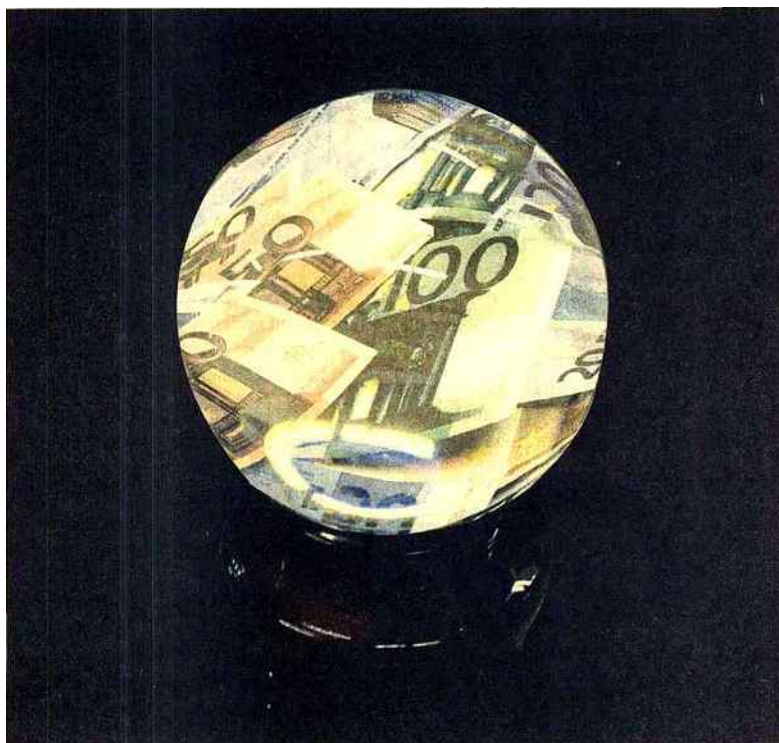




Finance

FUSIONS – ACQUISITIONS



- Le free cash flow
- L'approche comparative
- Les critères qui font la différence
- L'innovation et l'international
- Une part de risque incontournable

La valorisation d'une entreprise

Le juste prix

La question n'est pas combien ça vaut, mais combien ça peut rapporter

Méthode comparative, free cash-flows.

Le contexte économique morose depuis 2008 n'a pas empêché les acteurs économiques, notamment les fonds de private equity et les grandes banques d'affaires, d'acheter et de vendre des entreprises. Cependant les beaux actifs sont rares et la compétition est rude, c'est pourquoi les prix restent relativement élevés. Il est donc crucial, pour le vendeur comme pour l'acheteur, de fixer un prix juste pour l'entreprise qui va changer de main. Les deux parties disposent pour cela de plusieurs techniques de valorisation, dont les plus utilisées sont la méthode des "free cash-flows" et la méthode comparative. Mais les professionnels vont souvent au-delà de ces méthodes comptables et n'hésitent pas à s'aventurer dans le domaine de l'intuition ou du pari sur l'avenir pour donner sa véritable valeur à une entreprise.

Par Fabien Humbert

Valoriser une société consiste à calculer sa valeur financière en tenant compte de ses données comptables passées et de son potentiel de développement futur. Question cruciale à l'heure de vendre – ou d'acheter d'ailleurs – dont la réponse est loin d'être évidente. Pour Agnès Bricard, vice-présidente de l'Ordre des experts-comptables, *“la valorisation est un exercice difficile, la règle d'or consiste donc à en estimer une valeur réelle mais prudente. C'est-à-dire qu'il faut se garder de surévaluer une entreprise, notamment lors d'une fusion”*. Pour ce faire, les professionnels utilisent différentes méthodes dont la plus évidente consiste à se baser sur le chiffre d'affaires annuel de l'entreprise, d'y ajouter la trésorerie disponible, la valeur des actifs (immobiliers, matériels, brevets...) et d'en retrancher les dettes. Si les professionnels prennent en compte ces critères dans la valorisation d'une entreprise, ils ne sont pas prépondérants. Pour une simple et bonne raison que résume Agnès Bricard : *“on n'achète pas une entreprise sur la base de ses résultats passés”*.

Le free cash flow

Avec la méthode des “free cash-flows”, l'entreprise est considérée comme une entité dont la valeur ne dépend pas de son bénéfice actuel, mais de sa capacité bénéficiaire qui est mesurée par ses flux de trésorerie disponibles. La valeur de l'entreprise est égale à la somme actualisée des flux futurs générés par l'exploitation courante de l'entreprise. Autrement dit, cette méthode permet de dégager la valeur économique de la firme en faisant abstraction de ses dettes financières, c'est-à-dire de sa structure financière. *“L'approche la plus rigoureuse et économique de la valorisation est en effet de regarder l'entreprise comme une machine à dégager du cash-flow”* confirme Sylvie Ouziel, directeur général adjoint monde chez Accenture Management Consulting. *“Il faut donc estimer son potentiel de croissance des revenus et sa profitabilité, à quoi on ajoutera la notion de synergies si l'acheteur est un acteur industriel.”*

L'approche comparative

L'autre méthode la souvent utilisée par les professionnels est l'approche comparative. Elle consiste à comparer un certain nombre de sociétés ou un secteur d'activité précis pour dégager

“Fondamentalement, ce qui fait la valeur d'une entreprise, c'est son avenir”

des ratios et des multiples de valorisation qui permettront d'établir une juste évaluation de la société cible. Elle est plus facile d'utilisation pour les sociétés cotées, car les informations les concernant sont disponibles, mais elle est tout même utilisée pour les sociétés non cotées. La méthode comparative se base sur un faisceau d'éléments pour valoriser une entreprise, tels que des transactions similaires, des sociétés présentant un profil similaire en termes de taille, de marchés ou de risques, des indices de référence comme le CAC 40, ou un secteur d'activité, si l'on considère que l'entreprise en présente les caractéristiques représentatives.

Quelle méthode privilégier ? Pour Agnès Bricard, *“aucune de ces méthodes n'est parfaite, c'est pourquoi il est conseillé de faire plusieurs valorisations avec plusieurs techniques différentes si l'on veut s'approcher au plus près de la vérité”*.

Mais le plus important dans une valorisation, ce qui le plus souvent décide l'acheteur à investir dans une entreprise, ce n'est pas sa situation actuelle, mais la perception qu'il se fait de son futur. *“Il existe plusieurs types de méthodes quantitatives, analytiques où on rentre des chiffres dans des tableurs”*, explique Henri Mion, co-responsable des activités de fusions et acquisitions midcaps à la Société Générale, *“mais fondamentalement, ce qui fait la valeur d'une entreprise, c'est son avenir. Ce n'est pas parce qu'une société s'est développée et a été rentable que cela va continuer une fois achetée”*.

Les critères qui font la différence

Même en utilisant plusieurs méthodes de valorisations combinées, un investisseur fera tou-

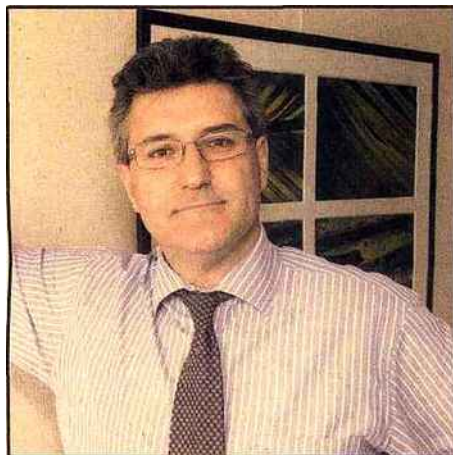


“La valorisation est un exercice difficile, dont la règle d'or consiste à estimer une valeur réelle mais prudente.” Agnès Bricard, vice-présidente de l'Ordre des experts-comptables.



“Plus on achète une société en amont plus les cash-flows futurs sont aléatoires.” Sylvie Ouziel, d'Accenture Management Consulting.

jours un pari en achetant une entreprise. Celui qu'elle lui rapportera plus dans le futur que la somme qu'il débloque pour l'acheter dans le présent. *“Même si la base d'une valorisation d'entreprise est la réalité économique, il y a une vraie relativité dans cet exercice”*, analyse Philippe Schmidt, avocat associé du cabinet SBKG. Car l'investisseur et ses conseils, qu'ils soient experts-comptables, avocats ou banquiers, devront tenir compte de toute une batterie de critères qui sortent des techniques de valorisation habituelles. *“Au-delà du potentiel du marché, de la place de l'entreprise sur ce marché, de l'état de ses comptes, de sa rentabilité, il faut se demander quelle est sa valeur ajoutée dans la chaîne de valeur, si l'entreprise n'est pas trop dépendante de l'amont (ses fournisseurs) ou de l'aval (ses clients)”*, explique Hervé Fonta, associé du fonds de private equity Edmond de Rothschild Capital Partners. *“Au final, il y a un bonus à l'entreprise*



“Ce n'est pas parce qu'une société s'est développée et a été rentable que cela va continuer une fois achetée.” Henri Mion, Société Générale.

qui a le réservoir de croissance le plus important.” Lorsqu'un investisseur achète une entreprise, il doit avoir des projets pour elle, une vision stratégique à moyen terme, une idée de là où elle doit aller. Et s'il a cette vision de l'avenir, il pourra alors se permettre de payer un peu plus cher, de surenchérir sur d'éventuels concurrents par exemple. Ainsi pour Agnès Bricard, *“les investisseurs industriels paient parfois une entreprise un prix supérieur au marché car ils pensent que la fusion va leur donner un tel poids que ça va les faire décoller”*.

“Au final, il y a un bonus à l'entreprise qui a le réservoir de croissance le plus important”

Pour Hervé Fonta, l'un des critères fondamentaux dans la valorisation d'une entreprise est l'innovation. *“Et sur ce sujet, les entreprises ayant une forte inertie, il est important qu'elles anticipent leur stratégie d'innovation un à deux ans en amont”*, prévient-il.

Second critère différenciant : la pertinence de l'entreprise à l'étranger *“Etant donné les difficultés à pénétrer de nouveaux marchés, les entreprises qui y parviennent ont souvent des produits ou des services à plus forte valeur ajoutée. Un investisseur valorise cet élément, d'autant plus qu'une présence sur plusieurs marchés est également pour lui un facteur de réduction du risque.”*

Pour Hervé Fonta toujours, le troisième critère crucial lors de la valorisation d'une entreprise est l'environnement dans lequel se déroule la transaction. *“Les investisseurs sont souvent en concurrence lorsque les opérations portent sur des entreprises de qualité. Lors des processus de cession organisés par les banques spécialisées en fusion-acquisition par exemple, la compétition entre investisseurs potentiels les stimule et les incite parfois à revoir leur valorisation à la hausse pour emporter l'enchère.”*

Autre critère de survalorisation difficile à quantifier grâce à une technique de valorisation standardisée, l'importance dans le capital de l'entreprise des parts achetées. *“On valorise d'avantage quelqu'un qui permet d'avoir une majorité au sein du capital. Par exemple, un associé qui est minoritaire avec 3 % mais qui vous fait passer de 49 à 52 % des parts recevra une prime”*,

explique Philippe Schmidt. Enfin, pour Sylvie Ouziel, *“plus on achète une société en amont, plus les cash-flows futurs sont aléatoires. Et plus on achète en aval une valeur établie, plus c'est difficile de ne pas la payer cher et de créer de la valeur ajoutée”*.

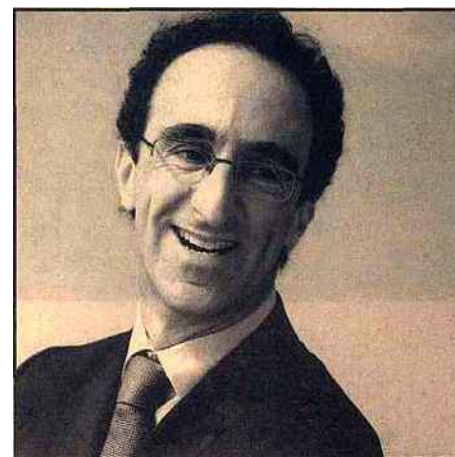
L'innovation et l'international

Un des critères qui fait fluctuer la valorisation d'une entreprise tient aux acteurs en présence, à leur interaction durant les négociations et même à leur nature humaine.

“Quelle que soit la méthode de valorisation utilisée, il est crucial de s'adresser aux bons acquéreurs, explique Henri Mion. Le rôle du banquier est alors de trouver des acquéreurs, stratégiques (fonds de private equity, industriels...) capables de savoir comment piloter la société dans le futur, comment créer des synergies, comment l'intégrer dans leur

stratégie. Ce genre d'investisseur n'hésitera pas à surpayer un peu l'entreprise qu'il désire.”

Les vendeurs sont souvent les créateurs d'entreprises, ou leurs descendants, qui souhaitent soit lever le pied et profiter de la vie, soit trou-



Philippe Schmidt avocat associé du cabinet SBKG: “valoriser, c'est définir combien vous êtes prêt à mettre quand vous achetez et combien vous être prêt à accepter quand vous voulez vendre”.

ver des investisseurs qui les aideront à passer à la vitesse supérieure. *“Quelqu'un qui a rendu son entreprise mature voudra la revendre pour capitaliser ses efforts, en récolter les fruits. Ce lui permettra notamment de diversifier son patrimoine”*, décrypte Philippe Schmidt. Dans ce cas de

“De la confrontation entre la méthodologie et la prise de risque naît une valorisation raisonnable”

figure, le vendeur-créateur aura tendance à sur-évaluer son actif lors de la valorisation, en se laissant guider par des critères émotionnels ou affectifs. Ce sera alors le rôle de son conseil de le faire revenir sur terre; car s'il est trop gourmand, il risque de ne jamais vendre son bien. Quand aux acheteurs, ce sont souvent d'autres entreprises du secteur qui, à travers une acquisition, cherchent à cumuler les capacités de production, s'approprier un portefeuille de brevets, faire des économies d'échelle, bref se développer. Les fonds de private equity acquièrent et revendent quant à eux des sociétés pour faire tourner leur portefeuille. *"Même ces financiers sont préoccupés par les qualités fondamentales des entreprises et par leur stratégie à long terme"*, analyse Henri Mion. Ce que confirme Hervé Fonta: *"Les investisseurs financiers ont pour objectif de valoriser leur investissement à horizon de 5 à 7 ans, en accroissant la valeur stratégique de l'entreprise. Dans l'intervalle, il est nécessaire de développer l'entreprise en lançant de nouveaux produits, en la restructurant ou encore en l'ouvrant à l'international. C'est pourquoi l'investisseur doit avoir une véritable vision stratégique de l'entreprise qu'il acquiert"*. Au final, quelle que soit l'identité de l'acheteur et du vendeur, la valorisation d'une entreprise est avant tout le fruit d'une négociation entre les deux parties. Le vendeur tentera de maximiser le prix alors que l'acheteur voudra le minimiser, souvent en utilisant les mêmes techniques de valorisation. *"Au bout du compte, la valorisation, c'est définir combien vous êtes prêt à mettre quand vous achetez et combien vous être prêt à accepter quand vous voulez vendre. Que ce soit justifié ou pas. Il existe de très nombreuses méthodes, mais il n'y a pas qu'une seule vérité. Les deux parties doivent le comprendre et se montrer raisonnables pour parvenir à un accord"*, prévient Philippe Schmidt. Ce que confirme Hervé Fonta: *"Les techniques de valorisation donnent un étalon de valeur à l'entreprise. Mais même avec des référentiels de valorisation identiques, vendeurs et*



"Il faut avoir une véritable vision stratégique de l'entreprise qu'on achète." Hervé Fonta, associé du fonds Edmond de Rothschild Capital Partners.

acquéreurs peuvent avoir des perceptions différentes du potentiel de croissance future, et donc des sensibilités éloignées sur la valeur de l'actif. In fine cependant, pour qu'une transaction se réalise, il faudra que ces deux visions se réconcilient."

Une part de risque incontournable

La meilleure façon de valoriser une entreprise consiste donc d'abord pour les deux parties en présence à utiliser plusieurs méthodes de valorisation (comparative, free cash-flows, etc.) combinées. Puis à les agrémenter d'un certain nombre de critères (innovation, pertinence à l'étranger, environnement,...). Et enfin à se mettre d'accord sur un prix au cours d'une négociation. Cependant pour Philippe Schmidt, *"il est impossible de ne jamais se tromper. Chaque valorisation comporte une part de risque, un pari sur l'avenir"*. *"Les investisseurs font parfois de mauvais investissement, confirme Hervé Fonta, notamment lorsqu'ils prennent des paris qui ne se réalisent pas."*

Le facteur humain est un des critères sur lequel un investisseur pourra se tromper, et que ni la

méthode comparative, ni la méthode des free cash-flows ne pourront sécuriser. *“Les qualités nécessaires pour gérer une entreprise en période de crise ou de croissance ne sont pas les mêmes, et les équipes de management des entreprises sont parfois plus adaptées à l’une ou l’autre de ces situations”*, prévient Hervé Fonta. De plus, une fois l’entreprise rachetée, l’équipe managériale risquera d’être moins motivée par la création de valeur. *“C’est pourquoi nous préconisons d’assortir les contrats de cession de clauses de In and out pour intéresser les dirigeants, afin qu’ils continuent d’apporter leur part dans la valorisation”*, conseille Philippe Schmidt.

Selon ces experts, il est toutefois assez rare que les acheteurs découvrent des vices cachés dans les entreprises qu’ils achètent. *“Le processus de valorisation d’une entreprise dure entre 6 mois et un an, explique Henri Mion. L’investisseur doit mettre ce temps à profit pour faire diligenter des audits (comptable, fiscal, juridique, propriété intellectuelle, clientèle, social...) de l’entreprise qu’il convoite et pour négocier des garanties de passif au cas où des problèmes auraient été cachés.”*

Et s’il subsiste des zones d’ombre, il faut toujours garder en mémoire le premier des dix principes édicté par Warren Buffet, à savoir que le business model de l’entreprise doit être simple et compréhensible. Si l’investisseur ne comprend pas ce qu’elle fait et comment elle le vend, il lui sera sans doute difficile d’investir à bon escient. ■

CHIFFRES REVELATEURS

La reprise

Entre 2007 et 2009, le nombre d’opérations de fusion-acquisition annoncées a baissé de **53 %** et de **32 %** entre 2008 et 2009. Selon l’Argos mid market index de juin 2010, les fonds LBO ont cependant repris leurs acquisitions au premier semestre 2010: **+15 %** en volume et **+35 %** en valeur. En France, le volume des acquisitions s’est établi à **924 M€**, en hausse de **26 %** par rapport à 2009. Au total, ce sont 119 opérations qui ont été recensées, soit **11 %** de plus qu’en 2009. (du Baromètre IT AP Management). Une opération dure en moyenne entre 6 mois et 1 an.

Valeurs Internet

La nouvelle bulle du Web 2.0

Il n’y a pas si longtemps, dix ans à peine, les bourses mondiales s’écroulaient suite à l’effacement de ce qu’on a appelé depuis la Bulle Internet. Le 13 mars 2000 à New York, l’indice Nasdaq, calculé à partir des principales valeurs technologiques de l’époque – AOL, eBay, Yahoo! ou Amazon – décroche brutalement, mettant un point final à cinq années de hausse. A Paris, le CAC 40 continue sur sa lancée jusqu’en septembre et atteindra 6944 points le 4 septembre 2000, avant de sombrer à son tour.

L’une des explications de cette catastrophe boursière est une survalorisation généralisée des start-ups liées à Internet. Tous les investisseurs voulaient en être,

re eux “valait” 100 euros, la valorisation de l’entreprise était de 50 millions d’euros. *“Certains investisseurs ont accepté des valorisations ridicules et trop élevées, témoigne Philippe Schmidt. Et cela vaut encore pour aujourd’hui. Ce n’est pas parce qu’on a affaire à Internet qu’il faut perdre son sang-froid. Les préceptes de l’économie réelle s’appliquent au Web”*.

Alors qu’en est-il aujourd’hui? Face à la difficulté de la valorisation, ce genre d’erreur est-il encore possible? Fin 2010, la valeur de Facebook était estimée entre 33,7 milliards (Par le *Financial Times*) et 51 milliards de dollars (par la Saxo Bank). Son chiffre d’affaires de moins d’un milliard de dollars (qui devrait cependant

Ce n’est pas parce qu’on a affaire à Internet qu’il faut perdre son sang-froid

alléchés par des promesses de profits faramineux.

“Certains investisseurs n’hésitaient pas à surévaluer les actifs dans lesquels ils plaçaient leur argent. Ils étaient prêts à tout perdre, car ils espéraient gagner 10 fois plus que leur mise de départ si la start-up démarrait réellement”, se souvient Philippe Schmidt, avocat associé du cabinet SBKG.

Comme Internet était un territoire nouveau qui ne répondait apparemment à aucune des règles en vigueur dans l’économie traditionnelle, les acteurs mirent en place des techniques de valorisation nouvelles et peu orthodoxes.

Par exemple, une start-up était valorisée par le nombre de clients ou de visiteurs sur son site, avec un coefficient multiplicateur. Donc si une start-up pouvait se prévaloir de 500000 utilisateurs et que chacun d’ent-

douber en 2011) ne suffit pas à expliquer cette valorisation vertigineuse. Si on se base sur la méthode utilisée en 2000, chacun des 500 millions d’utilisateurs du réseau social vaudrait 500 dollars chacun. Pour arriver à sa valorisation astronomique, la Saxo Bank a imaginé quant à elle que si Apple voulait racheter Facebook, la marque à la pomme pourrait déboursier au maximum 51 milliards de dollars (ce qui est le montant de son cash disponible). Elle en déduit donc que le réseau social vaut 51 milliards. Sommes-nous dans une bulle Web 2.0? L’avenir le dira. Nous pouvons toutefois constater que les valeurs phares des années 2010 semblent plus solides que celles du début des années 2000. En témoignent par exemple l’introduction réussie et l’insolente santé de Google.

F.H.