

Conférence IMA du 14 avril 2015

L'évaluation dans tous ses états

Les différents contextes d'évaluation

Quel est le degré de recours au marché ?

Pour évaluer : recours à des données de marché dans tous les cas

- Méthodes de marché : cours de bourse, multiples de marché (sociétés cotées comparables ou transactions intervenues dans le secteur)
- Autres méthodes Intrinsèques : DCF (flux dépendent du marché et aussi taux d'actualisation et croissance à l'infini), ANR (réévaluations souvent par référence au marché)

Dans la réalité des choses : On adapte selon le contexte de l'évaluation

- **Reporting financier** : Si le but est de s'assurer que les **valeurs au bilan** sont pertinentes : hypothèses de long terme, même si IAS 36 indique que la juste valeur est aussi une référence
- **Transactions : le marché servira de point de départ, mais il faut un vendeur et un acheteur**, c'est alors une affaire de négociation et de rapport de force
 - Si le marché est bas : le cédant ne vendra que s'il est pris à la gorge ou s'il a en face de lui un acquéreur qui a intérêt à acheter pour le long-terme
 - L'acquéreur de long-terme fera sa propre évaluation du prix maximum à payer : comme l'acquéreur de court terme il étudiera la probabilité de perte sur la période de détention, mais son horizon étant long : il prend en compte des paramètres long terme, ainsi que les synergies
- ⇒ • **Le prix issu de la transaction constituera en tout cas une nouvelle référence de marché**
- **Offre publique** : il s'agit de s'assurer que la valeur est équitable, l'AMF exige la mise en œuvre d'une évaluation multicritère avec analyse des divergences entre méthodes, et rejet de certaines méthodes

Quelques rappels sur la valeur de marché vs. Fair value

- IFRS 13 « *Fair Value measurement* » définit la juste valeur comme :
 - « **le prix qui serait reçu pour vendre un actif ou payé pour transférer un passif lors d'une transaction normale (« orderly transaction ») entre intervenants du marché (« market participants ») à la date d'évaluation** »

- Il s'agit ainsi d'un prix et non d'une valeur
 - Il s'agit également d'une mesure fondée sur le marché (avec une hiérarchie des données d'entrée, cf. slide suivante)

- Cette définition diffère de celle de l'IVSC :
 - L'IVSC distingue prix et valeur
 - A l'intérieur du concept « valeur », l'IVSC distingue les notions de
 - « market value »
 - « investment value »
 - « **fair value** » : « estimated price for the transfer of an asset or liability between identified knowledgeable and willing parties **that properly reflects the respective interests of those parties** »

La hiérarchie prévue par IFRS 13

- La norme établit une hiérarchie des données d'entrée plutôt que des méthodes
 - **Niveau 1** : cours de bourse pour un actif ou un passif identique dans un marché actif (§76) « *sur lequel les transactions ont lieu avec une fréquence et un volume suffisants pour fournir de façon continue une information sur le prix* »
 - Le cours ne doit pas être ajusté sauf dans certains cas (§79), dont notamment événements significatifs intervenus entre la clôture du marché et la date d'évaluation
 - Aucune décote de taille ne peut être prise en compte

L'ajustement à apporter, s'il est significatif, peut conduire à dégrader le niveau de l'input
 - **Niveau 2** : données observables directement ou non (§ 81 à 85)
 - cours de bourse pour un actif similaire dans un marché actif
 - cours de bourse pour un actif identique sur un marché inactif
 - autres données (taux d'intérêts, courbe des taux, volatilité, redevances ...)
 - données qui sont corroborées par des données observables de marché par corrélation ou par d'autres moyens (multiples, régressions...)
 - **Niveau 3** : données non observables (§ 89)
 - ce niveau inclut les données propres à l'entité
 - les données de l'entité doivent être ajustées si une information raisonnablement disponible indique que d'autres intervenants de marché auraient utilisé des données différentes
 - inclut également les données de marché historiques (volatilité historique)
- La juste valeur déterminée par DCF sera ainsi de niveau 2 ou 3 selon la nature des données utilisées

La hiérarchie des méthodes pour déterminer une valeur équitable

L'analyse multicritère

- **Primauté de l'analyse par les flux**

- dans la mesure où le plan d'affaires est raisonnablement fiable

- **Référence au cours de bourse**

- incontournable, si le flottant et la liquidité sont suffisants
- nécessite une analyse (évolution dans le temps, comparaison par rapport à l'indice, impact dilution, dividendes...)
- peut n'être retenu qu'à titre secondaire (cf slide 6 : offres publiques)

- **Application de multiples déterminés sur les sociétés cotées comparables ou cibles de transactions récentes dans le secteur**

- à titre principal s'il existe des sociétés réellement comparables et si l'information disponible est suffisante
 - La comparabilité s'apprécie en termes d'activité, de zone d'intervention, de taille, de croissance et de marge
 - Les sociétés cotées ne sont retenues que si leur flottant et leur liquidité sont suffisants et s'il existe un consensus d'analystes pertinent (plus de 2 analystes suivant la valeur)
 - Les transactions ne sont retenues que si elles sont récentes et si l'information publique est suffisante
- à titre de recoupement sinon

La juste valeur au sens de l'équité

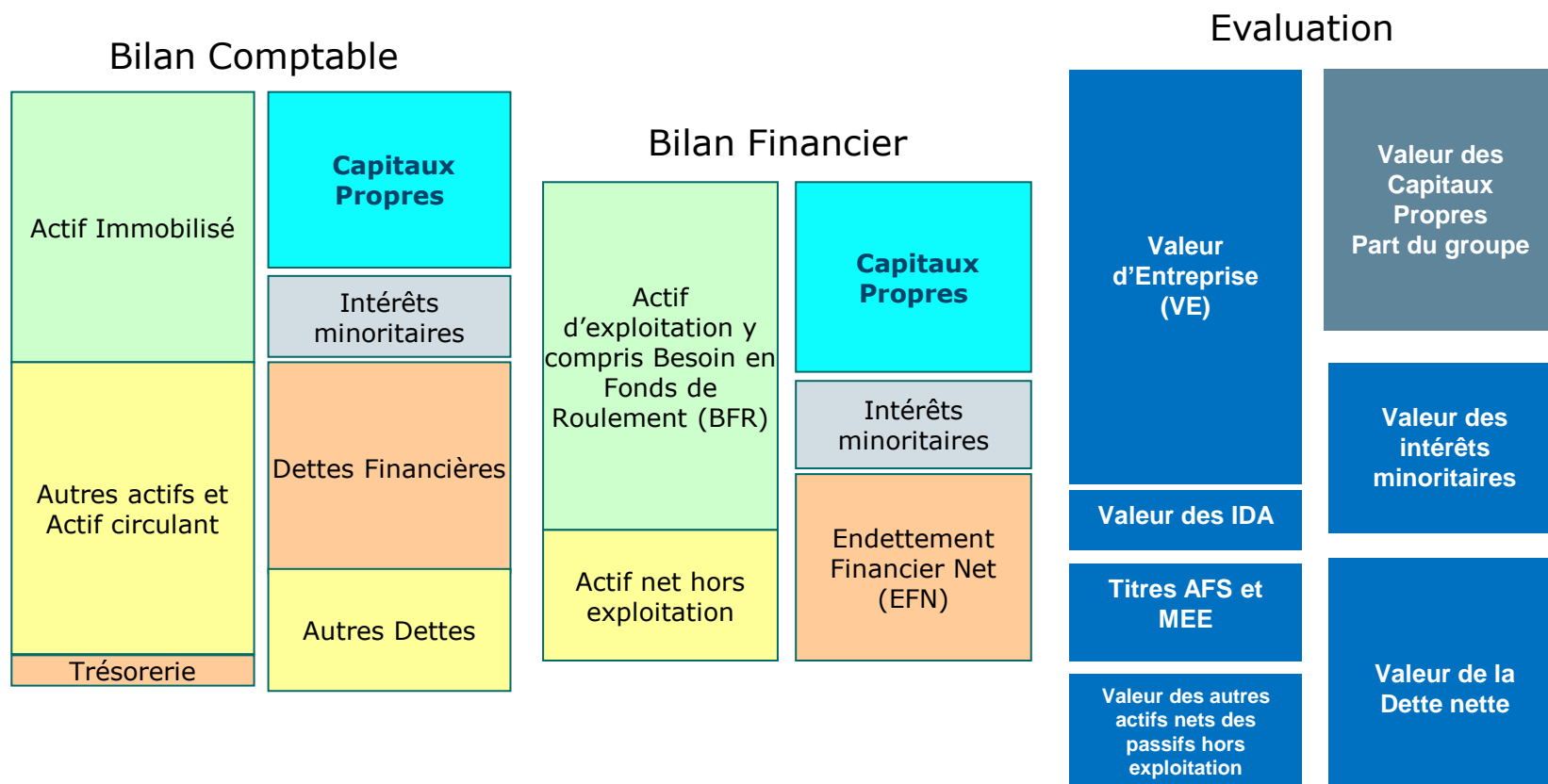
Offres publiques 2014

Cible	Prix d'offre	Dernier cours de bourse	DCF / DDM / ANR / SOTP	Comparables boursiers	Transactions comparables	Méthode du cours de bourse
Orege	4,20	3,69	3,64	3,18	NR	Titre secondaire
Neotion	5,00	2,63	4,36	3,56	NR	Titre secondaire
Homair Vacances	5,75	3,45	4,63	4,40	4,59	Titre principal
Cottin Frères	4,07	3,60	3,18	NR	NR	Titre indicatif
	4,07		2,79	NR	NR	Non retenue
Boursorama	12,00	9,83	10,30	10,30	NR	Titre secondaire
Systar	5,97	5,09	5,53	5,40	5,54	Titre principal
Bourbon	24,00	19,30	28,70	18,35	31,20	Titre illustratif
Systran	5,00	1,65	3,31	3,07	NR	Titre principal
Ciments Français	79,50	65,60	76,00	75,00	NR	Titre indicatif
Orchestra-Premaman	40,00	37,71	39,49	40,99	NR	Titre secondaire
Bull	4,90	4,01	4,31	4,40	2,96	Titre principal
	4,90	4,90	4,41	3,97	2,77	Titre d'information
Ermo	13,56	10,27	12,04	NR	NR	A titre indicatif
Groupe Steria SCA	21,53	15,74	19,98	16,11	NR	Titre principal
Foncière Développement Logements	21,80	20,60	20,30	22,73	NR	Titre secondaire
Carrefour Property Development	25,20	20,00	25,10	23,10	23,40	Titre secondaire
Groupe Promeo SA	33,50	20,94	29,93	NR	NR	Titre principal
CNIM	105,00	107,00	125,50	115,20	NR	Titre principal
Orosdi	138,01	NR	105,99	84,65	92,91	Non retenue
SIIC de Paris	23,88	18,85	23,56	16,29	23,71	Titre illustratif
Cameleon Software	2,20	1,99	1,85	NR	1,55	Titre de référence
Visiodent	1,80	1,15	1,50	1,48	1,57	Titre principal
Groupe Go Sport	9,10	4,25	7,20	4,00	NR	Titre principal
Générale de santé	16,00	15,50	14,72	16,28	14,87	Titre secondaire
Homair Vacances	8,70	8,24	8,66	8,89	NR	Titre principal
Bac Majestic	10,99	NR	-107,48	NR	NR	Non retenue
Millimages	25,52	NR	8,50	NR	16,73	Non retenue
Nexeya	16,40	13,87	15,70	15,81	NR	Titre de référence
Generix	2,20	1,89	2,31	1,50	NR	Titre de recoupement
Rocamat	0,05	NR	0,009	NR	NR	Non retenue
Havas	6,79	nc	6,91	6,03	NR	Titre principal (mais moyenne de cours)
CFI - Compagnie Foncière Internationale	1,06	na	1,05	NR	NR	Titre principal (mais moyenne de cours)

L'évaluation

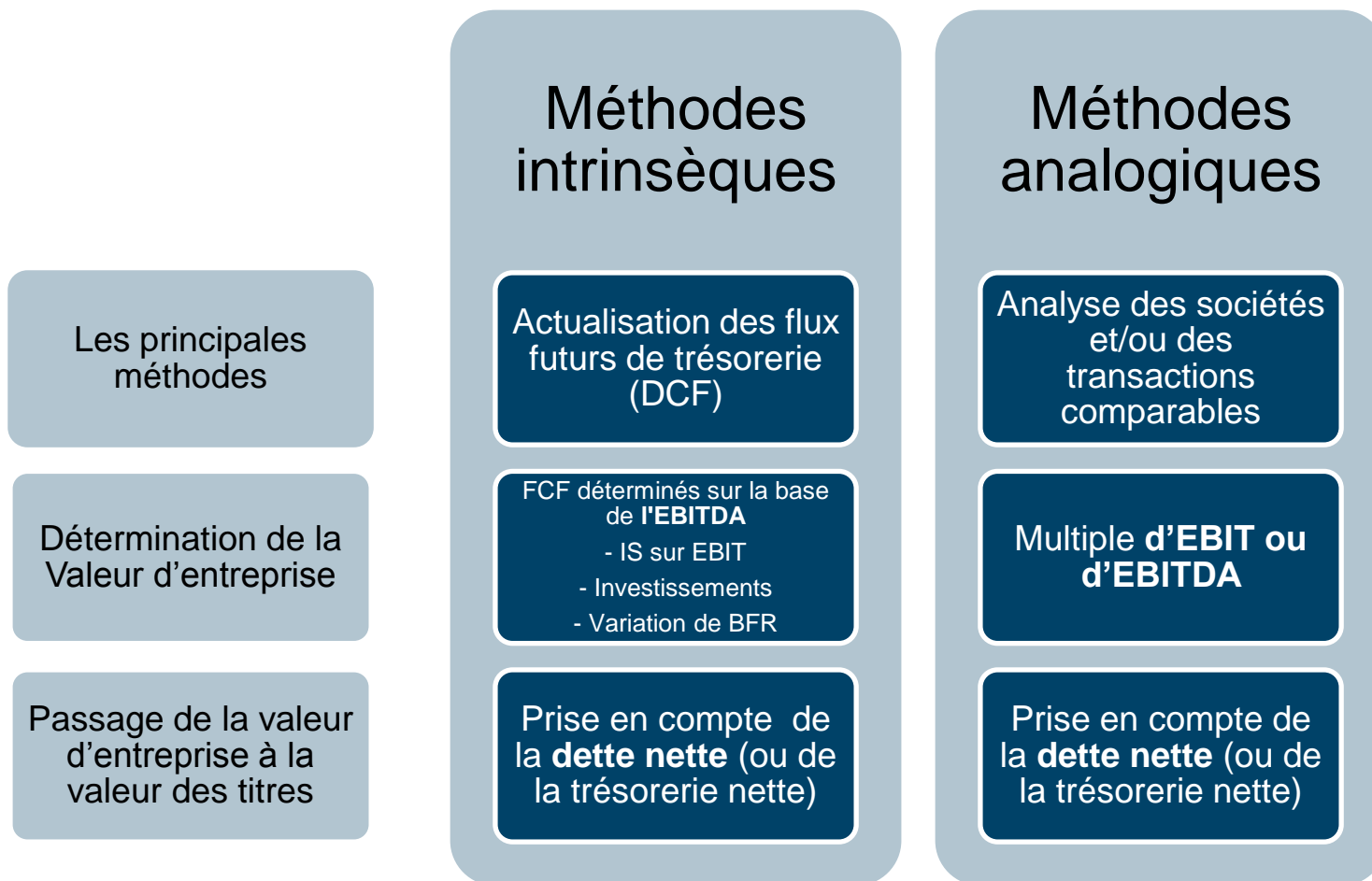
Du bilan comptable à l'évaluation

- Méthodes couramment utilisées permettent généralement de déterminer une valeur d'entreprise (VE)
- $VE = \text{valeur de l'actif économique} = \text{somme des flux actualisés} + VT = \text{multiple} * \text{l'agrégat le plus pertinent en fonction de l'activité de l'entité évaluée (CA ou Ebit ou Ebitda...)}$
- $\text{Valeur des capitaux propres} = VE + \text{actifs hors exploitation} - \text{passifs hors exploitation}$



Les méthodes d'évaluation

L'EBITDA et la dette nette sont des agrégats majeurs en matière d'évaluation d'entreprise



Méthode DCF

Rappels sur la mise en œuvre de la méthode

- **Analyse critique** du plan d'affaires
- Détermination des **free cash flows** sur la période explicite
- Etablissement si nécessaire d'une période d'extrapolation
- Détermination du **flux normatif (Fn)** et de la **valeur terminale (VT)**
- Détermination des **hypothèses financières**
 - Taux d'actualisation et croissance à l'infini
- Détermination de la valeur d'entreprise par **actualisation** des flux et de la valeur terminale

$$VE = \frac{FCF_1}{(1+t)} + \frac{FCF_2}{(1+t)^2} + \frac{FCF_3}{(1+t)^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+t)^n} + \frac{VT}{(1+t)^n}$$

avec

$$VT = \frac{\text{Free Cash Flow d'Exploitation Normatif (Fn)}}{t - g}$$

t = taux d'actualisation

g = taux de croissance à long terme



La phase d'analyse critique du business plan

La qualité de la valeur obtenue dépend des diligences pouvant être réalisées sur le BP

- **Préalable : comprendre le processus d'élaboration** (bottom up, approuvé en Conseil, caractère récent,...) et **analyser les écarts** entre réalisations et budget sur plusieurs années
- **Prévisions de croissance et de rentabilité** : s'appréciant au regard de la **performance passée** et d'une **analyse stratégique** de la société et de son environnement
 - analyse des taux de croissance (volume et prix) et de marge par produit
 - benchmarking des taux de croissance de l'activité et taux de marge par rapport aux anticipations attendues pour le secteur - positionnement de l'activité dans la séquence du cycle économique du secteur
 - analyse détaillée des **leviers fondamentaux de la performance opérationnelle** :
 - Quel est l'avantage compétitif ?
 - Quel est le levier opérationnel et la **flexibilité** de la structure ?
 - Quelle est la récurrence du résultat ?
 - analyse de la continuité d'exploitation (scenario de krach ne sont pas impossibles)
 - analyse de la façon dont les **restructurations permettront de compenser la baisse d'activité** et sous quel délai
 - capacité de la société à porter une **croissance interne** (par opposition à un scénario s'appuyant essentiellement sur des hypothèses de croissance externe très ambitieuses)
 - analyse de la cohérence d'ensemble : croissance et investissements, BFR, provisions, évolution du ROCE
 - taux de croissance à long terme et perspectives de croissance du PIB dans son ensemble
- Gardons en tête que les business plans pessimistes sont rares

Méthode DCF

La période de prévisions explicites et l'éventuelle extrapolation

- L'analyse doit permettre de s'assurer que :
 - l'intégralité des charges et produits d'exploitation ayant un effet cash ou quasi cash est prise en compte : Participation, Provisions d'exploitation, Restructurations
 - les effets non cash sont annulés (charges calculées (stock options))
- Elle doit aussi permettre de déterminer un niveau de résultat normatif, pérenne et récurrent (qui ne représente ni un haut, ni un bas de cycle)

	N	N+1	N+2	Flux terminal
Chiffre d'affaires	1 000	1 200	1 100	1 133
<i>Croissance</i>	-4,8%	20,0%	-8,3%	3,0%
Achats consommés	-100	-120	-110	-113
Charges externes	-100	-100	-100	-100
Charges de personnel	-200	-210	-200	-190
dont stock options	-20	-20	-20	0
dont retraites	-25	-25	-25	-25
Provisions	-50	-50	-90	-50
dont restructuration	-20	-20	-60	-20
dont actif circulant	-30	-30	-30	-30
Amortissements	-100	-105	-105	-100
dont PPA	-30	-30	-30	0
Résultat d'exploitation	450	615	495	580
EBITDA	570	740	620	680
Marge d'EBITDA	57%	62%	56%	60%

Les frais de R&D
représentent une charge
globale de 100 en N

Méthode DCF

Du résultat d'exploitation au flux

- Le flux est déterminé sur la base de l'EBITDA :

	N	N+1	N+2	Flux terminal
EBITDA	570	740	620	680
Impôt @ 35%	-175	-233	-191	-203
Capex	-120	-80	-100	-100
Variation BFR (@10% CA)	5	-20	0	-3
Free cash flow	280	407	329	374

- L'impôt est calculé sur le résultat d'exploitation (hors charges non déductibles) en utilisant le taux théorique d'impôt
 - L'impôt figurant dans les comptes intègre des éléments qui ne se dénoueront jamais en cash (impôts différés sur réévaluation d'éléments non destinés à être cédés ou sur réévaluation notionnelle d'actifs en monnaie fonctionnelle)
 - Les reports déficitaires sont évalués séparément sur la base du plan d'affaires
- Les capex sont normalisés de même que les amortissements (utilité du ROCE)
- La variation de BFR est normalisée

Méthode DCF

Le besoin en fonds de roulement

- Pour déterminer le BFR, **le bilan constitue le point de départ**

Stocks : 20

Clients : 100

Fournisseurs : 150



BFR comptable : -30

- Au cas particulier, l'activité génère un BFR égal à 10% du chiffre d'affaires (10% de 1000, soit 100) :
 - L'écart (130) doit être analysé
 - Il peut être dû à une dette fournisseurs non normative
 - Il sera alors reclassé en dette financière
- **D'une manière générale, le BFR doit être normalisé :**
 - Les positions atypiques de fin d'exercice doivent être retraitées (le BFR de clôture est souvent au plus bas)
 - Le caractère saisonnier doit être étudié en liaison avec les flux du plan d'affaires
 - Les cessions de créances, y compris sans recours, doivent être réintégrées

Méthode DCF

De l'utilité du ROCE (taux de rentabilité économique)

- $ROCE = \text{Résultat d'exploitation après impôt} / \text{Actif économique}$
- **L'évolution du ROCE**, calculé sur des bases comptables, est intéressante à suivre dans le temps
 - Un ROCE instable signifie que la marge d'EBIT n'est pas normative ou que la rotation de l'actif économique n'est pas mature
 - En effet : $ROCE = \text{Résultat d'exploitation après IS} / \text{Chiffre d'affaires} * \text{Chiffre d'affaires} / \text{Actif économique}$
 - Déterminer un flux normatif nécessite que le ROCE se soit stabilisé
 - Un ROCE prévu en augmentation significative signifie en général qu'une croissance est attendue après une phase d'investissement
 - Un ROCE qui décroît peut signifier qu'un plan de capex important est prévu sans qu'une croissance soit modélisée au terme du plan
- **Ne pas demander au ROCE plus qu'il ne peut donner :**
 - Certains théoriciens partent des équations suivantes :
 - $\text{Actif économique} = \text{EBIT après IS} / ROCE$,
 - $\text{Actif économique en valeur réelle} = \text{Valeur d'entreprise}$
 - Or $\text{valeur d'entreprise (à terme)} = \text{Flux normatif} / (t-g)$
 - Sous l'approximation : $\text{EBIT après IS (à terme)} = \text{Flux normatif}$, on pourrait en déduire : $ROCE = t-g$
- Tant que le ROCE est déterminé sur des bases comptables, il n'est pas possible de lier ROCE et taux d'actualisation

Méthodes analogiques

Principe

- Les méthodes analogiques sont fondées :
 - sur les **multiples boursiers** des sociétés comparables
 - et/ou sur les **transactions comparables** : l'intérêt de la méthode des transactions comparables est notamment de faire ressortir la prime de contrôle lorsque la transaction a donné lieu à un changement de contrôle de la cible => le plus souvent, les multiples extériorisés sur la base de la méthode des transactions comparables sont supérieurs aux multiples extériorisés par la méthode des sociétés comparables cotées

Multiples boursiers	Multiples de transactions
1. Constituer un échantillon de sociétés comparables dont le cours est significatif	1. Constituer un échantillon de transactions portant sur des sociétés comparables
2. Calculer les multiples des sociétés de l'échantillon en ramenant leur valeur boursière ou valeur d'entreprise aux agrégats comptables : <ul style="list-style-type: none"> - des prévisionnels de l'exercice en cours et des deux suivants 	2. Calculer les multiples des sociétés de l'échantillon en ramenant les prix payés (majorés le cas échéant de la dette nette) par les acquéreurs aux agrégats comptables : <ul style="list-style-type: none"> - du dernier exercice clos le cas échéant - du prévisionnel de l'exercice en cours

Méthodes analogiques

Retraiter et analyser les données historiques de l'échantillon

- L'application d'un multiple n'est pertinente que si :
 - l'indicateur financier retenu est **déterminé de la même manière** dans la société à évaluer et chez ses comparables
 - l'activité et le mode d'exploitation sont suffisamment similaires pour ne pas induire de biais dans le calcul de la performance
- En pratique, les échantillons peuvent contenir des sociétés n'utilisant pas le même référentiel :
 - Attention aux éléments suivants : Recherche et développement, Locations financières, Impôts différés, Engagements de retraite, SOP



Retraiter les comptes des comparables à l'aide de l'information disponible : l'idéal est de se rapprocher le plus possible d'une vision cash dans toutes les sociétés

- Il n'est pas rare que le mode d'exploitation ne soit pas totalement comparable entre les sociétés de l'échantillon et entre l'échantillon et la société évaluée
 - Location vs propriété des actifs d'exploitation
 - Activité secondaire plus ou moins capitalistique
 - ...



Choisir l'indicateur financier le moins biaisé

Méthodes analogiques

Les différents multiples utilisables

$x CA = VE / CA$	Permet d'approcher la valorisation d'une société par sa part de marché indépendamment de sa structure financière ou de sa rentabilité Hypothèse implicite de rentabilité normative
$x EBITDA = VE / EBITDA$	Tient compte de la rentabilité indirectement issue de l'exploitation et neutralise les différences de durée d'amortissement Hypothèse implicite d'homogénéité des niveaux d'investissement
$x EBIT = VE / EBIT$ (EBIT avant ou après IS)	Tient compte de la rentabilité directement issue de l'exploitation après prise en compte de la politique d'amortissement Approche souvent privilégiée
$x EBITDA - Capex$	Variante intéressante car neutralise les différences de politique d'amortissement mais tient compte de l'investissement
$PER = V_{FP} / RN$ (PER : Price Earning Ratio)	Multiple fortement influencé par les choix comptables
$Price to Book = V_{FP} / FP$	Multiple peu utilisé, sauf dans le secteur bancaire

- Les multiples d'Ebitda (ou EBITDA-Capex) et d'Ebit sont souvent privilégiés et devraient conduire aux mêmes résultats
- Quand retenir l'Ebitda plutôt que l'Ebit ?
 - Politiques d'amortissement très différentes
 - Intensité capitalistique différente sur les activités non comparables
- Quand retenir l'Ebit ?
 - Intensité capitalistique différente sur activités comparables (société qui loue ses équipements vs qui en est propriétaire, société qui passe en charges ses frais de R&D vs société qui les immobilise)

Méthode des comparables boursiers

Quelques difficultés

- Echantillon de sociétés comparables

Sociétés	VE	EBITDA	Amt R&D	EBIT ⁽²⁾	Multiples VE/EBITDA	Multiples VE/EBIT
A	1000	100 ⁽¹⁾		100	10	10
B	2000	250	50	200	8	10
C	3200	400	100	300	8	10,7
Moyenne					8,7	10,2
⁽¹⁾ Après une charge de R&D de 10						
⁽²⁾ Pas de SOP et pas d'amortissement autre que R&D						

- Société à évaluer

- EBITDA : 570 (après frais de R&D de 100). VE avant retraitement : $8,7 \times 570 = 4\,940$
 - Retraitement d'homogénéisation indispensable, selon 2 méthodes
 - Neutralisation frais de R&D : le multiple moyen devient 8,4 et l'EBITDA retraité 670, d'où $VE = 5\,604$
 - Intégration amortissement R&D dans l'EBITDA : $x \text{ d'EBITDA} = x \text{ d'EBIT}$: biais à éviter (sauf exception)
- EBIT = 450 (après SOP : 20 et amortissements = 100 dont PPA : 30)
 - VE sur la base d'un multiple non retraité = $10,2 \times 450 = 4\,590$
 - EBIT hors SOP et PPA = 500
 - VE correctement déterminée = $500 \times 10,2 = 5\,100$

Méthode des comparables boursiers

Le traitement comptable des loyers – Incidence du nouveau projet lease

- Echantillon de sociétés comparables :

Sociétés	Capitalisation boursière	Dette nette	Passifs de loyer	VE		EBITDA		Multiples	
				VE hors loyers	VE	EBITDA	EBITDAR	VE hors loyers / EBITDA	VE / EBITDAR
A	700	300	-	1000	1000	100	n.c.	10,0x	n.c.
B	1600	400	400	2000	2400	250	400	8,0x	6,0x
C	2000	1200	600	3200	3800	400	550	8,0x	6,9x

- L'évaluateur devra analyser la **consistance de l'EBITDA et de la dette nette** :
 - L'information financière disponible permettra-t-elle d'effectuer cette analyse ?
- Il existe une part de subjectivité dans la notion « d'**intérêt économique important** » à renouveler
 - **Combien d'annuités de loyers au bilan ?**
- Le **multiple moyen** (ou médian) est ensuite appliqué à l'EBITDA de la société à évaluer (VE)
 - Quelle moyenne ? (7,6 ou 8,7 ?)
- La dette nette de la société à évaluer est enfin retranchée de la VE obtenue
 - **Cohérence entre niveau de multiple et niveau de dette ?**

Incidence du nouveau projet Lease sur la méthode DCF

Contrats de location

- Flux de trésorerie et dette nette doivent être déterminés sur des bases cohérentes
- Si la dette ne prend en compte qu'un nombre limité d'annuités de loyers (3, 5 ans...)
 - ⇒ les flux subséquents et le flux terminal devront être retraités d'un loyer normatif (ou d'un investissement)
- Le projet de norme pourrait conduire à « surévaluer » la valeur d'entreprise des sociétés en l'absence de retraitement du flux normatif

Contrat de location simple IAS 17 actuel

Taux d'actualisation	10%
Croissance annuelle	1,50%

Années	1	2	3	4	5	VT
EBITDA avant loyers	1 000	1 015	1 030	1 046	1 061	1 077
loyers	-155	-155	-155	-155	-155	-155
EBITDA / EBIT après loyers	845	860	875	891	906	922
IS à 33%	-279	-284	-289	-294	-299	-304
FCF	566	576	586	597	607	618
coef d'actualisation	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	
EBITDA actualisé	515	476	441	408	377	

Flux explicites	2 216
VT actualisée	4 514
Valeur d'entreprise	6 730
Dette nette	-500
Valeur des titres	6 230

Multiple d'EBITDA
induit
8,0

Contrat de location ED 2013/6 - Type A

Contrat de location sur 5 ans (taux 6%)

Loyer : 155 (à terme échu)

Valeur actualisée des loyers : 655, d'où un amortissement annuel de 131

Années	1	2	3	4	5	VT
EBITDA retraité*	1 000	1 015	1 030	1 046	1 061	922*
Amortissement	-131	-131	-131	-131	-131	
EBIT	869	884	899	915	930	922
IS sur EBIT	-287	-292	-297	-302	-307	-304
FCF	713	723	733	744	754	618
coef d'actualisation	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,62
FCF actualisé	648	598	551	508	468	384

* Ebitda retraité avant loyers sur le plan, et net des loyers sur la VT

Flux explicites	2 774
VT actualisée	4 514
Valeur d'entreprise	7 288
Dette nette (-500-655)	-1 155
Valeur des titres	6 133

Multiple
d'EBITDA induit
7,3

* si flux non retraité (1 077), valeur = 6 891

Rappel dispositions du projet ED 2013/6 contrats type A et B

Contrats de location

- Les contrats de type B auraient risqué d'être pénalisés en termes de valorisation :
 - Flux impactés par les loyers
 - Et dette augmentée du passif de loyers

Type A ⁽¹⁾						
Années	1	2	3	4	5	VT
EBITDA retraité*	1 000	1 015	1 030	1 046	1 061	922
Amortissement	-131	-131	-131	-131	-131	
EBIT	869	884	899	915	930	922
IS sur EBIT	-287	-292	-297	-302	-307	-304
FCF	713	723	733	744	754	618
coef d'actualisation	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,62
FCF actualisé	648	598	551	508	468	384

* Ebitda retraité avant loyers sur le plan, et net des loyers sur la VT

Flux explicites	2 774
VT actualisée	4 514
Valeur d'entreprise	7 288
Dette nette (-500-655)	-1 155
Valeur des titres	6 133

Multiple d'EBITDA induit 7,3

Type B ⁽²⁾						
Années	1	2	3	4	5	VT
EBITDA	845	860	875	891	906	922
Amortissement	0	0	0	0	0	0
EBIT	845	860	875	891	906	922
IS sur EBIT	-279	-284	-289	-294	-299	-304
FCF	566	576	586	597	607	618
coef d'actualisation	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,62
FCF actualisé	515	476	441	408	377	

Flux sur le plan	2 216
VT actualisée	4 514
Valeur d'entreprise	6 730
Dette nette (-500-655)	-1 155
Valeur des titres	5 575

Multiple d'EBITDA induit 8,0

(1) Contrat de type A : si l'actif sous-jacent est autre qu'un bien immobilier (ex : matériel, voiture...)

(2) Contrat de type B : si l'actif sous-jacent est un bien immobilier

De la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

- Principaux éléments du passage VE / VCP :

Valeur d'entreprise

- valeur de l'endettement financier net
- + valeur de marché des actifs hors exploitation nette d'IS
- valeur des intérêts minoritaires

Valeur des capitaux propres

- Dette financière nette :
 - Dette cotée
 - Dette bancaire classique portée jusqu'à son échéance
 - Dette à renégocier
 - Trésorerie
 - Valeur des options de couverture et autres instruments financiers
- Actifs et passifs hors exploitation :
 - Actifs financiers : titres de participation non consolidés, prêts et créances financières
 - Titres mis en équivalence (si non inclus dans le résultat d'exploitation du BP)
 - Impôts différés (si non valorisés dans la VE et s'il s'agit de déficits reportables)
 - Actifs devant être cédés
 - Passifs financiers (earn out, put...)
 - Certaines provisions à caractère de dette
- Intérêts minoritaires : évalués sur la base de la valeur des filiales concernées

Analyse des provisions : exploitation ou hors exploitation

- Question fondamentale : le décaissement lié aux provisions est-il pris en compte dans les flux du BP ?
 - si oui : ne pas déduire les provisions de la valeur d'entreprise
 - si non : s'interroger sur le risque de sortie de cash

- Cas particulier des provisions pour retraite :
 - L'engagement provisionné au passif correspond à une approximation de ce qui est dû au personnel à date :
 - compte tenu de l'ancienneté des salariés
 - et d'hypothèses de turnover, de mortalité, de montant dû à terme et de taux d'actualisation
 - sous déduction de la valeur des actifs affectés à la couverture de cette dette actuarielle
 - La charge de retraite correspond aux droits acquis par le personnel au cours de l'année et à la désactualisation de l'engagement passé
 - elle est généralement intégrée dans les charges de personnel
 - attention désactualisation parfois prise en compte en résultat financier
 - La provision pour retraite constitue un élément du besoin en fonds de roulement (dette sociale) dans la mesure où :
 - la pyramide des âges est équilibrée
 - la charge de retraite est intégrée dans le plan d'affaires

Plan de stock options et intérêts minoritaires

- Plans de stock options :
 - Dénouement en cash : il s'agit d'une dette à prendre en compte dans le passage VE / VCP
 - Dénouement en titres : impact sur la valeur par action (cash lié au prix d'exercice et nombre de titres)
- Intérêts minoritaires
 - Doivent être évalués sur la base de la valeur des filiales concernées

Le passage VE / VCP est-il le même dans toutes les méthodes ?

- Dans certains cas, la dette doit être corrigée dans la méthode des multiples
 - Restructurations futures, démantèlement, litiges pris en compte dans les flux du plan d'affaires
 - Impôts différés pris en compte dans les flux
 - Investissements futurs contribuant à la génération d'EBITDA
- Approche simplifiée pour déterminer la VE des comparables permettant de calculer des multiples
 - Minoritaires : souvent en valeur comptable faute d'information suffisante
 - Impôts différés : souvent en valeur comptable faute d'information suffisante

2 avenue Hoche - 75008 Paris

Tél : 01 44 15 15 15

Fax : 01 44 15 25 50

Sonia Bonnet-Bernard

01 44 15 25 18