 20% par rapport à 2012.
- La divergence s'accroît avec l'évolution des prix de la zone euro, l'Indice Argos Mid Market ayant progressé de 25% en 2 ans. Les multiples des ME françaises se retrouvent ainsi 15% en dessous de l'Indice.
- Le contexte financier particulièrement favorable (coût historiquement faible du capital et de la dette, hausse des marchés action) ayant soutenu la hausse des multiples européens n'a pas bénéficié aux moyennes entreprises françaises. Celles-ci ont continué de pâtir de perspectives économiques médiocres, d'une baisse des investissements et de la défiance des acteurs économiques.

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



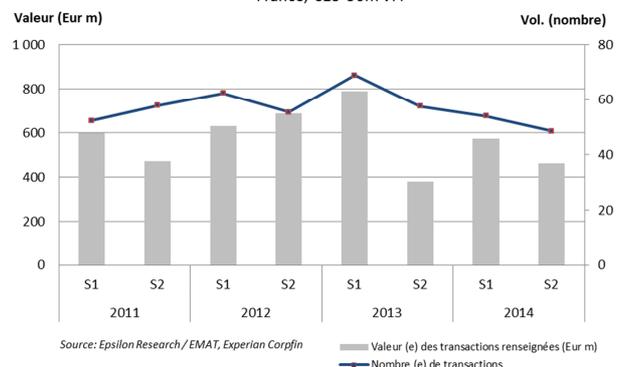
Source: Epsilon Research / Indice Argos Mid Market (zone euro), recalculé sur 12m glissants

2. EVOLUTION DE L'ACTIVITE 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.

- L'activité M&A continue de se dégrader : elle a baissé de 10% en volume au 2^e semestre 2014 par rapport au 1^{er}, soit une baisse cumulée de 30% depuis le 1^{er} semestre 2013. Cette situation contraste avec la stabilité du marché M&A de la zone euro (en volume) et, plus encore, avec la forte reprise des opérations d'envergure dans le reste du monde.
- Ainsi, le marché français reste marqué par la période de forte instabilité réglementaire et fiscale entre 2012 et 2014 (Loi Hamon), qui a pesé sur l'activité comme sur les prix.

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



Source: Epsilon Research / EMAT, Experian Corpfm

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



OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

3. STRUCTURE DU MARCHÉ ET TYPOLOGIE DES ACQUEREURS

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).

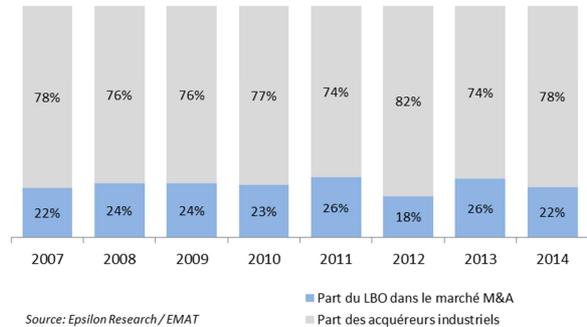
- La part du capital-transmission (LBO) dans les acquisitions de ME françaises a légèrement baissé en 2014, mais conserve un niveau élevé, d'environ un quart du marché.
- Le repli de l'activité M&A en 2014 est par ailleurs lié au retrait des acquéreurs étrangers, qui ont représenté 41% des acquéreurs industriels (vs. 76% en 2013). La part des acquéreurs nord-américains est passée de 50% (2012) à 27% (2014) des acquéreurs étrangers celle des acquéreurs asiatiques s'établissant à un niveau record (18%).

4. IMPACT DES MARCHES ACTION / PME-ETI

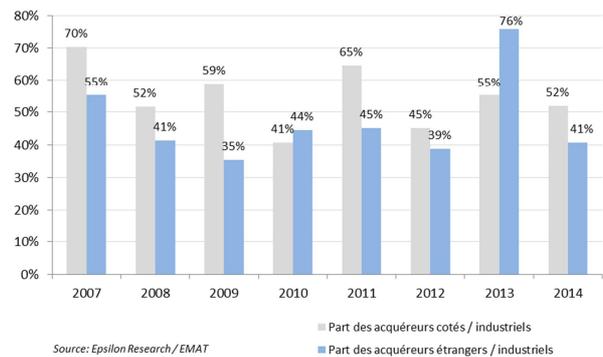
Suivi de l'indice et de l'activité d'Alternext, afin de pouvoir comparer l'évolution des prix des PME cotées et non cotées.

- La baisse des valorisations des ME françaises au 2^e semestre 2014 semble également liée à la correction des marchés action (cf. Alternext) à partir de juin 2014, d'autant plus que la part d'acquéreurs cotés parmi les industriels est restée élevée (>50%).

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



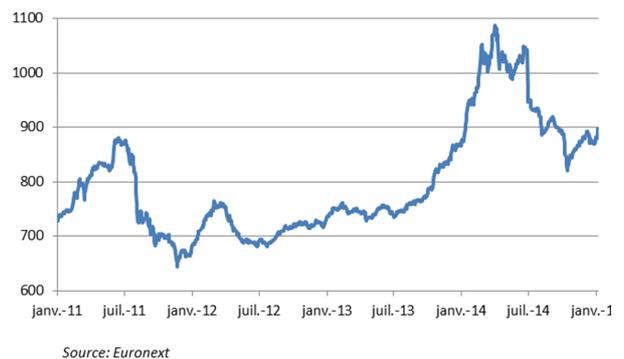
Graphe 5 - Structure du marché M&A (Moyennes Entr.)
Part des acquéreurs cotés /étrangers parmi les acquéreurs industriels



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



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



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 intègre la première base de multiples d'acquisitions de PME européennes EMAT.



LES OPTIONS REELLES

PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG



L'apparition des options financières et de leurs modalités d'évaluation au début des années 70 a rapidement amené les évaluateurs à s'interroger sur les possibilités de transposition de ces méthodes de valorisation à l'acquisition d'actifs physiques (et non plus financiers) et notamment à celle des entreprises. La démarche dite des « options réelles » était née. On souhaiterait présenter dans cette note un rapide bilan des avantages et inconvénients de cette technique de valorisation.



Une option financière donne la possibilité à son détenteur d'effectuer une certaine action (acheter, vendre, échanger) sur un actif sous-jacent prédéterminé à une date ou au cours d'une période elle aussi prédéterminée. Si les circonstances sont favorables, c'est-à-dire si l'évolution de la valeur de l'actif sous-jacent permet un enrichissement du détenteur de l'option, celui-ci effectuera cette action, et il ne fera rien dans le cas contraire. Un contrat optionnel donne ainsi la possibilité à son détenteur d'investir à une date future si les conditions lui sont favorables.

Cette idée d'une décision d'investissement différée dans le temps (et exécutée uniquement si les conditions sont favorables) trouve bien sûr des applications en matière d'évaluation d'entreprise. Le processus d'acquisition d'une entreprise est en effet à l'origine d'un ensemble de décisions qui constituent en elles-mêmes des sous-investissements (ou des désinvestissements) qui viennent compléter l'investissement initial. Il peut s'agir de la fermeture d'un département, ou bien du développement d'un nouveau réseau de commercialisation, ou encore de la mise en œuvre d'un nouveau mode de production, etc. Les possibilités sont bien sûr très nombreuses et témoignent avec précision du projet de l'acquéreur, de la façon avec laquelle il entend poursuivre l'activité de l'entreprise récemment acquise. L'entrepreneur se réserve bien sûr la possibilité de revoir ses projets et ses décisions d'investissement si les circonstances ne sont pas exactement celles qu'il escomptait. Il se trouve donc dans une situation relativement analogue à celle d'un détenteur d'une option financière. Prenons l'exemple d'un acquéreur d'une société de confection de vêtements ayant la possibilité de développer à horizon d'un an un nouveau réseau de commercialisation en ligne ; les activités traditionnelles de la société seront valorisées classiquement par la méthode des multiples ou par un DCF ; en revanche, le nouveau réseau de

commercialisation fera l'objet d'une valorisation par la méthode des options réelles ; si les circonstances sont favorables, la société effectuera cet investissement, et elle y renoncera dans le cas contraire. La notion d'option rend bien compte de ce report dans le temps de la décision d'investissement, et c'est là tout l'intérêt des « options réelles ».

Revenons un court instant sur la méthode DCF pour mieux comprendre l'intérêt des options réelles. Comment aurait été évaluée une chronique d'investissements dans le cadre de cette méthode ? On aurait tout d'abord cherché à évaluer l'ensemble des flux de trésorerie (en prenant la moyenne de ces flux lorsque plusieurs scénarios se présentent), puis à déterminer leur date d'occurrence, et enfin à apprécier l'incertitude de cet ensemble de flux, à en déduire une prime de risque et le taux d'actualisation applicable. On le voit, le nouveau réseau de commercialisation aurait été pris en compte comme une espérance (une moyenne) de flux de trésorerie (dépenses et recettes) actualisée. Et le résultat ainsi obtenu aurait bien sûr été très différent de celui obtenu par la méthode des options réelles. Celle-ci nous aurait en effet amené à adopter une solution binaire : une prise en compte du réseau pour autant qu'il fût rentable, et une absence de prise en compte s'il s'était avéré déficitaire. La décision d'investissement aurait été prise ultérieurement, et non pas, comme le suppose la méthode des DCF, à la date de réalisation de l'ensemble des calculs.



LES OPTIONS REELLES PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG

Si la méthode des options réelles se distingue de celle des DCF, elle ne s'y oppose pas. Les options réelles vont le plus souvent conduire l'évaluateur à la mise en œuvre conjointe d'une évaluation par les DCF ou par les multiples. Reprenons notre exemple : ainsi que nous l'avons déjà précisé, le nouveau réseau de commercialisation sera valorisé par les options réelles, mais les activités traditionnelles par un DCF ou par les multiples.

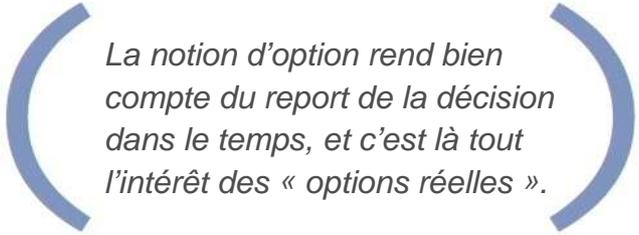
On peut estimer que la méthode des options réelles rend compte avec réalisme de la décision d'investissement. Elle pêche cependant par quelques défauts. Ils sont apparus en filigrane lors de la comparaison entre la méthode DCF et celle des options réelles. La valeur du réseau commercial par la méthode DCF a été estimée par la moyenne des différents scénarios caractéristiques de ce projet. Avec les options réelles, on a considéré que les scénarios défavorables (c'est-à-dire ceux pour lesquels l'investisseur s'appauvrit) conduisent à une absence d'investissement et donc à une absence de gains ou de pertes. En revanche, les scénarios favorables seront retenus dans l'évaluation et l'investisseur sera supposé percevoir les gains correspondants. La valeur de l'option sera calculée comme la moyenne actualisée des gains correspondant à ces seuls scénarios favorables. On comprend ainsi que les options réelles conduisent à une évaluation systématiquement supérieure à celle obtenue par les DCF. En principe, il n'y a là rien de surprenant puisque les DCF nous amènent à estimer dès aujourd'hui un investissement que l'on ne réalisera que dans plusieurs années, alors que dans la réalité on disposera de bien plus d'informations que maintenant, ce qui nous permettra d'éliminer des scénarios strictement inintéressants. Nos choix seront en fait plus éclairés (et plus judicieux) que ne le suppose la méthode DCF. Celle-ci serait en quelque sorte abusivement pessimiste.

Mais n'oublions pas que les options réelles ne mettent en jeu aucune contrepartie, signataire d'un quelconque contrat et prêt à prendre une position strictement inverse de la nôtre. La création d'une option est en fait laissée entièrement à notre guise. C'est ainsi par exemple que l'on pourra librement adjoindre à notre projet une seconde option de développement géographique sur un continent éloigné. On serait ainsi assurément conduit à une valorisation de l'entreprise (options comprises) supérieure ou égale à la valeur précédemment obtenue. Et tout vendeur d'entreprise aura bien sûr

intérêt à multiplier les éventuelles options auxquelles pourrait être confrontée l'entreprise, ... et tout acheteur à fortement se méfier de la méthode des options réelles.

Est-ce que cela condamne définitivement la méthode des options réelles ? Non, car ce serait oublier son grand avantage de correctement rendre compte du processus de décision d'investissement. Mais elle devra être utilisée lorsque les parties prenantes disposent d'une information identique quant à l'investissement, c'est-à-dire plutôt en interne au sein d'une même entreprise.

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



La notion d'option rend bien compte du report de la décision dans le temps, et c'est là tout l'intérêt des « options réelles ».



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

www.cncc.fr