

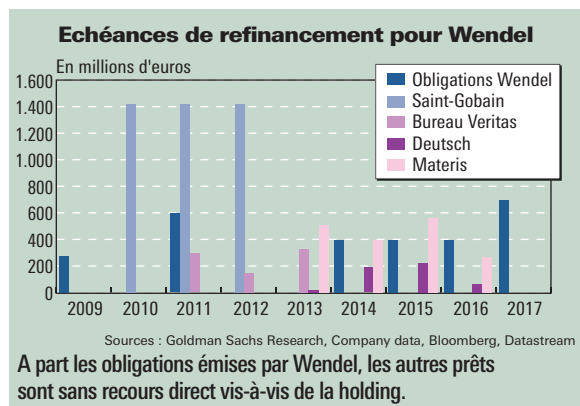
## Ces holdings doivent-elles rester cotées ?

leur niveau s'ils veulent plus de risques.

« Pour autant, il ne faut pas oublier que les prêts LBO non cotés et les 'margin loans' montés pour prendre des participations dans des sociétés cotées sont pour les banquiers 'sans recours' au-delà des garanties prévues », rappelle Julien Guez, analyste chez Aurel BGC. Ce sont donc les banques qui assument l'essentiel du risque de se retrouver avec des titres à revendre dans un environnement défavorable. « En imaginant un cas extrême où Saint-Gobain perdrait toute sa valeur jusqu'à 0, cela représenterait encore 500 millions d'euros en appels de marge, ce qui ne remet en cause ni notre solvabilité, ni la poursuite de nos activités », estime Bernard Gautier, membre du directoire de Wendel, en évoquant un niveau d'actifs disponibles de 2,4 milliards d'euros entre la trésorerie et les titres liquides.

### Paradoxe

« L'ensemble de notre portefeuille comporte un levier moyen de 2,3 fois l'Ebitda raisonnable, et nos emprunts obligataires des échéances lointaines et étalées », poursuit l'investisseur. Il évoque, à propos de Wendel, « un animal particulier », à mi-chemin entre l'horizon d'investissement très long terme des industriels et les pratiques plus moyen terme du *private equity*. Prudente, Eurazeo a aussi conservé un matelas de trésorerie (plus de 300 millions d'euros) et de titres cotés rentables (400 millions d'euros) comme variable d'ajustement.



Jean-Florent Rérolle,  
managing director de la banque conseil Houlihan Lokey à Paris

### L'AVIS DE...

« La crise favorise la valeur fondamentale »

#### La valeur de ces holdings cotées est-elle aujourd'hui faussée ?

Cette question se pose pour toutes les sociétés cotées. Les cours actuels reflètent les anticipations pessimistes des investisseurs sur la rentabilité et le risque futurs. De ce point de vue, la valeur fondamentale des entreprises a certainement baissé. Mais d'autres facteurs semblent jouer un rôle essentiel : la psychologie des marchés et leurs comportements mimétiques dans des situations d'incertitude extrême, ou encore un volume de liquidités disponibles limité. Les holdings n'échappent pas à ces phénomènes.

#### Quelles sont les méthodes à privilégier pour évaluer leurs participations non cotées ?

Dans le cadre des principes comptables, la « fair value » applicable au non-coté est un concept théorique puisque c'est la valeur qui découlerait d'une transaction hypothétique entre parties consentantes et bien informées. Cette définition nous invite à prendre comme convention d'évaluation une approche fondée sur la rentabilité intrinsèque de la société, ajustée par son niveau de risque. Lorsque les marchés reflètent correctement cette

convention, on peut utiliser les cours de sociétés comparables. Mais aujourd'hui, cette méthode doit être prise avec circonspection : elle impose de retirer les éléments exogènes précités, ce qui est compliqué. La crise nous conduit à revenir aux principes fondamentaux en privilégiant la méthode des flux de liquidités disponibles (« discounted cash-flow »).

#### Mais les plans de développement sont de moins en moins crédibles...

Il faut éviter les confusions : prendre un multiple revient ni plus ni moins à prendre une hypothèse de rentabilité (Ebit, Ebitda, résultat net) que l'on projette à l'infini. La méthode DCF a l'avantage d'être fondée sur des hypothèses explicites qui peuvent être auditées. Il serait d'ailleurs étonnant qu'un investisseur professionnel et les banques qui ont financé son acquisition sur la base des *cash-flows* futurs rejettent soudainement cette analyse. Cette méthode présente, tant pour les administrateurs que les investisseurs, une qualité essentielle à la confiance : la transparence. Seul biais possible : lorsque l'évaluation est effectuée par les équipes d'investissement. C'est pourquoi certaines font régulièrement appel à des experts indépendants pour mieux cerner leur portefeuille.

« Il n'en reste pas moins qu'elle tient assurément à sa part dans Danone et ne la céderait pas comme cela », reprend un analyste. Et de remarquer qu'une telle participation (5,3 % du capital) n'est pas aisément cessible.

« Doivent-elles rester cotées ? », ont lancé certains observateurs en évoquant le paradoxe de ces holdings : elles se veulent des investissements professionnels de long terme, rompues aux techniques du LBO, avec l'avantage du capital permanent par rapport aux fonds ; simultanément, cet avantage devient un inconvénient dans la mesure où, en acceptant de subir les aléas de la cotation, elles doivent quotidiennement rendre des comptes, ce que ne doivent pas faire les Colony, également investisseur dans Accor ou dans Carrefour (avec Arnault), ou PAI, qui a réalisé un place-

ment qualifié par certains analystes de désastreux dans Atos Origin.

Cette double sanction se retrouve dans la réflexion d'un analyste qui estime « insuffisante » la décote actuelle de 20 % de l'action de Wendel sur son actif net réévalué (ANR), en comparaison à la traditionnelle « décote de holding » de 15 % habituellement imputée pour cause de « double gestion » des entreprises sous-jacentes. « Au cours actuel, notre décote est plutôt de 60 % sur la base des estimations d'analystes sur notre ANR, et Eurazeo est valorisée par le marché moins que notre trésorerie ajoutée de la valeur de nos seuls titres cotés », conclut Philippe Audouin, estimant, finalement comme les consensus des dernières semaines, que certaines holdings ont déjà suffisamment « trinqué »... ■