




HOULIHAN LOKEY HOWARD & ZUKIN

Evaluation multicritères : pièges à éviter et interprétation

Jean-Florent Rérolle
Conférence IMA France
10 mai 2006

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



Houlihan Lokey Howard & Zukin

- Banque d'investissement créée en 1970
- 750 personnes, 11 implantations (dont Londres, Paris et Francfort)
- 3 métiers:
 - Evaluations financières : n°1 en fairness opinions depuis 6 ans
 - Conseil en Fusions-Acquisitions et recherche de financement : n° 1 dans les opérations de « middle market » aux Etats-Unis
 - Conseil en restructuration de dettes : leader dans le conseil des créanciers
- Positionnement original
 - Indépendance
 - Technicité
 - Spécialistes de la valeur et de sa répartition entre les différentes couches de capital

Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

2



Houlihan Lokey Howard & Zukin



 "Debt-for-Equity-Swap" / Conseil des titulaires d'OCEANES Juin 2004	 Conseil du EWF pour un schéma d'investissement adossés 2004	 Conseil des créanciers seniors d'Euro Disney dans le cadre de la restructuration financière du groupe Septembre 2004	 Conseil des obligataires dans le cadre de l'offre d'échange des OCEANES 2005 Octobre 2004	 Services de valorisation liés aux tests de "Goodwill Impairment" dans le cadre des règles comptables américaines, françaises et internationales Février 2005	 Attention d'équité rendue au Comité d'Administration de Fortune Brands, Inc. dans le cadre de l'acquisition du portefeuille de marques compris dans le rachat par Pernod Ricard de Allied Domeq Mai 2005
 Conseil de Deutsche Bank dans le rachat de la dette bancaire du Groupe Novembre 2005	 Conseil de Modanas (Financière Adias) dans le cadre du rachat de 10.4% du capital de Cassiers & Castlegg/Marier Investments Ltd (dirigé par Sandell Asset Management Corp.) Décembre 2005	 Conseil des créanciers seniors dans le cadre de la recapitalisation du groupe Mars 2006	 Conseil d'un créancier dans le cadre de la restructuration financière du groupe En cours	 Conseil d'un acheteur potentiel de CF Chemma Bire Thomas et de sa filiale polonaise En cours	 Conseil du Gouvernement Français sur la situation Eurotozanél En cours

Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite



Agenda



- L'évaluation multicritères
- Les pièges
 - Les erreurs internes
 - Les incohérences relatives
- Les pistes d'amélioration
- Discussion/Questions

Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite



Définition de l'approche multicritères



- Définition constante depuis la loi de 1993 sur le retrait obligatoire et dérivée de la jurisprudence
- Article 237-1 du Règlement Général de l'AMF: À l'appui du projet d'offre (de retrait obligatoire), l'initiateur fournit à l'AMF une évaluation des titres de la société visée, effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs, tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité.
- Formulation faussement précise :
 - Méthodes objectives pratiquées en cas de cession
 - Pondération appropriée
 - Caractère non exhaustif des éléments à prendre en compte

Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

5



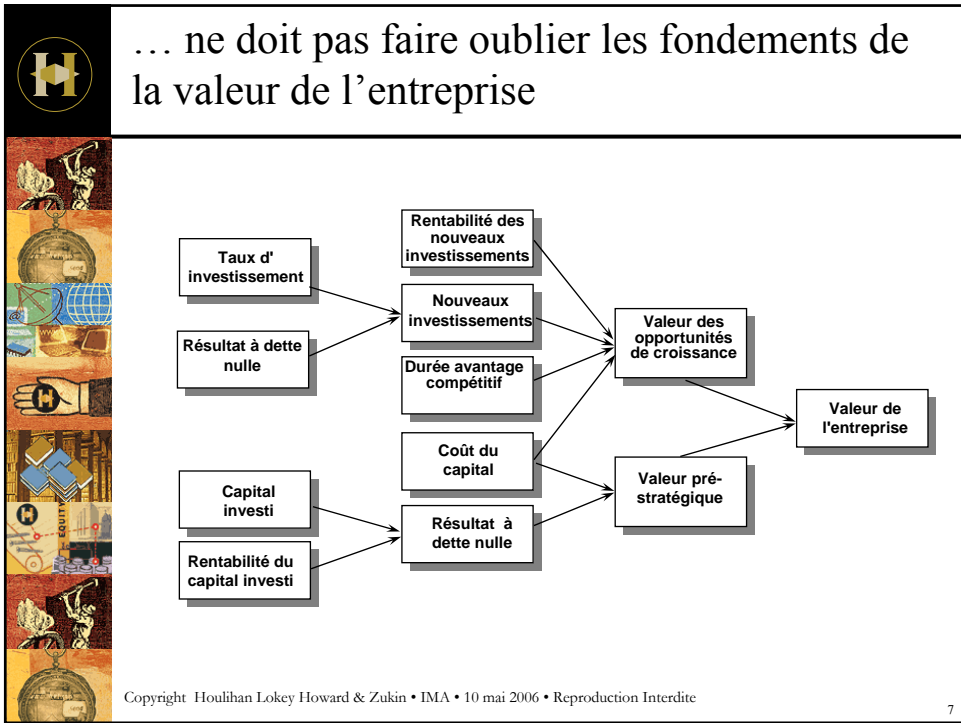
La multiplicité des approches ...



- Approches intrinsèques
 - Valorisation à partir de la rentabilité et du risque de l'entreprise
 - De nombreuses techniques sont utilisées : DCF, APV, Options Réelles, Simulations Monte Carlo...
- Approches analogiques
 - Valorisation sur la base de comparaisons avec d'autres entreprises
 - Simples ou sophistiquées: Multiples, Régressions, Multiples synthétiques
- Références de valorisation
 - Référence \neq Méthodes
 - Types de références :
 - Marché : cours de bourse, cours cibles des analystes
 - Comptables : actif net, actif net réévalué

Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

6



- Les approches multicritères multiplient les risques de contradiction dans les évaluations
- Les risques d'incohérence sont nombreux lorsque l'on utilise plusieurs approches
 - 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 entre les évaluations
 - Le principe de cohérence est affiché clairement par l'AMF (rapport Naulot)
 - 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. L'évaluation est destinée à l'information des administrateurs et des actionnaires
- Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite



Les pièges de la méthode intrinsèque (1)

- Un taux d'actualisation incohérent avec les flux utilisés
- Une mauvaise prise en compte du risque
 - Flux probables / flux espérés
 - Prime de risque spécifique discrétionnaire
 - Niveau de la prime de risque de marché
 - Hypothèse que le risque croît avec le temps
- Une valeur terminale irréaliste
 - Un multiple arbitraire faisant une hypothèse de stationnarité
 - Croissance à l'infini non supportable
 - Analyse stratégique anémique

Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

9



Les pièges de la méthode intrinsèque (2)

- Hypothèse selon laquelle le risque croît avec le temps, indépendamment de l'industrie ou de la maturité de la société

Taux sans risque	3,6%
Beta	1,2
Prime de risque	4,50%
Prime de taille	1,00%
Prime de risque spécifique	1,00%
Coût des fonds propres	11,0%

Flux	100						
Année	1	2	5	10	15	20	25
Vai. actuelle sans risque	96,53	93,17	83,79	70,21	58,83	49,30	41,31
Valeur actuelle	90,09	81,16	59,35	35,22	20,90	12,40	7,36
Prix du risque	-6,7%	-12,9%	-29,2%	-49,8%	-64,5%	-74,8%	-82,2%

Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

10



Les pièges de la méthode intrinsèque (3)



- Un traitement inapproprié des économies fiscales
 - Les situations exceptionnelles : les LBO
 - Malgré un levier qui se transforme au cours du temps...
 - ... le coût du capital reste constant
 - La valeur des économies fiscales générées par la dette est exagérée
 - Risques de faillite
 - Diminution de la flexibilité opérationnelle
- Une vision trop mécanique de l'évaluation conduisant à une analyse indigente :
 - Du mix prix/volume
 - De la rentabilité des capitaux investis
 - De la dynamique de la structure financière

Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

11



Les pièges de la méthode analogique



- Un échantillon d'entreprises dissemblables...
 - Risque, rentabilité, croissance
 - Secteur / Modèle de développement / Stratégie
- Des données financières hétérogènes
 - Numérateur : Des situations de marché exceptionnelles
 - Dénominateur : Principes comptables différents, ou similaires, mais mis en œuvre de manière différente
- Application mécanique de multiples ou de médianes
- Application conjointe de plusieurs types de multiples

Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

12



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

- L'entreprise cible a la même rentabilité que la moyenne du secteur (35% de marge). Sa croissance et la rentabilité de ses nouveaux investissements 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
Ventes	215	1000	1500		626
Résultat d'exploitation	64	299	623		223
Valeur d'entreprise	704	2900	4719		?
Multiple Ventes	3,27	2,90	3,15	3,11	1945
Multiple REX	10,93	9,68	7,57	9,40	2098
Croissance	3,00%	4,80%	6,80%	4,87%	4,20%
Rent. des nouv invts	15,00%	16,00%	17,00%	16,00%	14,00%
Durée avantage comp.	4	10	8		5
Coût du capital	8%	9%	10%		7%

Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

13



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

- En réalité, le multiple applicable en fonction des paramètres clés de l'entreprise cible (Rentabilité des nouveaux investissements, Risque, durée de l'avantage compétitif ...) est :
 - 11,4 x l'EBIT et non de 9,4
 - 4 x Sales et non 3,11
- Une analyse classique sous-estimerait la valeur d'environ 20%.

	X	Y	Z	Moy	Cible	Erreur
Ventes	215	1000	1500		626	
Résultat d'exploitation	64	299	623		223	
Valeur d'entreprise	704	2900	4719		2536	
Multiple Ventes	3,27	2,90	3,15	3,11	1945	-23,33%
Multiple REX	10,93	9,68	7,57	9,40	2098	-17,28%
Croissance	3,00%	4,80%	6,80%	4,87%	4,20%	
Rent. des nouv. invts	15,00%	16,00%	17,00%	16,00%	14,00%	
Durée Avantage comp.	4	10	8		5	
Coût du capital	8%	9%	10%		7%	

Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

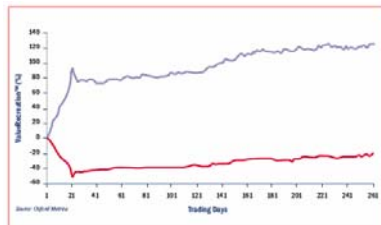
14



Des situations de marché exceptionnelles compliquent l'analyse

• Etude Oxford Metrica

- Analyse des Global 1000 sur la période 1996-2001
- 40% ont connu au moins une chute de plus de 30% sur une période de 20 jours par rapport au reste du marché
- La décote persiste après 12 mois



Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

15



Tous les multiples n'ont pas les mêmes vertus

- Tous les multiples ne sont pas pertinents
- Exemple : Le multiple de l'EBIT (REX) est moins biaisé que celui de l'EBITDA (EBE)

	Comp	Cible	Ecart
EBITDA	120	300	
EBIT	100	200	
FCF	100	200	
Cout du capital	10%	10%	
DCF	1000	2000	
x EBITDA	8,33	2500	25%
x EBIT	10	2000	0%

- La moyenne de résultats de différents multiples conduit à des résultats encore plus incohérents

Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

16



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 (comprenant une prime de contrôle)
 - Mais cette position est contestable :
 - Le système de gouvernance est là pour empêcher les bénéfices privés
 - Les multiples intègrent toutes les anticipations des investisseurs :
 - » Prime de contrôle : 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)
 - Les squeeze out aboutissent à des primes en faveur des minoritaires : y aurait-il une prime de minoritaires ?!

Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

17



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

- Absence d'une réconciliation rigoureuse du résultat des méthodes (suite)
 - La décote de liquidité dans le cas d'évaluation de société privée
 - 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 sans investigation supplémentaire

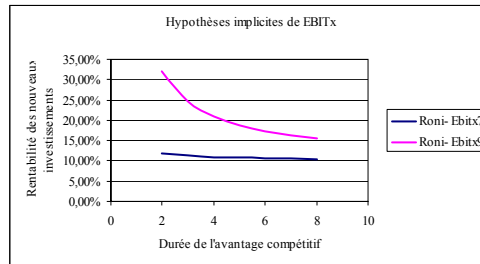
Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

18



Les incohérences relatives entre les méthodes sont trop souvent négligées (3)

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



Hypothèses : 10% CMPC ; 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

Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

19



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
 - Sur les caractéristiques de l'entreprise
- Etre plus analytique dans l'application des multiples
- Utiliser des techniques plus adaptées à la complexité opérationnelle des entreprises

Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

20



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.

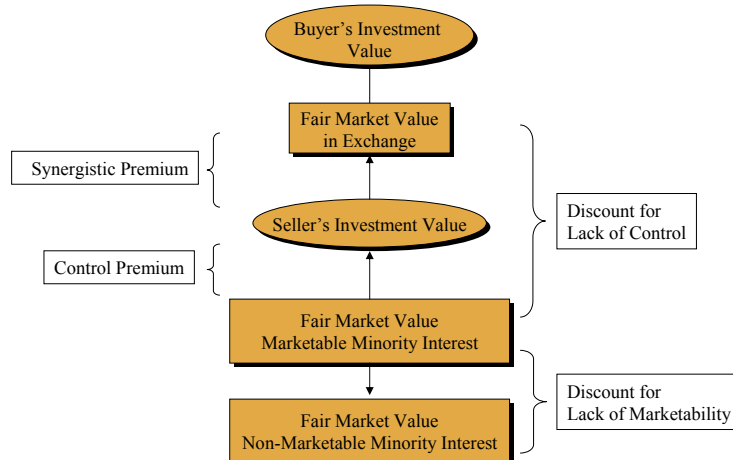
Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

21



Etre explicite sur le niveau de valeur examiné

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



Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

22



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



- Approfondir l'analyse pour mieux comprendre les sources de création de valeur
 - Avantages compétitifs
 - La qualité de l'exécution stratégique (les déficiences de contrôle interne peuvent affecter le coût du capital de 50 et 150 pts de base)
 - Politique financière
- Elargir l'analyse de l'entreprise 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/possibilité de changer la politique actuelle).
 - 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
 - Les rapports de force dans une négociation dans le cas d'une transaction
 - La gouvernance de l'entreprise (L'organisation des pouvoirs en place, les conflits d'intérêts entre les managers et les actionnaires ...)

Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

23



Etre plus analytique dans l'utilisation des multiples (1)



- 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. Ils ne préexistent pas au marché.
- Tous les multiples peuvent faire l'objet d'une transformation pour faire apparaître leurs éléments fondamentaux :
 - Risque
 - Rentabilité des capitaux investis
 - Croissance anticipée des cash-flows
 - Durée de l'avantage compétitif
- A titre d'exemple : $\times REAI = \frac{\left(1 - \frac{g}{RNI}\right)}{CMPC - g}$

Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

24



Etre plus analytique dans l'utilisation des multiples (2)

- L'évaluateur doit comprendre les raisons pour lesquelles la méthode des comparables donne une valeur différente de celle du DCF
 - Quelles sont les justifications pour appliquer un multiple d'EBIT de 12 à cette société dont le multiple implicite dérivé d'un DCF donne 9,8 ?

	DCF	Scénarios					
		A	B	C	D	E	F
Taux d'investissement	50,0%	130,0%	50,0%	50,0%	50,0%	54,2%	64,8%
Rentabilité des nouv. Invts	15,0%	15,0%	26,2%	15,0%	15,0%	17,0%	16,6%
Résultat d'exploitation	108	119	113	108	108	109	111
Croissance	11%	5%	5%	0%	0%	2%	3%
Coût du capital	8%	8%	8%	6,68%	8%	7,5%	8,2%
Durée de l'avantage compétitif	5	5	5	5	13	7	9
Valeur totale	1055	1434	1357	1290	1290	1311	1329
Croissance valeur		36%	29%	22%	22%	24%	26%
Multiple Résultat d'exploitation	9,81	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00

- Si l'on décide d'utiliser un multiple de 12, est-on confiant de la capacité de l'entreprise à faire mieux que ce que le management anticipe dans son plan d'affaires ?

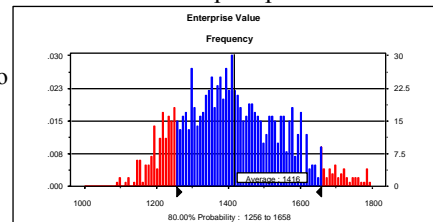
Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

25

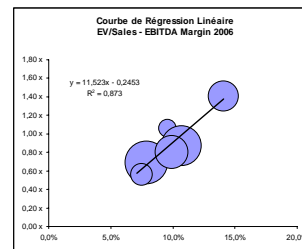


Utiliser des techniques plus adaptées à la complexité opérationnelle des entreprises

- Analyse des plans d'affaires : mieux cerner le risque opérationnel
 - Scénarios probabilisés
 - Simulations de Monte-Carlo



- Méthodes d'évaluation :
 - Multiples par régression
 - Valeur actuelle nette ajustée
 - Options réelles



Copyright Houlihan Lokey Howard & Zukin • IMA • 10 mai 2006 • Reproduction Interdite

26

