



Les petits déjeuners de la SFEV

- Opportunité d'échanger entre professionnels
- Sur des thèmes techniques
 - La cohérence dans l'application des méthodes d'évaluation
 - L'évaluation fiscale
 - Le WACC
 - Les standards minimum d'une évaluation
- Sujet présenté par un animateur
 - Présente le thème
 - Lancer le débat
- Réservé aux adhérents de la SFEV

Le principe de cohérence dans l'évaluation multicritères

- L'intérêt du sujet
- Les incohérences
 - Internes
 - Relatives
- Les pistes d'amélioration
- Discussion



Les approches multicritères multiplient les risques de contradiction dans les évaluations

- La démarche multicritères est requise dans la réglementation boursière
 - Définir la méthode la plus adaptée au cas à traiter
 - Mettre en œuvre les deux familles de méthodes
 - Intrinsèque
 - Analogique
 - Confronter les résultats aux références disponibles
 - Expliquer les choix et les exclusions
- Elle multiplie les risques d'incohérence
 - En « obligeant » l'évaluateur à utiliser des méthodes dont les fondements, la nature et les degrés de sophistication sont différents,
 - Elle accroît les risques d'incohérence
 - Incohérences internes possibles dans toute évaluation
 - Incohérences relatives

L'évaluateur doit être particulièrement attentif à la cohérence de son évaluation

- Le principe de cohérence est affiché clairement par l'AMF
 - Paramètres financiers retenus dans la méthode intrinsèque
 - Taux / Risque
 - Valeur terminale
 - Choix de l'échantillon (comparabilité, paramètres)
- Son respect est une condition de la force pédagogique de l'évaluation
- Il est plus facile de remettre en cause le travail de l'expert en critiquant la logique de son travail que les hypothèses utilisées pour l'évaluation.
- L'évaluateur pourrait voir ses travaux critiqués ou remis en cause par :
 - Les actionnaires
 - L'AMF
 - Son organisation professionnelle
 - Les juges

Les incohérences internes dans la méthode intrinsèque

- Un taux d'actualisation incohérent avec les flux utilisés

Type de CF	Taux d'actualisation	Valeur de marché
CFD	K_d	Dettes
CFE	K_e	Fonds Propres
FCF	$Wacc$	Firme
FCF	K_u	Firme non endettée
TS	K_{ts}	Economies fiscales

- Une sous-estimation ou une surestimation du risque
 - Utilisation de flux probables considérés comme espérés
 - Ajout d'une prime de risque spécifique à des flux espérés
- Un traitement inapproprié des économies fiscales
- Une valeur terminale incohérente
 - Un multiple arbitraire
 - Croissance à l'infini non supportable
 - Analyse stratégique anémique

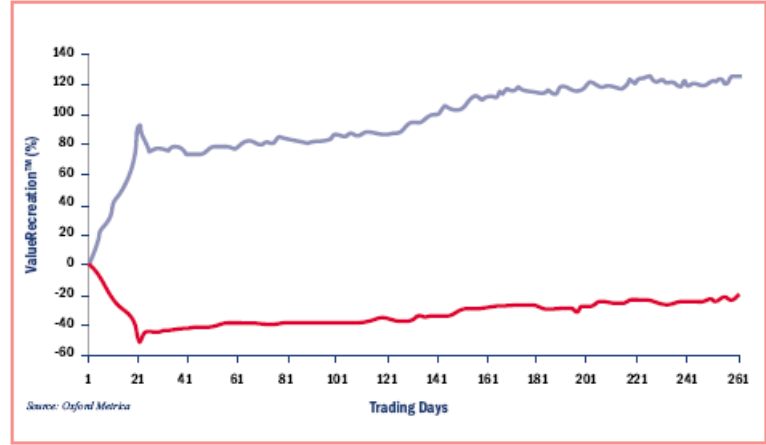


Les incohérences internes dans la méthode analogique

- Un échantillon d'entreprises dissemblables...
 - Risque, rentabilité, croissance
 - Secteur / Modèle de développement / Stratégie
- ...Ou inutilisables
 - Titres à la liquidité limitée
 - Ou dont le cours est ...assisté
- Des données financières hétérogènes
 - Principes comptables différents
 - Des situations de marché exceptionnelles
- L'utilisation conjointe de plusieurs types multiples
- L'hypothèse de stationnarité et de linéarité



Des situations de marché exceptionnelles compliquent l'analyse



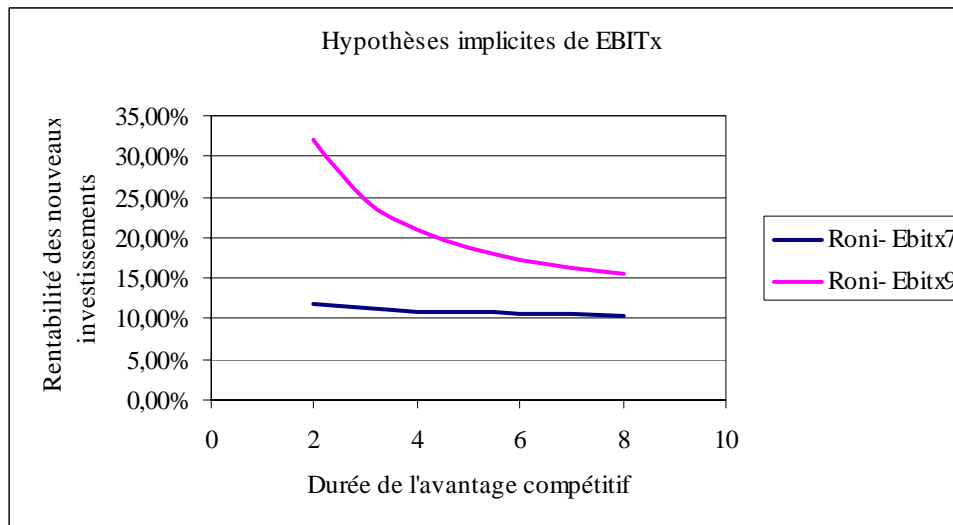
Les incohérences relatives entre les méthodes sont trop souvent négligées (1)

- Absence d'une réconciliation rigoureuse du résultat des méthodes
 - La décote de minorité
 - La méthode des multiples est généralement considérée comme une approche valorisant une part minoritaire alors que le DCF est généralement considéré comme valorisant une part majoritaire
 - Mais, sauf peut être pour les pays émergents, la décote de minorité peut être discutée
 - Le système de gouvernance est là pour empêcher les bénéfices privés
 - Les squeeze out aboutissent à des primes de minoritaires
 - Les multiples intègrent toutes les anticipations des investisseurs
 - » probabilité d'un changement de contrôle avec les effets positifs que cela entraînerait,
 - » valeur des options de croissance futures (qui ne sont généralement pas dans le DCF)
 - La décote de liquidité
 - Elle n'est généralement pas appliquée lorsque l'évaluation est majoritaire
 - La question se pose lorsque l'on évalue une participation minoritaire: quelles sont les options de sorties ou de liquidité pour le minoritaire ?
 - Malgré une différence importante entre les valeurs obtenues :
 - Acceptation des projections du management (ou de sa vision à l'égard du marché financier)
 - Maintien (ou rejet pur et simple) de l'analyse des comparables



Les incohérences relatives entre les méthodes sont trop souvent négligées (2)

- Incohérence entre les hypothèses explicites retenues pour l'approche intrinsèque et celles contenues implicitement dans les multiples utilisés



Hypothèses : 10% Wacc ; 80% taux d'investissement; 35% IS

EBITx 7	A	B	C
Roni	20%	12%	11,7%
COC	10%	10%	12%
IS	35%	35%	20%
Croissance	2,0%	3,6%	5,8%
CAP	3	7	5

Illustration des défauts d'une analyse par les multiples (1)

- L'entreprise cible à la même rentabilité que la moyenne du secteur (35% de marge). Sa croissance et la rentabilité de ses nouveaux investissement sont inférieurs à ceux du secteur. Elle est moins risquée, mais son avantage compétitif semble plus fragile.
- Quel est le multiple de l'EBIT applicable ?

	X	Y	Z	Moy	Cible
Sales	215	1000	1500		626
EBIT	64	299	623		223
Valeur d'entreprise	704	2900	4719		?
Multiple Sales	3,27	2,90	3,15	3,11	1945
Multiple EBIT	10,93	9,68	7,57	9,40	2098
Croissance	3,00%	4,80%	6,80%	4,87%	4,20%
RONI	15,00%	16,00%	17,00%	16,00%	14,00%
Years	4	10	8		5
COC	8%	9%	10%		7%

Illustration des défauts d'une analyse par les multiples (2)

- En réalité, le multiple applicable en fonction des paramètres clés de l'entreprise cible (Roni, Risque, durée de l'avantage compétitif ...) est de 11,4 x l'EBIT et non de 9,4.
- Une analyse classique sous estimera la valeur d'environ 20%.

	X	Y	Z	Moy	Cible	Erreur
Sales	215	1000	1500		626	
EBIT	64	299	623		223	
Valeur d'entreprise	704	2900	4719		2536	
Multiple Sales	3,27	2,90	3,15	3,11	1945	-23,33%
Multiple EBIT	10,93	9,68	7,57	9,40	2098	-17,28%
Croissance	3,00%	4,80%	6,80%	4,87%	4,20%	
RONI	15,00%	16,00%	17,00%	16,00%	14,00%	
Years	4	10	8		5	
COC	8%	9%	10%		7%	



Pistes de réflexion pour améliorer la cohérence des évaluations

- Etre plus rigoureux dans l'identification du standard de valeur applicable
- Etre explicite sur le niveau de valeur examiné
- Approfondir la réflexion sur le contexte de l'opération ou de l'entreprise
- Etre plus analytique dans l'application des multiples





Etre plus rigoureux dans l'identification du standard de valeur applicable

- Intrinsic Value

- Intrinsic value is the “true” or “correct” value of the property resulting from a rigorous analysis of all factors fundamental to value.

- Fair Market Value

- The fair market value of a going concern and its value-in-exchange are synonymous terms. The fair market value is defined as the cash equivalent price at which a property would change hands between a hypothetical seller willing but under no compulsion to sell and a hypothetical buyer willing but under no compulsion to buy, both having reasonable knowledge of relevant facts.

- Investment Value

- The investment value of a going concern is equivalent to its value-in-place. Investment value is the value of a property for a specific use or to a specific user, reflecting the expected utility and/or profitability of the property. More specifically, it is the present value to a particular investor or group of investors of the expected future monetary benefits of ownership.

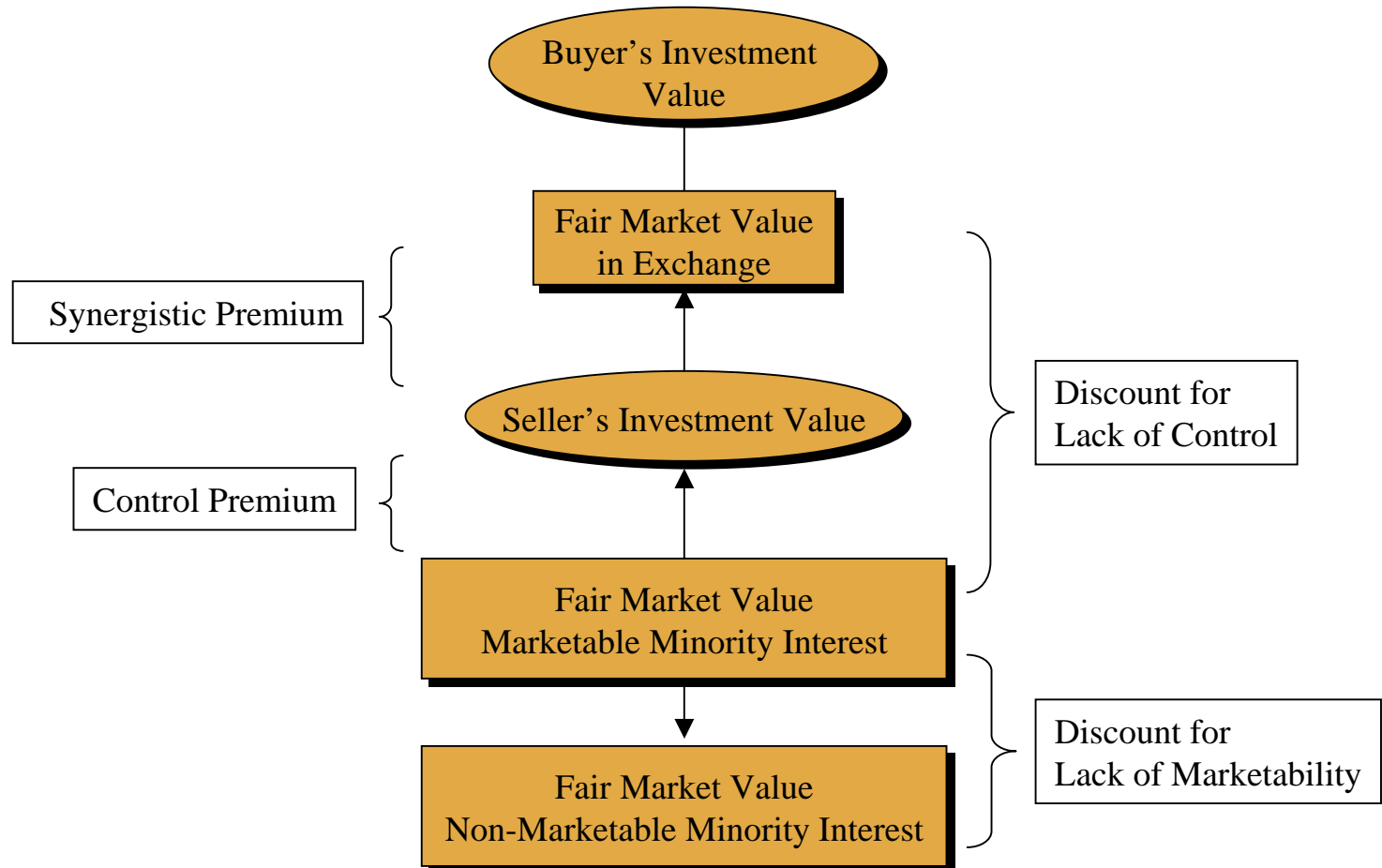
- Fair Value

- Fair value is the true or intrinsic value of the property or property interest exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of a merger or acquisition, with consideration of all relevant factors. A stockholder is entitled to be paid for that which has been taken..., viz., his or her proportionate interest in the going concern.



Etre explicite sur le niveau de valeur examiné

- A titre d'exemple, dans une fairness opinion:





Approfondir la réflexion sur le contexte de l'opération ou de l'entreprise

- Elargir l'analyse

- de l'entreprise à évaluer et
- de ses comparables

à des domaines aujourd'hui largement ignorés afin de mieux mesurer les attentes des investisseurs et la capacité à changer des dirigeants (probabilité de changer la politique actuelle).

- La qualité de l'exécution stratégique
- L'organisation des pouvoirs en place
- Les contraintes financières
- Les conflits d'intérêts
- La nature des actionnaires (l'existence d'activistes, l'importance des majoritaires, les droits de vote...)
- Le marché des fusions acquisitions dans le secteur et les déplacements potentiels de valeur



Etre plus analytique dans l'utilisation des multiples

- Les multiples doivent être plus vus comme une méthode permettant de décrypter les attentes du marché qu'une méthode de valorisation à part entière.
- Les multiples sont la résultante d'une évaluation par le marché. Il ne préexiste pas au marché.
- Tous les multiples peuvent faire l'objet d'une transformation pour faire apparaître leurs éléments fondamentaux :
 - Risque
 - Rentabilité
 - Croissance anticipée des cash flows
 - Durée de l'avantage compétitif

$$\times REAI = \frac{\left(1 - \frac{g}{RNI}\right)}{CMPC - g}$$



HOULIHAN LOKEY HOWARD & ZUKIN

Discussion

Los Angeles • New York • Chicago • San Francisco • Washington D.C. • Minneapolis • Dallas • Atlanta • London • Paris