



**HOULIHAN LOKEY HOWARD & ZUKIN**  
INVESTMENT BANKING SERVICES

# Le nouveau régime des attestations d'équité en France et les pièges du multicritères

23 octobre 2006

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



# Houlihan Lokey

- Banque d'investissement créée en 1970
- 700 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

2005 M&A Fairness Advisory Rankings


Rank	Adviser	Number of Deals
1	Houlihan Lokey Howard & Zukin	67
2	JP Morgan	59
3 <sup>(1)</sup>	Morgan Stanley	55
3 <sup>(1)</sup>	Goldman Sachs & Co.	55
5	Lehman Brothers	52
6	Credit Suisse	46
7	Merrill Lynch & Co Inc	45
8	UBS	43
9 <sup>(1)</sup>	Banc of America Securities LLC	36
9 <sup>(1)</sup>	Citigroup	36

2005 M&A Rankings - All US Deals

Rank	Adviser	Number of Deals
1	Goldman Sachs & Co	154
2	Houlihan Lokey Howard & Zukin	129
3	Morgan Stanley	123
4	Citigroup	118
5	Credit Suisse	112
6	Merrill Lynch & Co Inc	110
7	JP Morgan	109
8	Banc of America Securities LLC	106
9	Lehman Brothers	100
10	UBS	95




# Nos opérations récentes en France



Advisor to the holders of "OCEANE" convertible common stock in the debt-for-equity swap

**June 2004**



Advisor to EuroDisney Senior Creditors for the financial restructuring of EuroDisney

**September 2004**



has agreed to acquire a portfolio of spirits and wine brands included in Pernod Ricard's acquisition of



For approximately \$5.3 billion. We rendered a fairness opinion to the Board of Directors of Fortune Brands, Inc.

**May 2005**



Valuation Services concerning the Purchase Price Allocation of Equant N.V. following its integration in France Telecom

**July 2005**



We provided valuation services in connection with France Telecom's annual goodwill impairment testing for financial reporting purposes under US and International accounting standards

**December 2005**



Modamax, controlled by Axa Private Equity has acquired a 10.4% stake in Cmaieau from Sandell Asset Management Corp. We served as financial advisor to Modamax

**January 2006**




has been acquired by



For approximately €875 million. We rendered a fairness opinion to the Board of Directors of LogicaCMG in the context of the mandatory squeeze out of minority shareholders.

**May 2006**



We served as advisor to the Creditor Committee for the financial restructuring of Michel Thierry

**May 2006**



has been acquired by



We served as exclusive financial advisor and initiated, structured and negotiated the transaction on behalf of Deutsch Connectors.

**June 2006**



Advisor to the French Ministry of Finance on the Eurotunnel situation

**Transaction Pending**



# Sommaire

---

- Les origines de la réglementation
- Les éléments clés des nouveaux textes
- Les réflexes à acquérir
- La mise en œuvre de l'approche multicritères et ses pièges
- Conclusion sur les risques et les opportunités de ce nouveau régime





# L'avis d'équité n'était pas une fairness opinion

## • L'avis d'équité « à la française »

- Cadre légal (obligatoire)
- Mission réglementée
- Expert agréé par l'AMF
- Destinataire : les actionnaires minoritaires
- Prix supérieur ou égal à la valeur de l'action
- Revue de travaux d'évaluation de la banque et appréciation du prix
- Analyse des techniques utilisées (vérification)
- Cabinets comptables
- Risque faible
- Expert doit être indépendant
- Motivation : application de la réglementation
- Coût faible : 30-50 K€ ; rémunération forfaitaire

## • La fairness opinion « anglo-saxonne »

- Cadre jurisprudentiel (facultatif)
- Mandat défini par le Conseil
- Expert choisi par l'entreprise
- Destinataire : CA et actionnaires
- Transaction « fair » d'un point de vue financier
- Revue de la transaction et fourchette d'évaluation
- Analyse du processus, du contexte et valorisation (en cas de conflit d'intérêt)
- Banques d'affaires
- Risque fort
- L'expert peut être engagé ou indépendant
- Motivation : atténuer la responsabilité des administrateurs
- Coût élevé : 300-2000 K€ ; peut dépendre du succès de l'opération



# Les travaux de l'AMF

- **Les avis d'équité à la française :**

- Des prix de retrait contestés
- Qualités des attestations d'équité inégales
- Des conseils d'administration peu impliqués

- **Les fairness opinions anglo-saxonnes:**

- Insuffisante information du public
  - Contenu informationnel anémique
  - Biais (conflits d'intérêts de la banque conseil)
  - Nature subjective de certaines opinions
- Critiques techniques
  - Multiplicité des méthodologies utilisées
  - Sensibilité des résultats à certaines hypothèses
  - Tendance à faire des "judgments calls"

- **Un bon contexte pour renforcer l'expertise indépendante**

- Evolution des méthodes (plus de sophistication)
- Evolution des normes comptables (comparabilité des sociétés)
- Progrès dans la gouvernance des entreprises (administrateurs indépendant)
- Directive européenne OPA

- **Le calendrier**

- Groupe de travail AMF (Nov. 2004)
- Rapport (Avril 2005)
- Projet de Règlement (Mai 2006)
- Arrêté (28 septembre 2006) homologuant le règlement de l'AMF



# Les réflexions aux Etats-Unis

- L'opinion de la court of Chancery du Delaware sur Telecommunication Inc (21 décembre 2005)
  - « Entire fairness » requise en raison d'intérêts différents au sein du Conseil
  - Biais sérieux si la banque reçoit une rémunération dépendante du succès de l'opération
  - Critique du choix d'une banque liée à l'entreprise
  - Choix méthodologiques biaisés (omission de certaines transactions comparables)
  - Composition du comité spécial (exclusion d'une catégorie d'administrateurs)
  - Mandat ambigu du comité spécial
- Le comportement des administrateurs et de leur conseil sera analysé de manière plus rigoureuse en cas de « entire fairness »
- Les propositions du NASD (SEC 4 avril 2006)
  - Transparence accrue
    - Rémunération contingente ou forfaitaire
    - Relations d'affaires depuis 2 ans
    - Catégories d'informations qui constituent une base substantielle de l'opinion
    - Vérification indépendante de l'information communiquée par l'entreprise
    - Approbation éventuelle par un comité fairness
  - Procédures internes
    - Types de transaction revue par un comité fairness
    - Composition et indépendance du comité
    - Validation des méthodologies utilisées
    - Processus intégrant les avantages particuliers offerts aux dirigeants dans l'analyse de l'équité (point fortement contesté par les professionnels)



# La doctrine américaine de l'« Entire fairness »

- Le concept de l'entire fairness:
  - “When the persons who control a transaction and fix its terms are on both sides, then the presumption and reference to sound business judgment are not present.
  - The persons defending the transaction bear the burden of proving that it is fair. “Entire Fairness” consists of both fair dealing and fair price considerations
- Fair dealing may address the following:
  - Whether full disclosure of all relevant facts was made
  - How the transaction was timed
  - Whether the transaction was approved by a fully informed special independent committee of the board of directors or the majority of the minority shareholders
  - Whether the transaction was negotiated in an arm’s-length environment by all parties
- Fair price may address the following:
  - Economic and financial considerations of the proposed transaction.
  - Requires consideration of all relevant factors; simple application of “Delaware Block” method is not sufficient.
  - Valuation based upon methods that are widely accepted within the financial community. Generally accepted methods require consideration of market value, asset value and earnings and dividend potential.
  - Valuation approaches include comparable public company analysis, comparable transaction analysis, discounted cash flow analysis and liquidation analysis. Liquidation analysis may include the with or without-value of the company in realizing the going-concern values of the various business segments, or the sale of the underlying assets of the company.



# Les principales innovations en France

- Les textes
  - Un Titre VI dans le livre II du règlement général,
  - Une instruction sur l'expertise indépendante
  - Des recommandations sur le rôle du Conseil d'administration et la mise en œuvre de l'approche multicritères
- Elargissement des situations dans lesquelles une expertise indépendante est obligatoire pour la société cible
  - Conflits d'intérêts pouvant nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil
  - Mise en cause de l'égalité des porteurs des instruments financiers faisant l'objet de l'offre
- Un champ d'investigation plus large pour l'expertise indépendante
  - Les conditions financières de l'offre
  - Mise en œuvre d'une évaluation de la société.
- Une indépendance renforcée: l'expert ne doit pas être en situation de conflit d'intérêt (déclaration d'indépendance)
- Un travail plus encadré
  - Une transparence accrue
  - Des principes plus clairs
  - Un encouragement à adhérer à une association reconnue par l'AMF pour assurer la qualité des évaluations



# Quelques incertitudes demeurent

- Le rôle du Conseil d'Administration n'est défini que dans une recommandation
- Le contrôle de l'expert reste à préciser
  - Compétence professionnelle
  - Responsabilité
  - Contrôle de qualité
  - Contrôle à posteriori de l'AMF
- Le contenu et la forme de son travail
  - Nature de l'évaluation : standard de valeur ?
  - Périmètre
    - Naulot: « Une vigilance particulière lorsque le management obtient des avantages spécifiques dans le cadre de l'offre »
    - Synergies de l'acquéreur
  - Le format du rapport
- Les critères d'indépendance
  - Perception de dépendance : conseil, financement, participation, analyse financière



# L'attestation d'équité devient un outil de la gouvernance

- Une mission stratégique à l'égard du Conseil et des Actionnaires :
  - Le rapport présenté au Conseil est utilisé pour son avis motivé. C'est une garantie d'objectivité essentielle pour la régularité de la décision.
  - Rôle pédagogique : expliquer clairement la démarche mise en oeuvre
- Une mission plus complexe :
  - Opinion pour permettre au conseil d'apprécier les conditions financières de l'offre
  - Evaluation véritable de l'opération
  - Réalisation obligatoire de certaines diligences
    - Discussion du plan d'affaires avec le management
    - Discussion avec les banques conseils et analyse critique des hypothèses présentées
    - Identification des points éventuels de divergence dans le rapport
- Le conseil d'administration devient le garant de la bonne exécution de cette mission



# De nouveaux réflexes à acquérir

- Identifier les situations dans lesquelles une attestation d'équité sera obligatoire ou suggérée par l'AMF
- Veiller à ce que le Conseil d'administration joue pleinement son rôle
- S'assurer que le choix de l'expert ne sera pas contesté
- S'assurer que l'expert a les moyens de remplir sa mission
- Contrôler la conformité de l'attestation d'équité à la réglementation
- Faire le meilleur usage de l'expert et de son attestation d'équité
- Etre conscient des risques ...
- ...mais aussi des opportunités



# Identifier les situations où une attestation est nécessaire

- Attestation d'équité obligatoire pour la société visée :
  - Conflit d'intérêt de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du conseil
    - L'intérêt commun des associés doit être privilégié en toute circonstance : recherche et partage équitable du profit social (en fonction des droits de chacun)
    - Un conflit d'intérêt naît lorsque l'on doit choisir entre la satisfaction de l'intérêt commun et un intérêt différent opposé : appauvrissement du patrimoine social ou appauvrissement d'un ou plusieurs co-actionnaires
  - Mise en cause de l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre
- Attestation d'équité facultative pour l'initiateur (ou la société visée)
  - L'AMF encourage cette pratique (Ex : Alcatel/Lucent ; Géophysique/Véritas)
  - Situations typiques :
    - Conflits d'intérêt au sein du Conseil
    - Complexité de la transaction (structure du deal, nature des actifs, importance du prix payé, « Merger of equal » avec un paiement en numéraire et en actions...) : Nécessité d'une meilleure information du public
    - Contexte de gouvernance délicat ou structure de l'actionnariat : réputation du management à défendre, part des investisseurs anglo-saxons, existence de hedge funds,
    - Mise en œuvre de mesures anti-OPA (comme les bons Breton)
    - Mise en place d'une structure financière agressive (leverage recap) : émission d'une « capital adequacy opinion »



## Exemples de situations prévues par le Règlement

- La société cible est contrôlée (au sens de l'article L233-3) par l'initiateur avant le lancement de l'opération
- Mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire
- Les dirigeants ou les actionnaires de contrôle de la société visée ont conclu un accord avec l'initiateur susceptible d'affecter leur indépendance
- L'actionnaire de contrôle n'apporte pas ses titres à une offre de rachat de l'émetteur sur ses propres titres (OPRA ou OPAS)
- Une ou plusieurs opérations connexes susceptibles d'avoir un impact sur le prix ou la parité
- Conditions susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre des porteurs d'instruments financiers de catégories différentes
- Rémunération d'une acquisition par des instruments financiers autre que des actions pouvant donner accès directement ou indirectement au capital de l'initiateur ou d'une société lui appartenant (exemple d'Infogrames)
- Augmentation de capital réservée avec une forte décote conférant le contrôle à un actionnaire
- Cette liste n'est pas exhaustive ...



# Veiller à ce que le conseil joue pleinement son rôle

- Désignation *le cas échéant* d'un comité d'administrateurs indépendants pour superviser l'expert
- Désignation de l'expert
  - Le plus en amont possible
  - Critères de choix: la compétence, les moyens et la réputation professionnelle appropriés
- Rôle dans le déroulement de la mission :
  - Définition de la mission et du temps nécessaire à sa réalisation
  - Garantie de la qualité de l'information donnée par le Management et le comité d'audit (validation du plan d'affaires, appréciation des synergies) et du bon déroulement de la mission (accès au management et le cas échéant à celui de l'initiateur)
  - Permettre aux actionnaires minoritaires d'obtenir des compléments d'information en interrogeant le Conseil
- Ce rôle pourrait faire l'objet d'une disposition législative dans le futur



# Choisir un expert indépendant incontestable

- L'expert ne doit pas être en situation de conflit d'intérêt
  - Déclaration d'indépendance : pour le passé, le présent et le futur
  - Situations d'exclusion (liste non exhaustive)
    - Si l'une des situations suivantes est susceptible d'affecter son indépendance :
      - Intervention répétée avec les mêmes établissements présentateurs (fréquence)
      - Liens juridiques ou capitalistiques avec les sociétés concernées ou leurs conseils
      - Intérêt financier dans la réussite de l'offre, une créance ou une dette sur l'initiateur ou toute personne contrôlée par lui,
    - Évaluation de la société visée ou de l'initiateur au cours des 18 derniers mois
    - Conseil de l'initiateur au cours des 18 derniers mois
- L'expert doit être en mesure d'exercer sa mission professionnellement
  - Mission plus complexe que l'avis d'équité (évaluation, conditions financières de la transaction): les diligences à accomplir sont plus lourdes que par le passé
  - Le choix doit être fonction de la complexité et des enjeux de la transaction
  - Les exigences en terme de moyens humains et de procédures de qualité feront l'objet de modifications législatives ultérieures, mais ces exigences doivent faire partie des critères de choix des Conseils d'administration



# S'assurer que l'expert a les moyens de remplir sa mission

- Choix de l'expert
  - Expérience en évaluation et transactions; compréhension du processus transactionnel, capacité (et volonté) d'intégrer la logique stratégique de l'entreprise dans son analyse
  - Réputation à l'égard du marché financier et des actionnaires les plus activistes
  - Moyens humains (qui doivent faire l'objet d'une information au marché)
  - Existence de procédures de contrôle de qualité ou d'un comité d'attestation d'équité
- Calendrier de la mission
  - Le règlement prévoit 15 jours de négociation au minimum
  - Une bonne pratique : associer l'expert le plus en amont possible (familiarisation avec le contexte de la transaction)
- L'information sur l'opération
  - S'assurer que l'expert comprend le contexte de l'opération et le processus qui a été suivi
  - Le conseil d'administration est le garant de l'exhaustivité de l'information remise à l'expert
  - Possibilité d'émettre une lettre de confort
- Une rémunération suffisante pour que l'expert ne puisse être suspecté d'avoir effectué une mission au rabais (surtout si d'autres opinions ont été remises par les banques conseils sur la même opération avec des rémunérations totalement différentes ce qui pourrait provoquer des interrogations de la part de l'AMF ou des actionnaires)



# Contrôler la conformité de l'attestation d'équité à la réglementation

- Le rapport d'expertise doit comporter les informations suivantes
  - Présentation synthétique de l'expert (si personne morale)
  - Liste des missions d'expertise indépendante au cours des 12 derniers mois
  - Déclaration d'indépendance
  - Mention de l'adhésion à une association professionnelle reconnue (le cas échéant)
  - Montant de la rémunération perçue
  - Description des diligences effectuées (programme de travail, calendrier, liste des personnes rencontrées, sources d'information, personnel associé à la mission)
  - Evaluation de la société et des contreparties de l'offre :
    - Mise en œuvre d'une approche multicritères
    - Respect des principes d'examen critique, de transparence, de cohérence et de pertinence
  - Analyse du travail d'évaluation des conseils de l'initiateur
  - Attestation concluant sur le caractère équitable du prix, de la parité ou des conditions financières de l'opération
- Le rapport est présenté au conseil par l'expert indépendant
- Le conseil peut décider que certaines informations confidentielles ne doivent pas être mentionnées dans l'attestation



# Faire un bon usage de l'expert indépendant

- L'intégration de l'expert le plus en amont possible dans le processus permet:
  - D'optimiser son intervention (compréhension du contexte et du processus)
  - D'identifier très tôt les points de blocage éventuels
- Un expert convaincu par l'équité des conditions financières de l'opération est un atout dans les discussions avec l'AMF
- En cas de difficulté avec des minoritaires, un expert indépendant et de bonne réputation peut calmer le jeu et faciliter le bon déroulement d'une transaction.
- L'attestation d'équité rendue par un expert indépendant peut être utilisée dans la communication financière de l'entreprise
  - Regard pédagogique porté sur l'opération
  - Participation aux réponses fournies aux actionnaires minoritaires par le conseil





# L'évaluation « multicritères » ...

- Références de valorisation
  - Référence  $\neq$  Méthodes
  - Types de références :
    - Marché : cours de bourse, cours cibles des analystes, cession de bloc de contrôle
    - Comptables : actif net, actif net réévalué
- Approches analogiques
  - Valorisation sur la base de comparaisons avec d'autres entreprises
  - Simples ou sophistiquées: Multiples, Régressions, Multiples synthétiques
- 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...
- 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

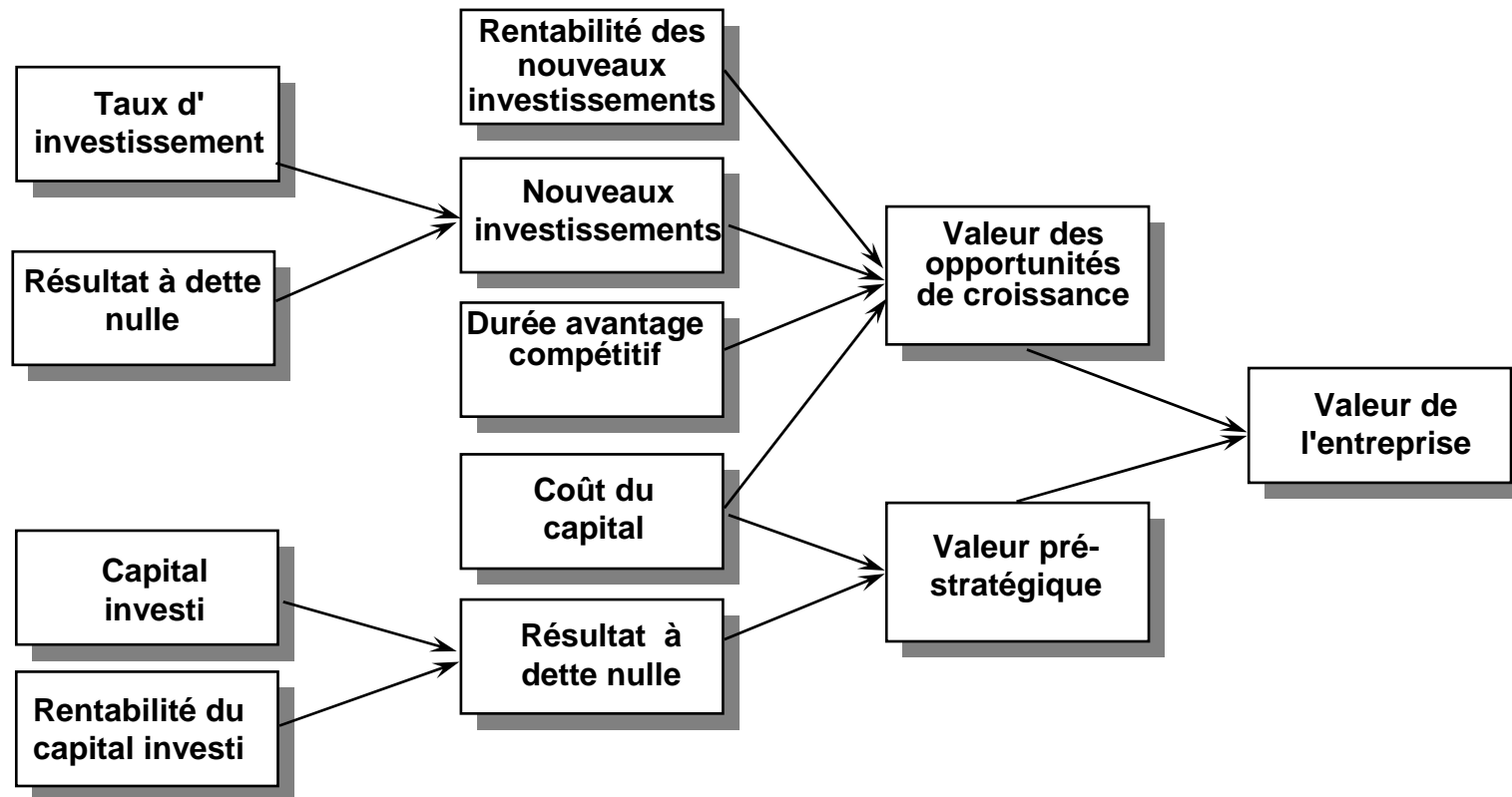


## ... a fait l'objet de précisions utiles de la part de l'AMF

- Une définition plus rigoureuse et réaliste des méthodes d'évaluation mises en œuvre et des références auxquelles elles doivent être confrontées
  - Les méthodes d'évaluation
  - Les références de valorisation
- L'expert est libre de définir la (les) méthode(s) la (les) plus adaptée(s) ...
- ... mais il doit respecter les principes suivants :
  - Examen critique :
    - Pertinence des informations du management et des sources externes
    - L'expert doit demander à la direction de modifier des prévisions irréalistes
  - Transparence : information minimale permettant de comprendre les hypothèses d'exploitations utilisées
  - Cohérence et pertinence
    - Méthode des multiples (ex: critères de sélection)
    - Méthode intrinsèque (ex: la prise en compte du risque)



# Rappel sur les composants de la valeur fondamentale





# Les pièges de la méthode analogique

- Trois hypothèses fortes:
  - L'hypothèse d'efficience des marchés
  - L'identité de l'entreprise à évaluer avec la moyenne du secteur
  - Les éléments clés de la valeur se réduisent à quelques paramètres
- Des données souvent peu fiables ou exploitables :
  - 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
- Une mise en œuvre peu scientifique
  - Application mécanique de multiples ou de médianes
  - Application conjointe de plusieurs types de multiples
- Une approche simplifiée et rapide crée **MECANIQUEMENT** des contradictions entre les approches analogiques et intrinsèques



# 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
<b>EBITDA</b>	120		300	
<b>EBIT</b>	100		200	
<b>FCF</b>	100		200	
<b>Coût du capital</b>	10%		10%	
<b>DCF</b>	1000		2000	
<b>x EBITDA</b>	8,33	---->	2500	25%
<b>x EBIT</b>	10	---->	2000	0%

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



# 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	<b>3,11</b>	<b>1945</b>
Multiple REX	10,93	9,68	7,57	<b>9,40</b>	<b>2098</b>
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
Cout du capital	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 (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-estimera 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		<b>2536</b>	
Multiple Ventes	3,27	2,90	3,15	3,11	1945	<b>-23,33%</b>
Multiple REX	10,93	9,68	7,57	9,40	2098	<b>-17,28%</b>
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%	



# Un exemple de valorisation par les multiples

(in millions)	EV/Sales		EV/EBITA	
	2005E	2006E	2005E	2006E
Steria	0,72x	0,68x	13,6x	11,0x
Sopra	1,10x	0,99x	15,7x	12,3x
Xansa	0,80x	0,80x	9,7x	9,0x
GFI	0,63x	0,59x	11,2x	9,1x
AtosOrin	0,89x	0,85x	11,4x	10,3x
Capgemini	0,61x	0,59x	18,2x	12,0x
Tietoenator	1,47x	1,39x	14,1x	12,7x
Getronics	0,62x	0,57x	10,1x	7,7x
LogicaCMG	0,97x	0,93x	12,4x	11,3x

## Small Caps - Multiples Summary

High	1,10x	0,99x	15,66x	12,31x
Low	0,63x	0,59x	9,65x	9,02x
Median	0,76x	0,74x	12,39x	10,05x
Mean	0,81x	0,76x	12,52x	10,36x

## Big Caps - Multiples Summary

High	1,47x	1,39x	18,19x	12,75x
Low	0,61x	0,57x	10,08x	7,66x
Median	0,89x	0,85x	12,36x	11,27x
Mean	0,91x	0,87x	13,24x	10,79x

## All Sample - Multiples Summary

High	1,47x	1,39x	18,2x	12,7x
Low	0,61x	0,57x	9,7x	7,7x
Median	0,80x	0,80x	12,4x	11,0x
Mean	0,87x	0,82x	12,9x	10,6x

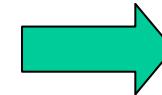
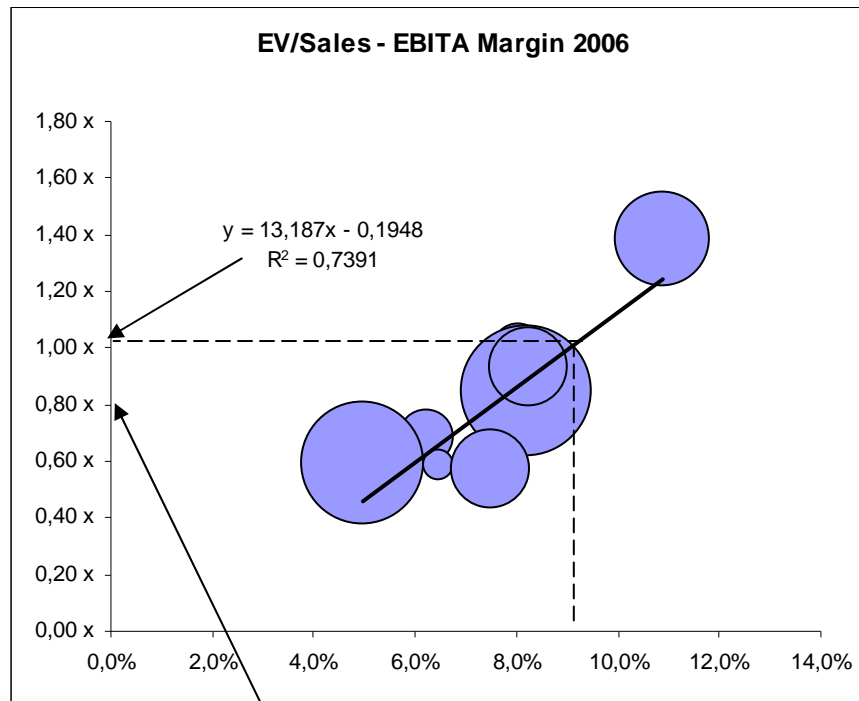
Evaluation au 30 sept. 2005

	2005	2006	
Sales	770	818	
EBITA	57,7	75	
Sales x	0,8	0,8	
EBITA x	12,4	11	
Sales x	EV	616	654,4
	Cash	130	130
	Equity value	746	784,4
	Share price	58,5	61,5
EBITA x	EV	715,48	825
	Cash	130	130
	Equity value	845,48	955
	Share price	66,3	74,9



# Une approche plus sophistiquée conduit à une conclusion différente

Evaluation au 30 sept. 2005



	2006
Sales	818
EBITA	75
EBITA margin	9,17%
EV/Sales	1,01
EV	829,7
Cash	130,0
Equity value	959,7
Share price	75,2

Multiple par une approche mécanique classique



# Les pièges de la méthode intrinsèque

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

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

Flux	100						
Année	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>25</b>
Val. 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%



# La méthode intrinsèque peut toujours être mise en œuvre (au minimum pour vérifier les multiples)

Business Plan	2004	2005e	2006p	2007p	2008p	2009p	2010p	Assumptions
Sales	657,0	770,0	818,5	870,1	924,9	983,2	1045,1	<b>CAGR 2006-2010: 6,1%</b> <b>Source : - i</b>
integration costs		10,2						
EBITA	52,0	57,7	75,0	79,3	83,8	88,6	93,7	<b>9,3% to 9,1% of sales from 2006 to 2010</b>
Depreciation	12,0	14,1	14,9	15,9	16,9	18,0	19,1	<b>1,8% Sales</b>
Capital Expenditures	13,1	15,4	16,4	17,4	18,5	19,7	20,9	<b>2% of sales</b>
Working Capital	6,6	7,7	8,2	8,7	9,2	9,8	10,5	<b>1% of sales</b>
Provisions	8,0	9,4	10,0	10,6	11,3	12,0	12,7	<b>% Sales 2004</b>

	2004	2005e	2006p	2007p	2008p	2009p	2010p
FCF		8,9	46,7	49,3	52,1	55,1	58,2
PV of FCF		8,75	41,9	40,6	39,3	38,1	37,0
Terminal Value							849,27
PV of FCF from 2006-2010		196,9	26%				
PV of TV		551,0	74%				
VA FCF		747,8					
Net Cash		125,4					
Fin Assets		4,7					
Equity value		877,9					
Nbre d'actions		12,8					
Prix par action		<b>68,8</b>					6,1% différence /au prix d'offre
Multiple EBITA		9,97	9,43				
Multiple EBITDA		10,42	8,31				
Multiple chiffre d'affaires		0,97	0,91				

Risk free rate	3%
Market risk premium	5,40%
Beta	1,1
Discount rate	9,04%
Terminal Growth rate	2,00%

	CA x		EBE x	
	2005	2006	2005	2006
Analyse classique	0,87	0,8	9,5	7,62
Multiples régression	0,94	1,01		
DCF	0,97	0,9	10,4	8,3



# Etre conscient des risques de la nouvelle réglementation ...

- L'AMF pourrait refuser la conformité d'une offre si le rapport de l'expert était de mauvaise qualité, quand bien même le prix serait acceptable car, dans ce cas, on pourrait soutenir que le conseil n'a pas rendu un avis valable. Les dispositions sur l'expertise indépendante permettent à l'AMF de conserver un regard sur le prix (à l'inverse d'une opération hostile)
- La responsabilité des administrateurs qui auraient enfreint la réglementation (avis pris sur la base d'une attestation d'équité ne répondant pas aux critères de l'AMF) pourrait être mise en cause dans les conditions habituelle. L'analyse du juge est éclairée par des textes plus précis : le rapport Naulot offre une grille d'interprétation détaillée sur le déroulement d'une expertise indépendante
- L'attestation d'équité est un élément de l'information du public. Une attestation d'équité biaisée utilisée par le Conseil pourrait être considérée comme une diffusion d'information fausse ou mensongère (Risque pénal et civil et risque de sanctions de l'AMF)
- Risque de réputation: critère de gouvernance, sélection de l'expert, rémunération relative de l'expert par rapport aux autres travaux d'évaluation effectués par les banques conseils
- Un expert plus vulnérable: la transparence des travaux rend sa mise en cause plus facile
  - Des techniques de valorisation plus complexes mais aussi plus reconnues
  - L'approche multicritères augmente les risques d'incohérence entre les méthodes
  - Les obligations d'information comptable (IFRS) introduisent des risques supplémentaires (politique de communication financière)



## ... mais aussi des opportunités de sécuriser une transaction

- **Assurer la sécurité juridique et le bon déroulement de l'opération**
  - Garantie d'objectivité pour l'émission de l'avis motivé du Conseil
- **Amélioration de l'information des administrateurs**
  - Diversification des sources : analyse indépendante
  - Synthèse juridico-financière de l'opération
- **Enrichissement du débat au sein du conseil**
  - Mise en évidence des alternatives
  - Analyse du risque et de la valeur créée ou détruite par l'opération
- **Amélioration de la prise de décision**
  - Les administrateurs peuvent contribuer pleinement à la décision
  - Opportunité pour la direction de vérifier qu'un oubli majeur n'a pas été fait
- **Protection des administrateurs**
  - Vigilance et diligence renforcée
  - Délibération avec l'ensemble des paramètres disponibles
- **Garantie de qualité pour les investisseurs**
  - Assurance sur la qualité et l'intégrité de la décision prise



# Conclusion : les avantages de Houlihan Lokey

- Banque d'affaires : compréhension stratégique et financière de la logique des transactions
- Seule banque d'affaires ayant une activité dédiée à l'évaluation et aux attestations d'équité
- Crédibilité auprès des actionnaires anglo-saxons (#1 aux Etats-Unis) et des investisseurs les plus actifs
- Qualité du processus d'exécution et de contrôle éprouvé par 20 ans de pratique
- Intégration de la dimension comptable (reporting financier)
- Capacité d'exécution internationale
- Indépendance totale



**HOULIHAN LOKEY HOWARD & ZUKIN**  
INVESTMENT BANKING SERVICES  
[www.hlhz.fr](http://www.hlhz.fr)

**JEAN-FLORENT RÉROLLE**  
Managing Director  
[jrerolle@hlhz.com](mailto:jrerolle@hlhz.com)

Direct: +33 1 75 00 14 03 • Fax: +33 1 75 00 14 99 • Mobile: +33 6 81 83 10 50  
15/17, rue Auber • 75009 Paris • RCS Paris 483 265 013  
Houlihan Lokey Howard & Zukin (Europe) Limited, Paris Branch