

D

A

CONSULTING

# Evaluation de sociétés non côtées: quelles méthodes de valorisation retenir et quelles erreurs à éviter?

Nyuko – Mardi le 31 mai 2016

Conférence “ Chambre de Commerce -Business Mentoring”

# 1. Quelle est la “vraie” valeur de l’entreprise?

---

- **La vraie valeur = Le prix et les conditions auxquels se font et se clôturent la vente / l’acquisition d’une entreprise ou d’un actif entre parties indépendantes et libres dans une transaction “arm’s length”**
- Les méthodes de valorisation couramment utilisées servent d’indicateurs d’une “fair market value” ( FMV)
- Elles doivent être choisies et utilisées avec discernement ,réalisme et beaucoup de “business judgement” adapté aux circonstances
- Il faut aller bien au delà du simple exercice mathématique
- Dimension profondément stratégique et opérationnelle de création de valeur et de mesure de performances
- Choix des méthodes de valorisation et de leur mise en oeuvre en fonction des objectifs recherchés – les résultats peuvent varier de manière non négligeable

## 2. Pourquoi évaluer une entreprise ?

### Objectifs transactionnels

- Fusions & Acquisitions
- Transmissions d'entreprises & Succession planning
- Levée de fonds (capital, dette, financements hybrides...)
- IPO
- Restructurations ( Apports en nature, scissions, fusions...)
- Management Incentive Plans ( MIP)
- .....

### Exigences légales et contractuelles

- **Compliance related**
  - ❖ Reporting financier ( régulateurs, investisseurs...)
  - ❖ Reporting fiscal
- **Litiges & Arbitrages**
  - ❖ Dommages
  - ❖ Manques à gagner / Pertes de chance
  - ❖ Disputes entre actionnaires ou financiers
- **Autres raisons**
  - ❖ Outil de gestion de monitoring de performance stratégique
  - ❖ .....

Choix des méthodes de valorisation et de mise en oeuvre doivent répondre aux objectifs

# 3. Analyse critique / Pros et cons des différentes méthodes de valorisation

## Méthodes de valorisation

### ➤ DCF ( Discounted Cash flow) ou DDM

## Pros & Cons

- Valorisation „bottom up“ basée sur le business plan
- Réalisme des prévisions sous-jacentes de croissance normalisée sur un horizon temps
- Quel taux d'actualisation (Discount factor)?
- Terminal value – assez souvent de l'ordre de 50%
- Méthode privilégiée pour des entreprises et secteurs peu cycliques avec cash flows prévisibles et stables
- DCF utilisé très souvent en complément de la méthode des multiples

# 3. Analyse critique / Insuffisances des différentes méthodes de valorisation (suite)

Méthodes de valorisation	Pros & Cons
<ul style="list-style-type: none"><li>➤ <b>Méthodes des multiples (EBITDA, EBIT, PER.....)</b></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Simplicité, reflète les conditions du marché</li><li>▪ Nécessité de normaliser les „earnings“</li><li>▪ Difficulté de constituer un „peer group“ représentatif</li><li>▪ Accès à l'information</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>➤ <b>Méthode des comparables</b> <b>Analyse des transactions récentes</b></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Comparabilité des entreprises et des contextes</li><li>▪ Existence de données pertinentes suffisantes</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>➤ <b>Leveraged Buy Out Method</b> <b>Venture Capital („Ability to pay“ analysis)</b></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Approche „top down“ consistant à déterminer la valeur et le retour sur investissement (IRR; MOIC) exigé par l'investisseur compte tenu d'un ratio debt/equity prédéterminé</li><li>▪ Méthode utilisée fréquemment par des firmes de PE et VC</li></ul>

### 3. Analyse critique / Insuffisances des différentes méthodes de valorisation (suite)

Méthodes de valorisation	Pros & Cons
<ul style="list-style-type: none"><li>➤ <b>Approche patrimoniale; Actif net corrigé; „Stuttgarter Verfahren“</b></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Approche essentiellement comptable et historique, rendements futurs insuffisamment pris en compte; „tax driven“</li></ul>

# 4. Erreurs à éviter ( do's and don'ts)

---

- “ Garbage in – garbage out” > l'importance d'un business plan complet basé sur des hypothèses solides et réalistes
- Le B-plan doit être suffisamment robuste pour répondre aux questions des investisseurs
- “Due diligences” commerciales, technologiques, opérationnelles, financières, légales indispensables ...côté acheteur mais aussi vendeur
- Rester rationnel, garder un esprit auto-critique et éviter le “wishful thinking” sans tomber pour autant dans une “modestie” excessive
- L'importance d'un “business judgement” solide
- Eviter les approches trop mathématiques et mécaniques et ne pas avoir peur d'apporter des corrections de bon sens pour tenir compte des situations particulières et les spécificités de l'entreprise, de l'industrie et de la transaction
- Avoir recours à des méthodes de fiabilisation et de contrôle:
  - ❖ Utiliser différentes méthodes de valorisation pour déterminer une “fourchette de valeurs”
  - ❖ Combiner approches “bottom up” et “top down”
  - ❖ Analyse critique et explication des écarts constatés
  - ❖ Utilisation de “sparring partners” pour challenger le B-plan

# 4. Erreurs à éviter ( do's and don't's) - suite

---

- Utiliser différents scénarios de prévisions financières ( Best, Base, Worst case / Business plan avec croissance organique seule ou avec stratégie “ M&A”
- Analyses de sensibilité à différents facteurs ( taux de croissance; taux d'actualisation...)
- Pratiquer des “stress tests”
- Se mettre dans la peau de l'acheteur / du vendeur – ne pas sous-estimer les comportements irrationnels
- Le prix ne se limite pas au prix – importance de la structuration de la transaction et des terms & conditions
- Tenir compte de primes et décôtes qui peuvent être substantielles:
  - Prime de contrôle: capacité de déterminer la stratégie et de générer des synergies
  - Décôte d'illiquidité ( pas rare entre 20 et 40%)
  - Prime/ décôte de risque
- Garder à l'esprit stratégie et tactique de négociation
- Anticiper le financement
- Penser à l'exit



D

A

CONSULTING

Q & A

**Dan Arendt**

42, op Fankenacker | L-3265 Bettembourg

Tél / Fax: +352 52 16 39 | Mobile: +352 621 362 290

[arendt.consulting@pt.lu](mailto:arendt.consulting@pt.lu)