

6^{ème} enquête de la valeur au prix

- **Enquête réalisée pour la septième fois depuis 1993**
- **Objectifs: observer les tendances sur**
 - ✓ **Les méthodes utilisées et leur mise en œuvre,**
 - ✓ **Les distorsions entre valeur et prix**

Remerciements

□ Nous tenons à remercier tout particulièrement:

- Alexandre Lambersens, pour la qualité du travail effectué, tant sur le fond que sur la forme,
- Jean-Pierre HILD et le cabinet EXCO, pour le soutien efficace apporté à Alexandre pendant son stage,
- LPFT, pour le soutien logistique apporté à l'organisation de cette manifestation,
- L'ensemble des professionnels rencontrés, et tout particulièrement OSEO, qui nous ont permis d'alimenter et d'enrichir la base de données qui a servi de support à l'enquête.

Le déroulement de l'enquête

- **Enquête réalisée sur le 2nd trimestre 2009** par Alexandre LAMBERSENS, étudiant au Master 2 Finance – Spécialité Evaluation et Transmission d'Entreprises – Université Lyon2, dans le cadre d'un stage chez Exco-Sud Est sous la responsabilité de J.P. HILDE pour Exco et Eddy BLOY pour l'Université Lyon 2,
- **Cadre général de l'enquête** défini et suivi par un groupe de travail A3E (E. BLOY, JP HILDE, C. VELUT, C. BONIN, B. MANET, O. ARTHAUD),
- **Questionnaire administré en face à face.**

1-Le champ de l'enquête

1-1- Les enquêtés

- **3 Évaluateurs indépendants**
- **6 Banques d'affaires**
- **8 Avocats d'affaires**
- **11 Cabinets d'intermédiation**
- **11 Experts comptables ou évaluateurs**
- **12 Sociétés d'investissement**

Total : 51 personnes rencontrées

1-2- Les dossiers étudiés :

- **Cadre géographique: Rhône-Alpes,**
- **109 dossiers provenant des personnes rencontrées,**
- **246 dossiers provenant des archives des 5 établissements OSEO de la Région.**

Total : 355 dossiers étudiés sur une période courant de fin 2007 à début 2009 (1^o semestre).

1-3-Utilisation des données

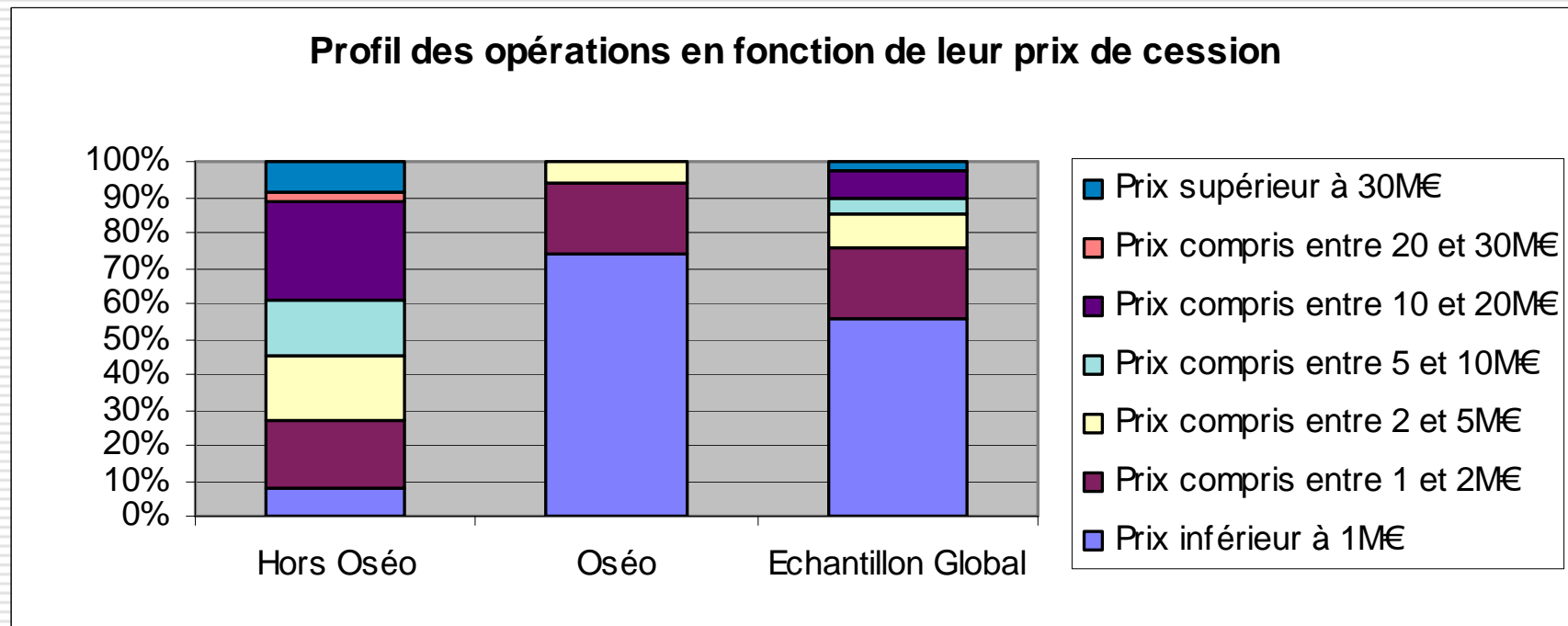
- ❑ Les développements sur la valeur ne sont fondés que sur les données hors OSEO.
- ❑ Les données OSEO sont ainsi intégrées uniquement dans la partie concernant les prix (notamment analyse des PER).

2-La configuration des opérations

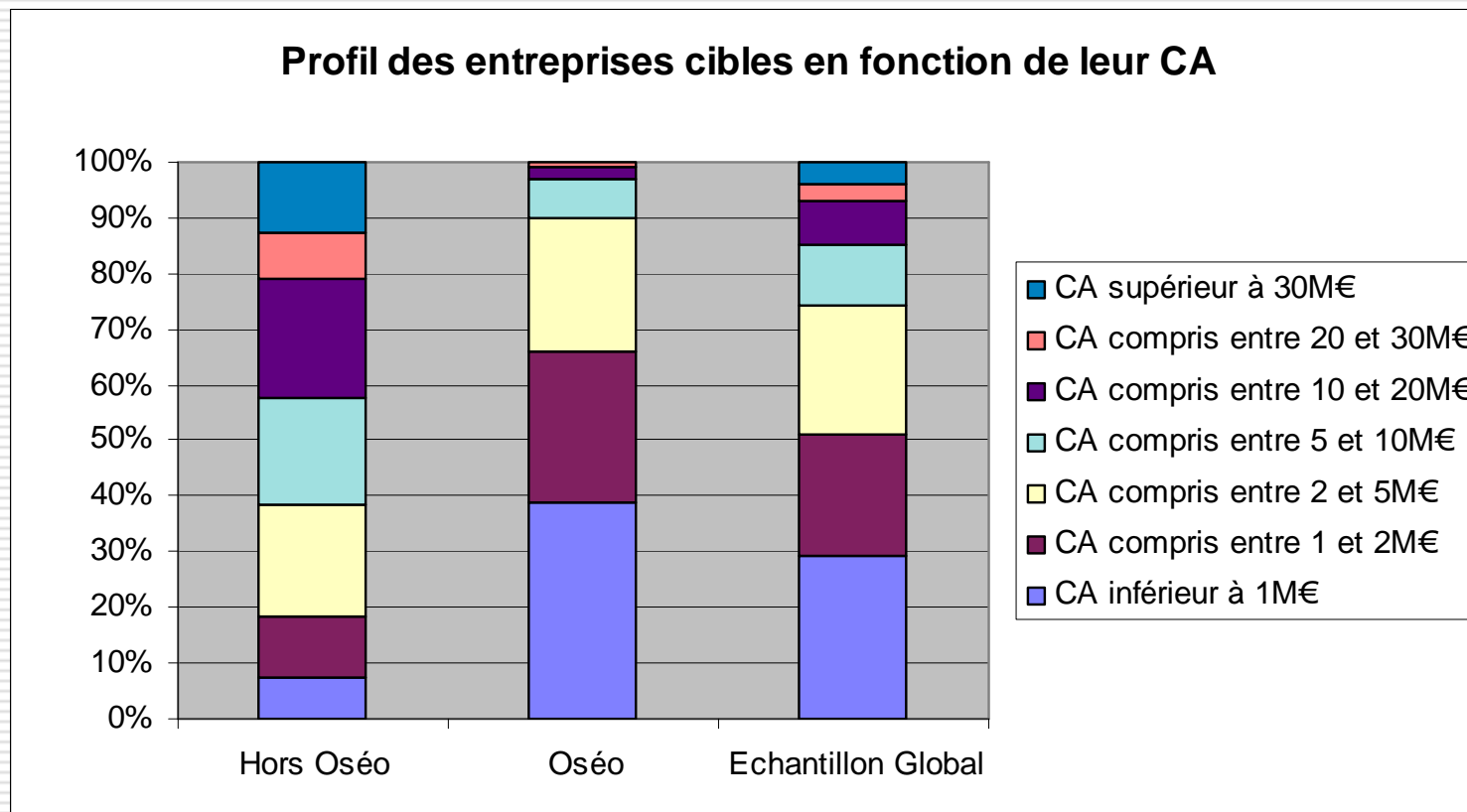
2-1-La configuration des opérations selon la taille

- ❑ Majoritairement, il s'agit d'opérations inférieures ou égales à 1 million d'euros
- ❑ Cela provient du poids important des petites entreprises dans l'échantillon OSEO
- ❑ Cette situation peut s'expliquer par la dominance des entreprises de services dans l'échantillon.

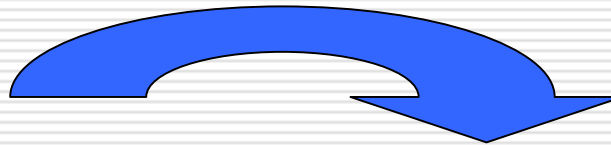
2-1- Le profil des opérations selon les prix



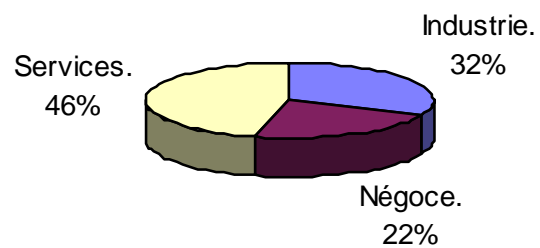
2-1-Le profil des entreprises par taille



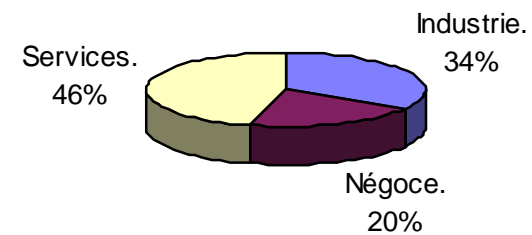
2-1- Le profil des entreprises



Profil des entreprises cibles en fonction de leur secteur d'activité. Enquête 2005-2006.

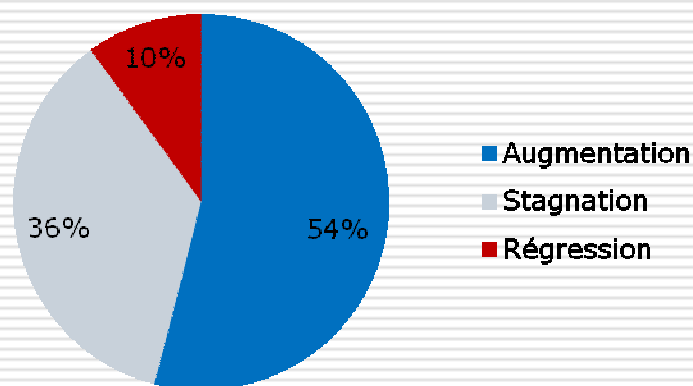


Profil des entreprises cibles en fonction de leur secteur d'activité. Enquête 2007-2009.

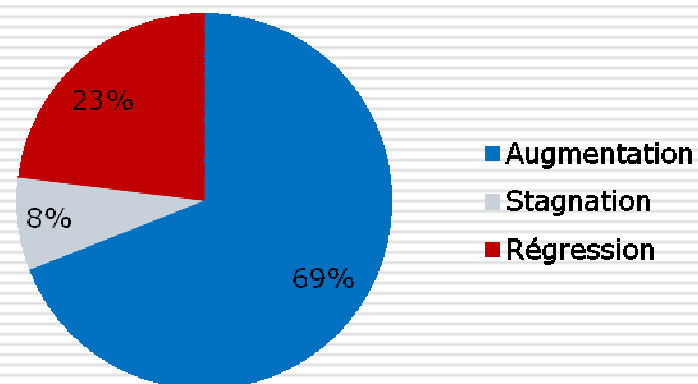


2-1- Le profil des entreprises selon le tendance de leur CA

2006 - 2007



2007 - 2009

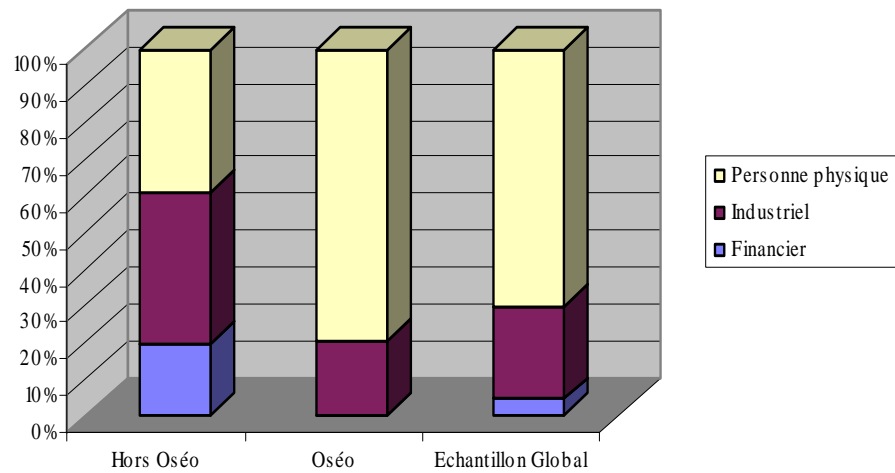


2-2- Le profil des repreneurs et les motifs de cessions

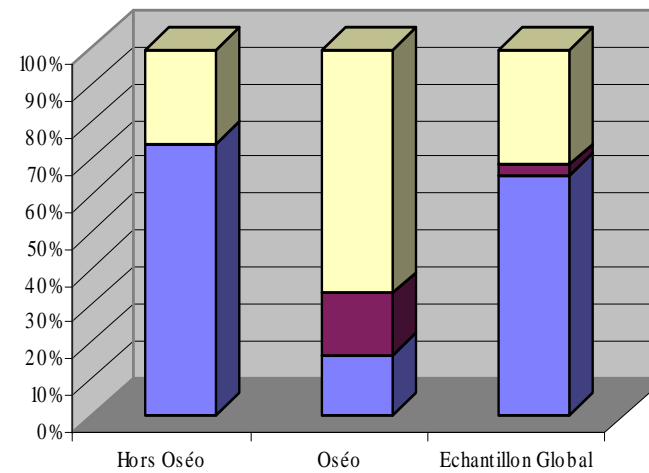
- ❑ Le repreneur majoritaire est dans 70% des cas une personne physique (mais moitié moins dans l'échantillon hors OSEO).
- ❑ Le repreneur minoritaire est dans 65% des cas un financier (mais seulement un peu plus de 10% dans l'échantillon OSEO).
- ❑ Le principal motif de cession est le départ à la retraite suivi de la liquidité du patrimoine.

2-2-Le profil des repreneurs

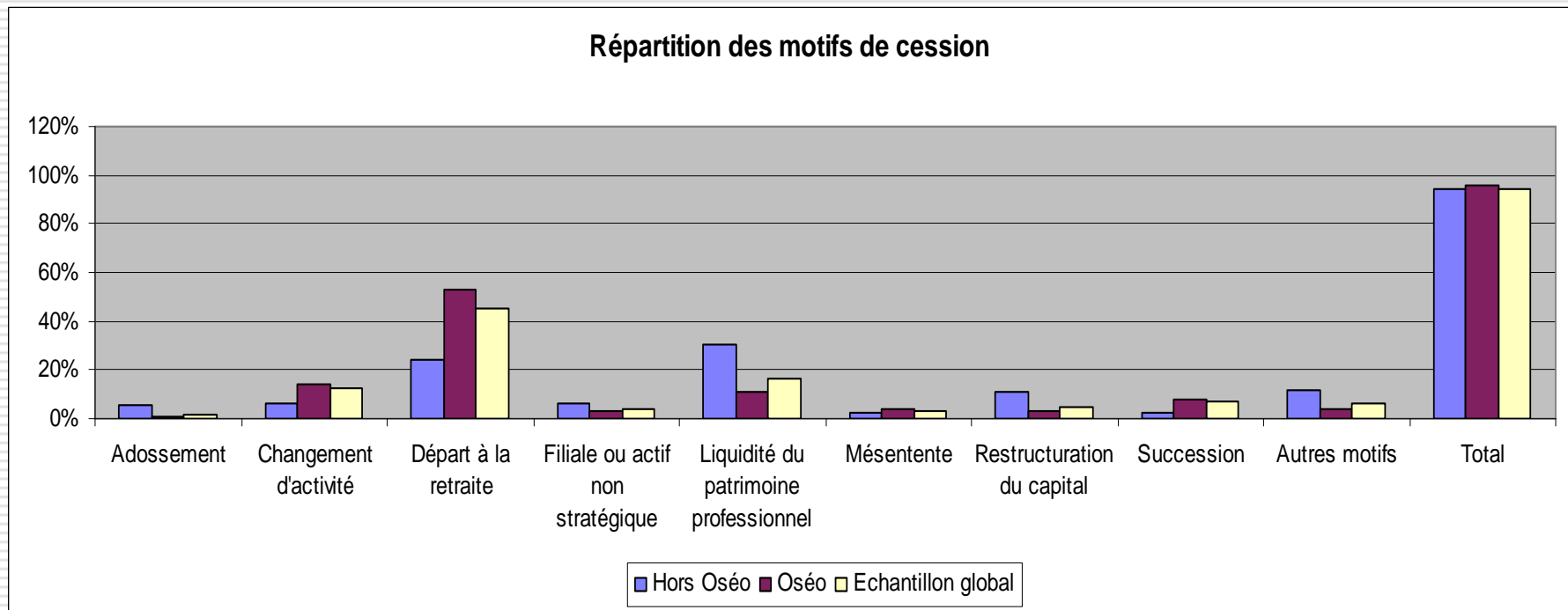
Profil des repreneurs (Majoritaires)



Profil des repreneurs (Minoritaires)



2-2-La répartition des motifs de cession



3-L'évolution temporelle des méthodes d'évaluation

3-1-Les méthodes d'évaluation retenues

- **Méthodes Patrimoniales**
 - ✓ **Actif Net Réévalué**
 - ✓ **Actif Net Réévalué avec rente de Goodwill**

- **Méthodes Financières**
 - ✓ **DCF**
 - ✓ **Multiple de capacité bénéficiaire(*)**
 - ✓ **Comparables**

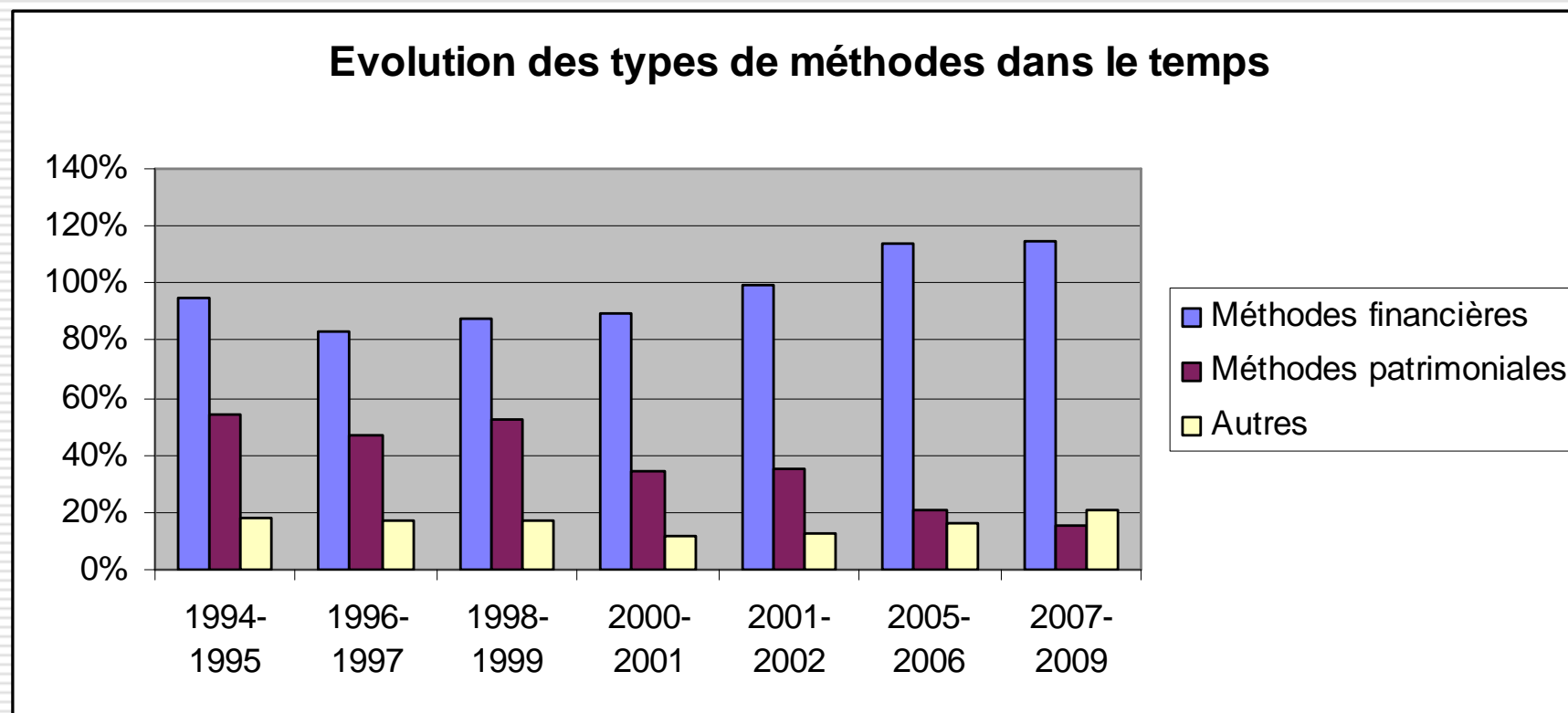
- **Autres**

(*) consiste à appliquer un multiple à une capacité bénéficiaire (EBIT, EBITDA, RN...). Les multiples utilisés **n'étant pas** issus de comparaisons boursières ou transactionnels.

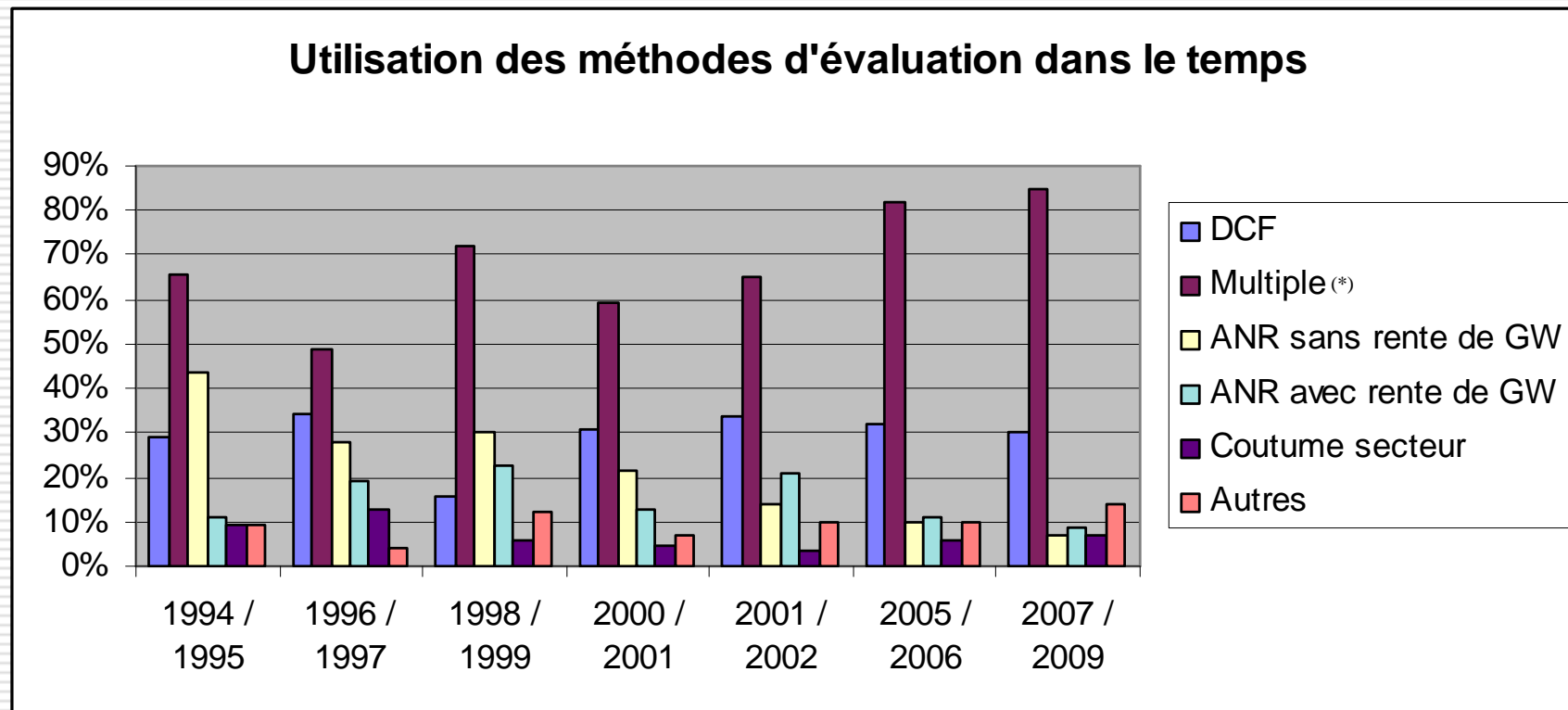
3-2-Evolution des méthodes dans le temps

- ❑ Part croissante des méthodes financières et déclin des méthodes patrimoniales.
- ❑ La catégorie autres croit depuis 2001-2002
- ❑ Triomphe des multiples
- ❑ L'utilisation des DCF reste stable
- ❑ Les méthodes « professionnelles reviennent » (ex:coutumes)!

3-2-Les méthodes d'évaluation



3-2-Les méthodes d'évaluation



(*) On entend ici par multiple à la fois les multiples de capacité bénéficiaire mais également les multiples utilisés dans le cadre de la méthode des comparables.

4-La mise en œuvre des méthodes

4-1-Les DCF

- ❑ Taux d'actualisation assez élevés
- ❑ Horizon conforme à ce que l'on pouvait attendre

4-1- Les DCF

L'actualisation de Cash Flows futurs par secteur d'activité

Secteur d'activité	Taux d'actualisation	Nombre d'années de Cash Flow	Part de la valeur terminale
Industrie	13,90%	6,3	53,40%
Service	15,50%	5,4	63,30%
Négoce	12,60%	4,5	44,00%
Echantillon global	14,00%	5,8	54,10%

Une valeur Terminale est utilisée dans 100% des cas retenus.

4-2-Multiple de la capacité bénéficiaire

- ❑ Superposition probable entre cette partie et ce qui est relatif à la méthode des comparables.
- ❑ Cette partie concerne l'assiette de l'évaluation et le niveau des multiples, l'autre, l'origine des multiples.
- ❑ Large domination de l'EBIT
- ❑ Cette méthode est très répandue, elle est utilisée dans 73% des évaluations de l'échantillon.

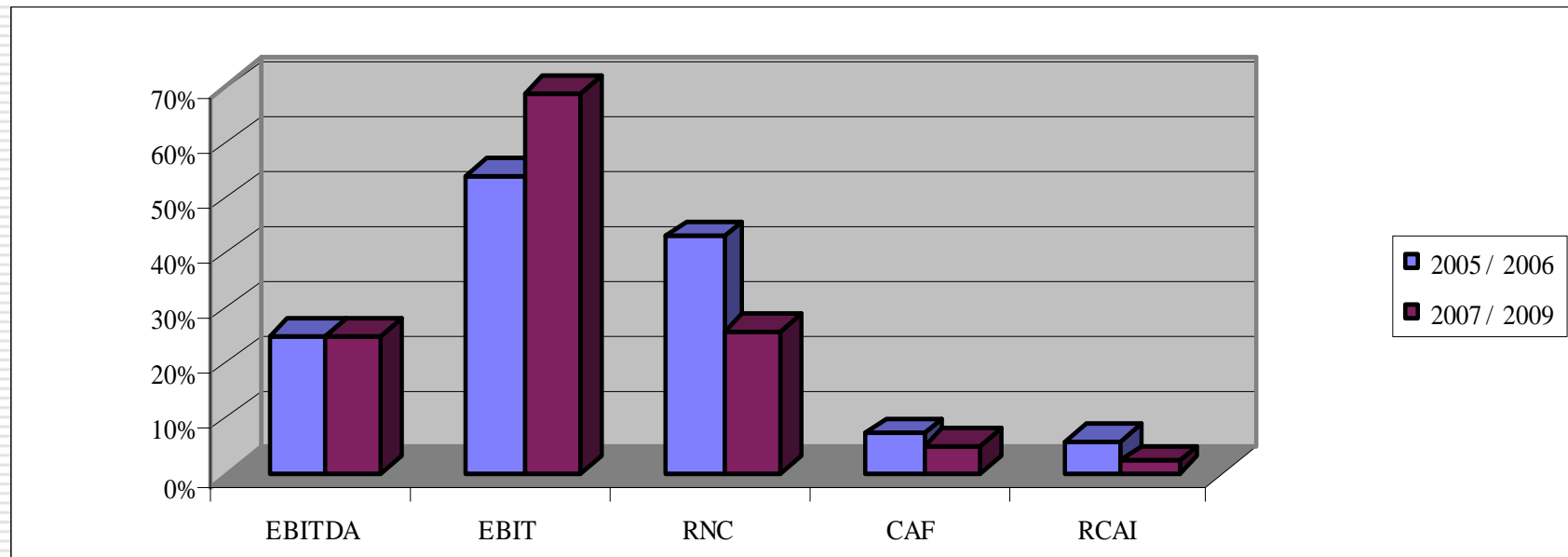
4-2-Multiple de la capacité bénéficiaire

- ❑ Modalités de mises en œuvre différentes entre l'EBIT et L'EBITDA!
- ❑ Fréquence de l'utilisation du dernier résultat connu et sans retraitement.
- ❑ Les retraitements sont systématiques lors de l'utilisation d'une moyenne des résultats passés.

4-2-Multiple de la capacité bénéficiaire

- Dans l'ensemble le niveau des multiples a légèrement monté entre les deux enquêtes.
- La crise a eu un léger impact sur le niveau des multiples.

4-2- Les multiples de capacité bénéficiaire



4-2-Les multiples de capacité bénéficiaire

Nature du résultat retenu	Ce résultat était...	Total	% par nature de résultat	% du Total	Retraitement
EBIT	Dernier résultat connu	9	21%	14%	33% des cas
	Dernier résultat connu + prévisionnels	18	43%	28%	56% des cas
	Estimation des résultats prévisionnels	3	7%	5%	0% des cas
	Moyenne des résultats passés	9	21%	14%	78% des cas
	Moyenne des résultats passés + prévisionnels	3	7%	5%	100% des cas
	Total EBIT	42	100%	66%	55% des cas
EBITDA	Dernier résultat connu	5	36%	8%	60% des cas
	Dernier résultat connu + prévisionnels	1	7%	2%	100% des cas
	Estimation des résultats prévisionnels	2	14%	3%	0% des cas
	Moyenne des résultats passés	4	29%	6%	100% des cas
	Moyenne des résultats passés + prévisionnels	2	14%	3%	100% des cas
	Total EBITDA	14	100%	22%	71% des cas
RNC	Dernier résultat connu	5	63%	8%	20% des cas
	Moyenne des résultats passés	3	38%	5%	100% des cas
	Total RNC	8	100%	13%	50% des cas
	Total	64		100%	57% des cas

4-2-Les multiples de capacité bénéficiaire

Multiples utilisés	2005 / 2006	Janv 2007 / Sept 2008	Sept 2008 / Juin 2009
EBITDA	6,09	5,69	5,59
EBIT	6,63	6,87	6,84
RNC	8,72	9,73	9,40
CAF	4,60	5,40	6,00
RCAI	6,30	7,50	

4-2-Les multiples de capacité bénéficiaire

Annexe 15 : Multiples associés aux sociétés dites "Technologiques" et "Non Technologiques" dans le cadre de la méthode des multiples

	2005 / 2006		2007 / 2009	
	Société Technologique	Société Non Technologique	Société Technologique	Société Non Technologique
EBITDA	5,67	6,16	6,20	5,60
EBIT	8,19	6,35	9,12	6,13
RNC	10,96	8,28	13,02	7,79

4-3-Les comparables

- ❑ Forte fréquence de recours aux multiples boursiers avec application d'une décote.
- ❑ Combinaison des multiples boursiers et des transactions comparables très fréquente également.
- ❑ Les multiples boursiers interviennent seuls ou accompagnés dans 72% des cas.

4-3- Les comparables

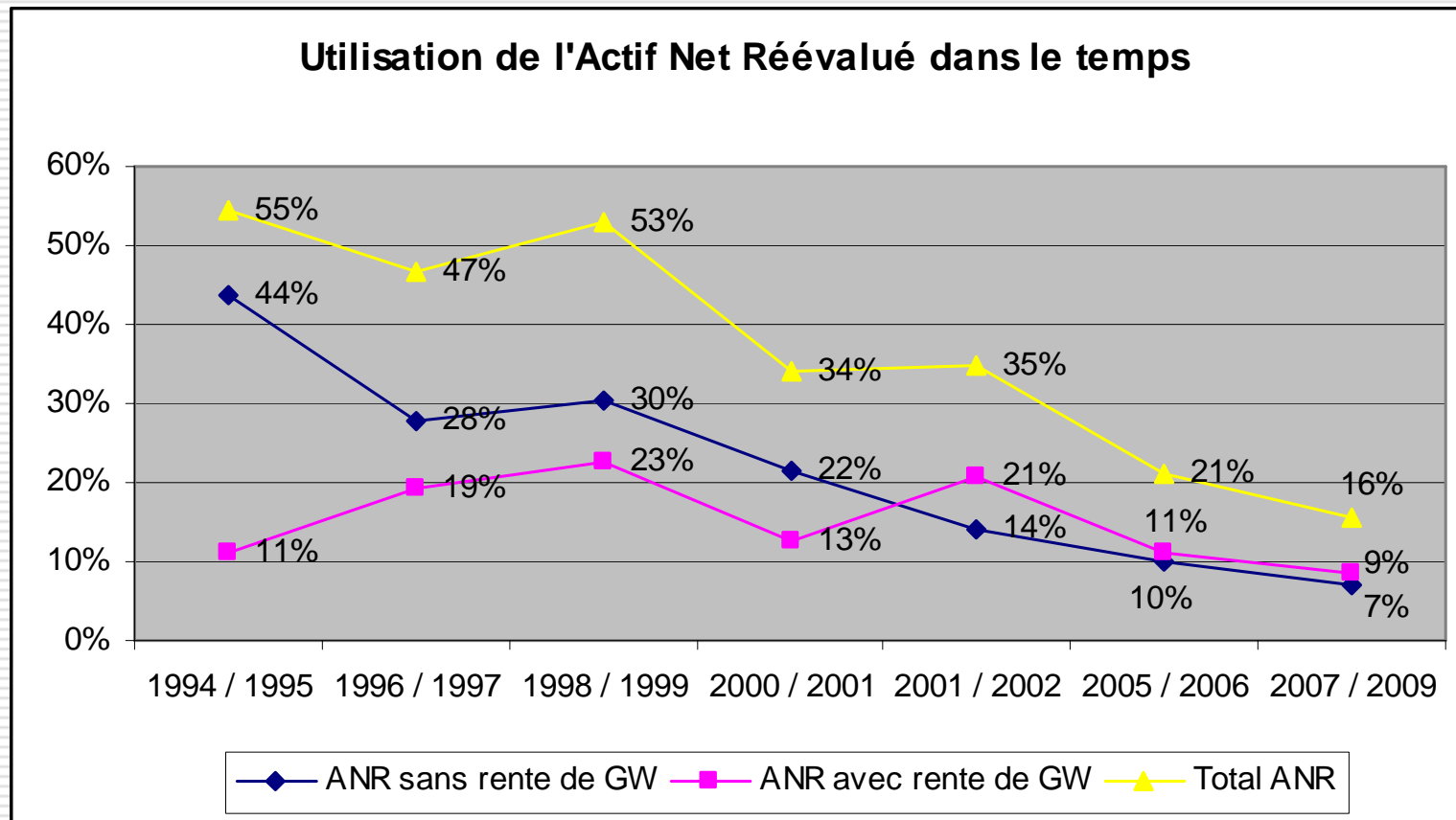
Utilisée dans 45% des évaluations d'entreprises

Comparables	Total	% du Total	% d'utilisation de décote
Boursier	15	38%	80%
Transaction	11	28%	27%
Les 2	14	34%	57%
Total	40	100%	

4-4-L'actif net réévalué

- ❑ La descente aux enfers : fréquence 55% lors de la première enquête, 16% actuellement.
- ❑ C'est surtout la méthode sans inclusion du goodwill qui est touchée.
- ❑ L'ANR est calculé dans 57% des cas avec une rente de goodwill
- ❑ Et sans rente de goodwill dans les 43% des évaluations restantes.
- ❑ Cette méthode est largement utilisée lorsque des biens immobiliers sont inscrits au bilan de la société.

4-4-L'Actif Net Réévalué



4-5-Coutumes du secteur

Utilisée dans 7% des évaluations d'entreprises

- **Exemple :**
 - **Nombre de lits pour le secteur hôtelier**
 - **Nombre d'abonnés dans le secteur de l'internet**

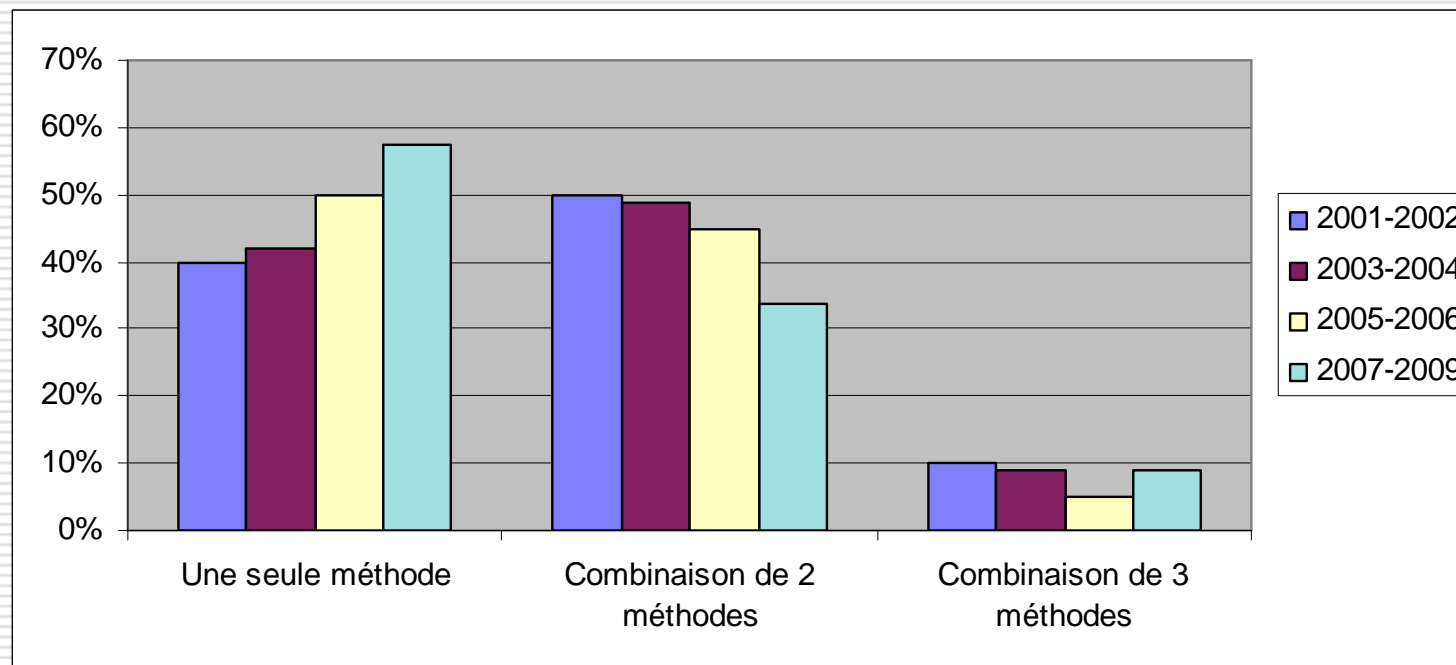
- **La taille des entreprises évaluées est faible (4 fois inférieure à la moyenne)**

4-6- Autres méthodes utilisées

Utilisée dans 14% des cas

- « Méthode de la capacité de remboursement »
représente 7% des évaluations.**

4-7-Les combinaisons de méthodes



4-7-Les combinaisons de méthodes

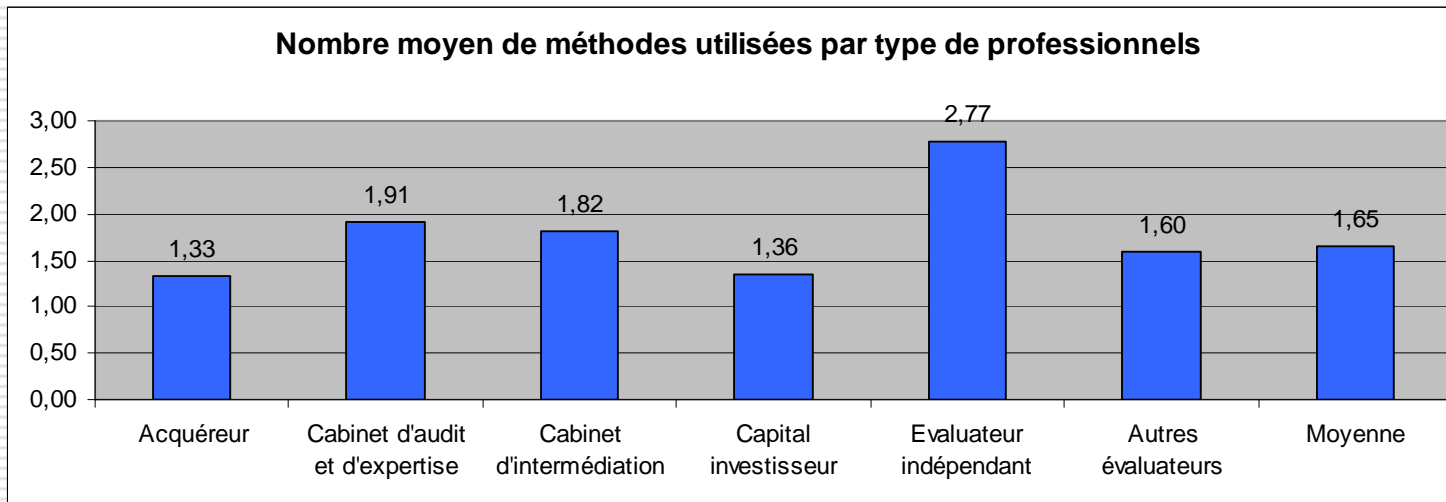
	2005-2006	2007-2009
DCF	2%	4%
Multiples	39%	47%
ANR	4%	0%
Coutumes du secteur	1%	3%
Autres méthodes	4%	2%
Une seule méthode	50%	57%
DCF + Multiples	25%	17%
DCF + ANR	1%	2%
Multiples + ANR	8%	6%
Autres combinaisons de 2 méthodes	11%	9%
Combinaison de 2 méthodes	45%	34%
DCF + Multiples + ANR	3%	6%
Autres combinaisons de 3 méthodes	2%	3%
Combinaison de 3 méthodes	5%	9%
Total	100%	100%

5-Facteurs conditionnant l'utilisation des méthodes.

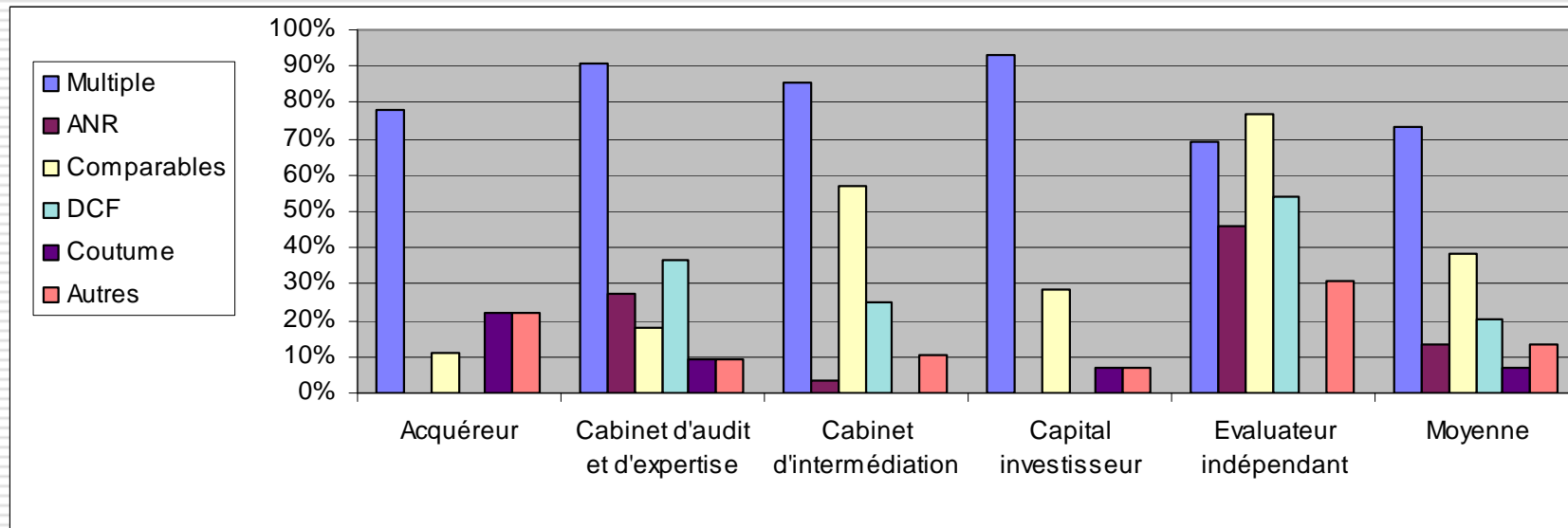
5-1-Valorisation selon le professionnel

- Sans surprise : nombre de méthode maximum pour les évaluateurs indépendants et minimum s'il s'agit de l'acquéreur.
- On peut deviner que la valeur modale doit être de deux.
- Les multiples dominant partout, l'utilisation des DCF est significativement élevée chez les évaluateurs et les cabinets d'audit

5-1-Valorisation en fonction du professionnel



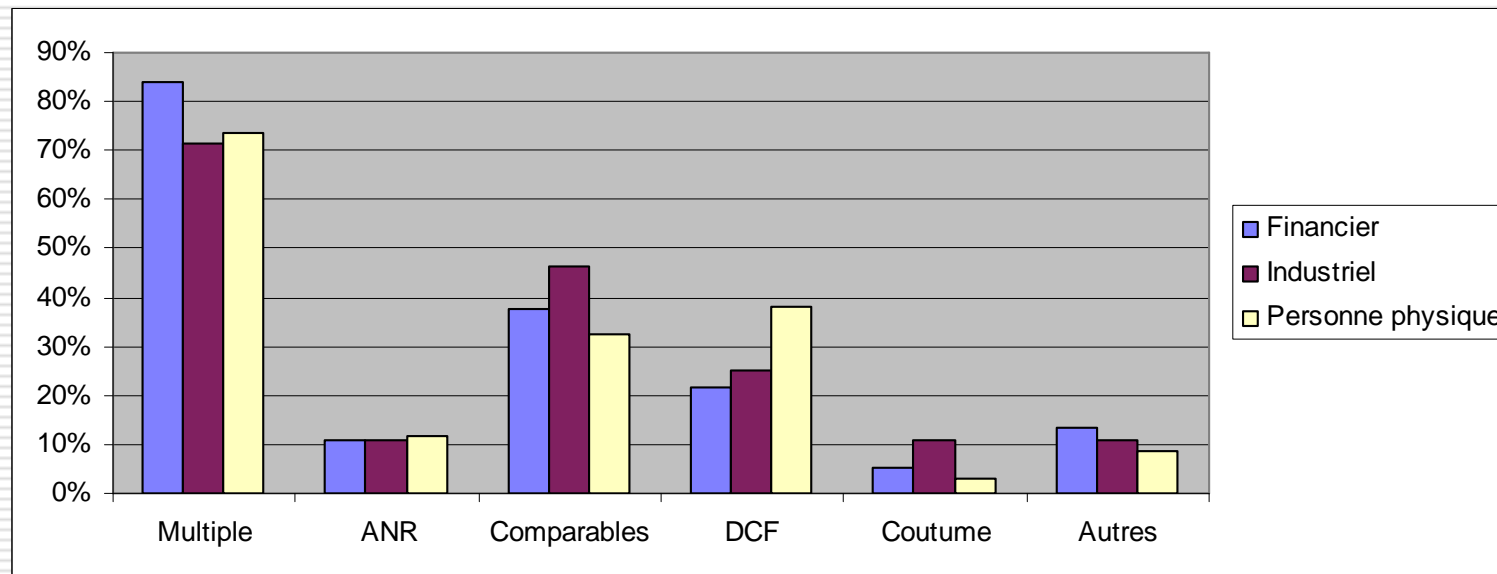
5-1-Valorisation en fonction du professionnel



5-2-Valorisation selon l'acquéreur

- ❑ Les multiples dominant chez les financiers, mais la fréquence est également élevée pour les autres catégories.
- ❑ Les comparables l'emportent chez les industriels.
- ❑ Curieusement, ce sont les acquisitions par les personnes physiques qui impliquent le plus souvent l'utilisation des DCF.

5-2-Valorisation en fonction de l'acquéreur



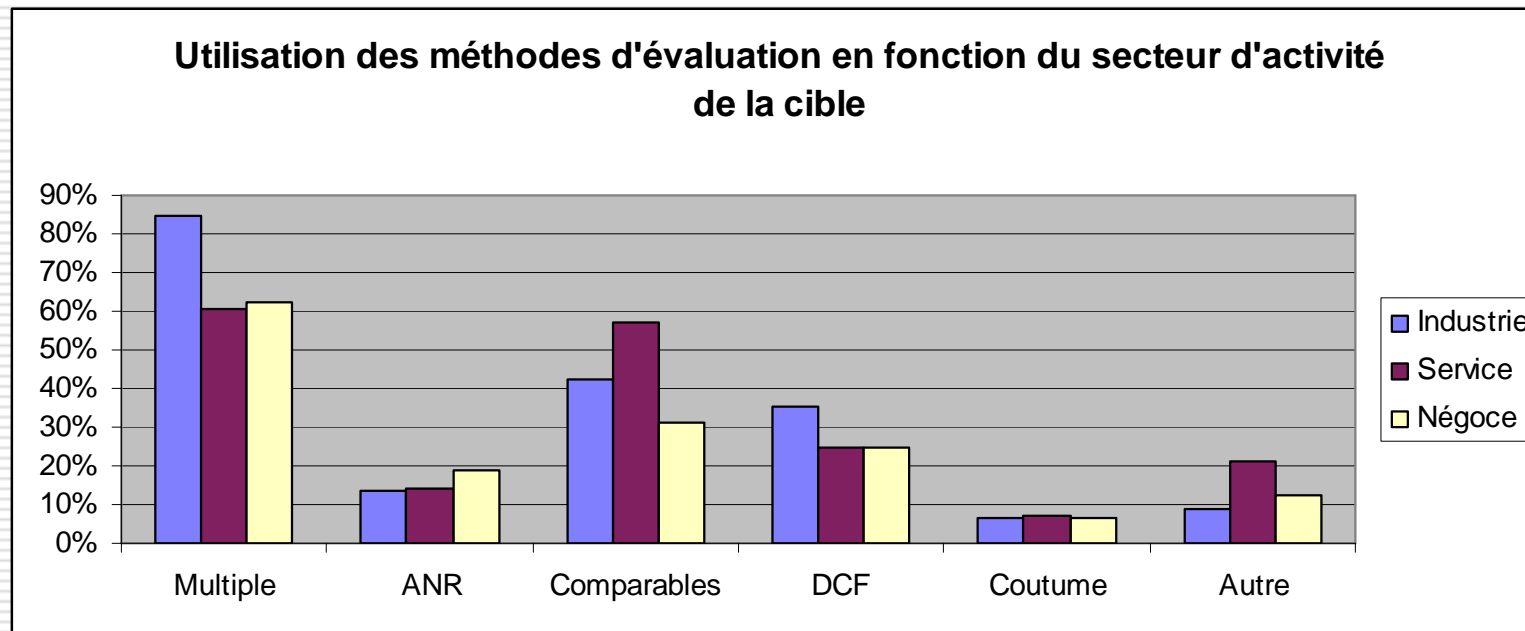
5-3-Valorisation selon la cible

- ❑ Les multiples et DCF sont dominants pour l'évaluation des cibles industrielles.
- ❑ Assez curieusement c'est pour l'évaluation des cibles commerciales que l'on trouve le plus fréquemment l'ANR.
- ❑ L'utilisation des catégories autres ou coutumes se rencontrent plus fréquemment dans l'évaluation des activités de service.

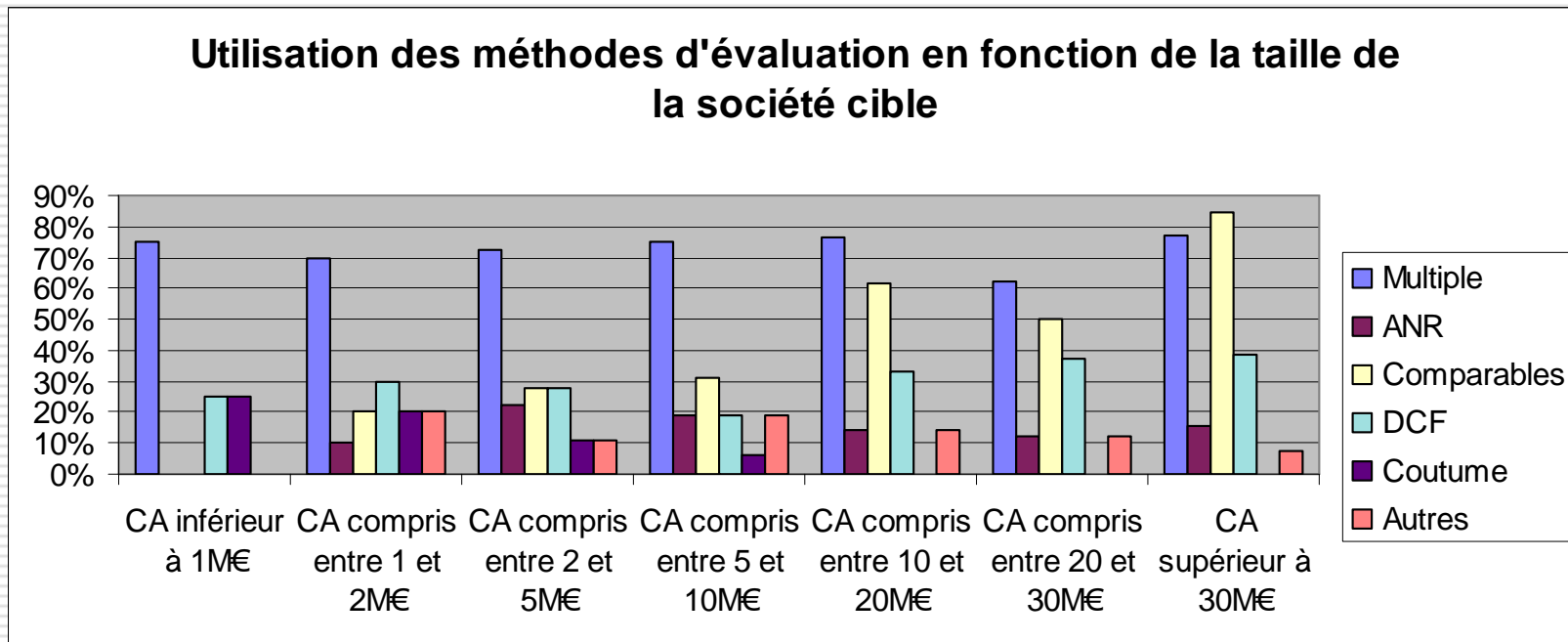
5-3-Valorisation selon la cible

- ❑ L'utilisation des multiples est peu sensible à la taille.
- ❑ En revanche l'utilisation des DCF et des comparables semblent croître avec la taille. Cela semble contradictoire avec le résultat selon lequel les DCF seraient plus fréquemment utilisés quand l'acquéreur est une personne physique.
- ❑ La tendance sectorielle de l'activité a peu d'incidence sur l'utilisation des multiples. En revanche elle en a clairement sur l'utilisation des comparables et des DCF.
- ❑ Comme prévu, l'ANR est privilégiée dans le cadre d'entreprises en déclin.
- ❑ Les DCF sont peu utilisés dans le cadre d'entreprises technologiques.

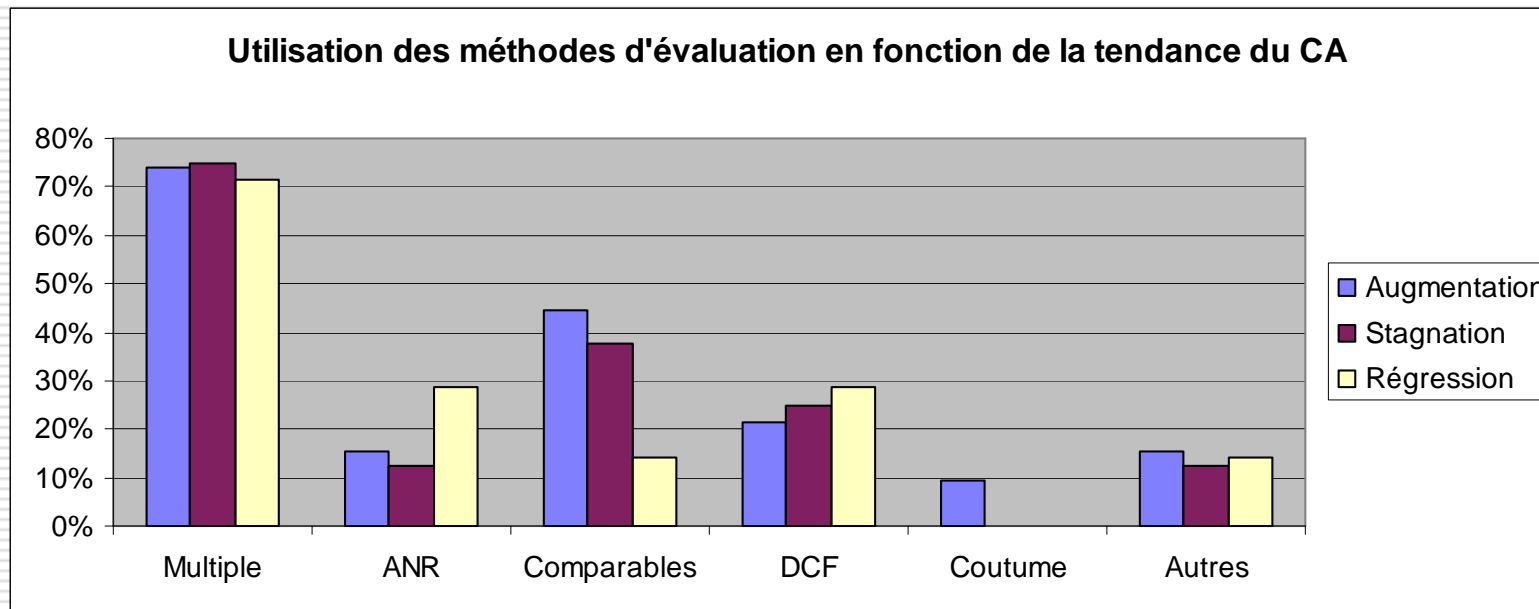
5-3-Valorisation en fonction de la cible



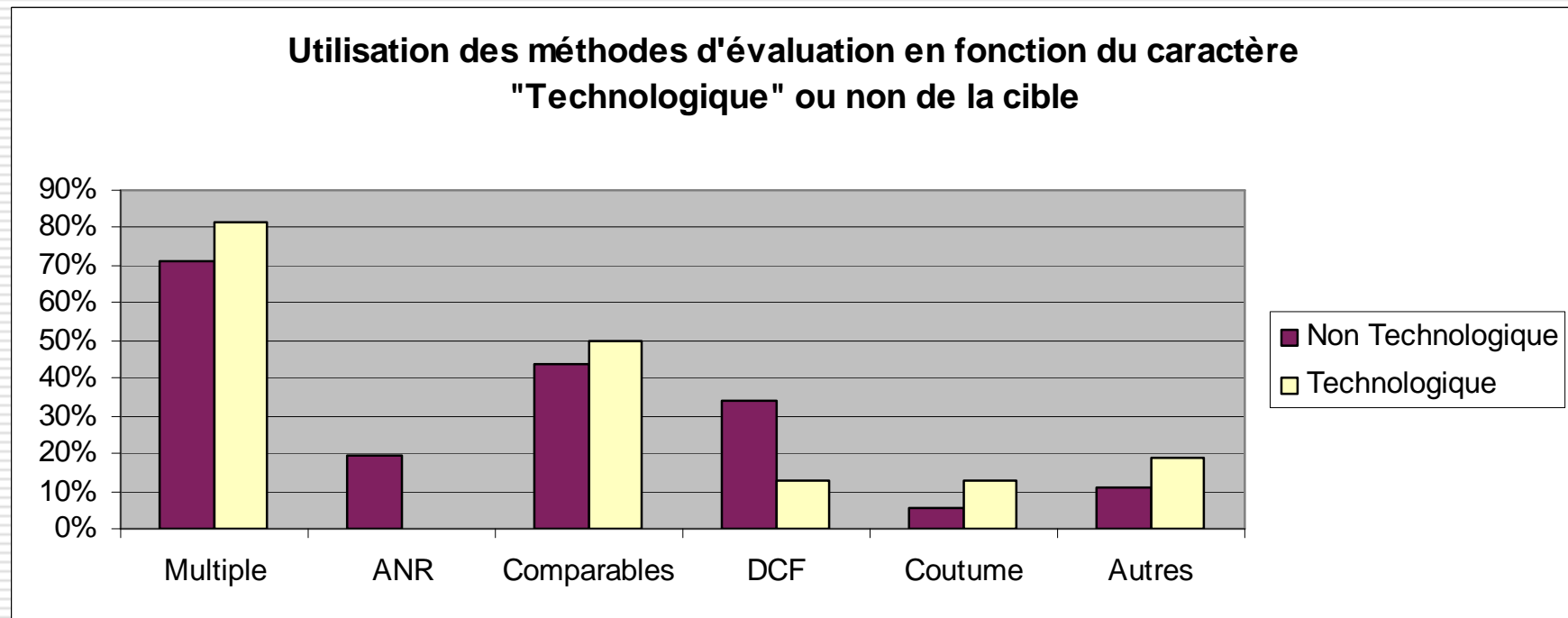
5-3- Valorisation en fonction de la cible



5-3-Valorisation en fonction de la cible



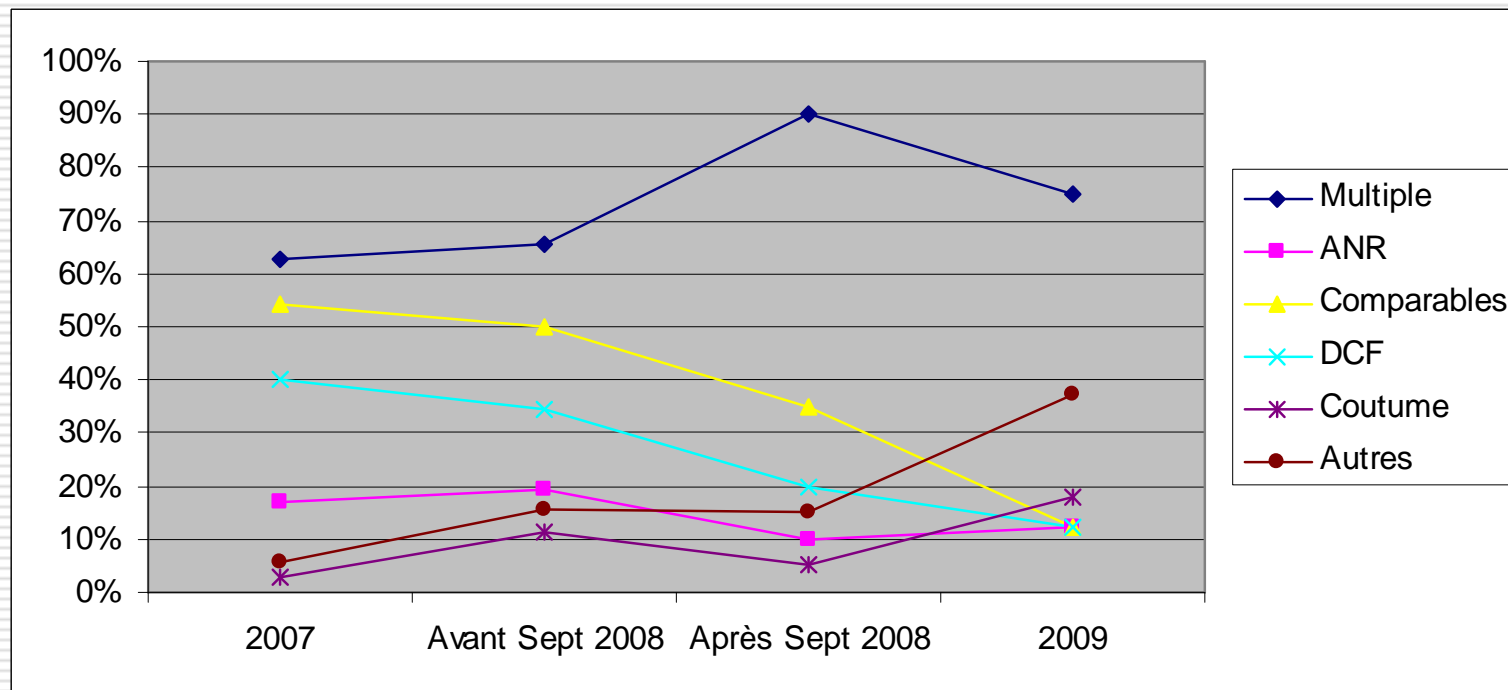
5-3-Valorisation en fonction de la cible



5-4-L'impact de la crise

- ❑ Elle a très nettement fait baisser l'utilisation des DCF et des comparables.
- ❑ Un certain impact en fin de période sur l'utilisation des multiples mais l'échantillon a un faible effectif.
- ❑ Ces baisses semblent profiter aux méthodes de type « professionnel ».

5-4-L'impact de la crise financière



5-5-Les audits

- Un audit est réalisé dans 83% des évaluations.

- Résultat à relativiser :
 - Un audit complet (Financier, social, juridique, environnemental parfois) est réalisé dans 47% des évaluations.
 - Aussi, une simple revue comptable limitée est réalisée dans 36% des évaluations.

- Les audits ont donné lieu à un ajustement dans 4% des cas (modification de la trésorerie nette de référence / de l'EBIT, provisions complémentaires, ajustements sur les stocks,...).

6-L'analyse des prix de cession et les écarts prix-valeur

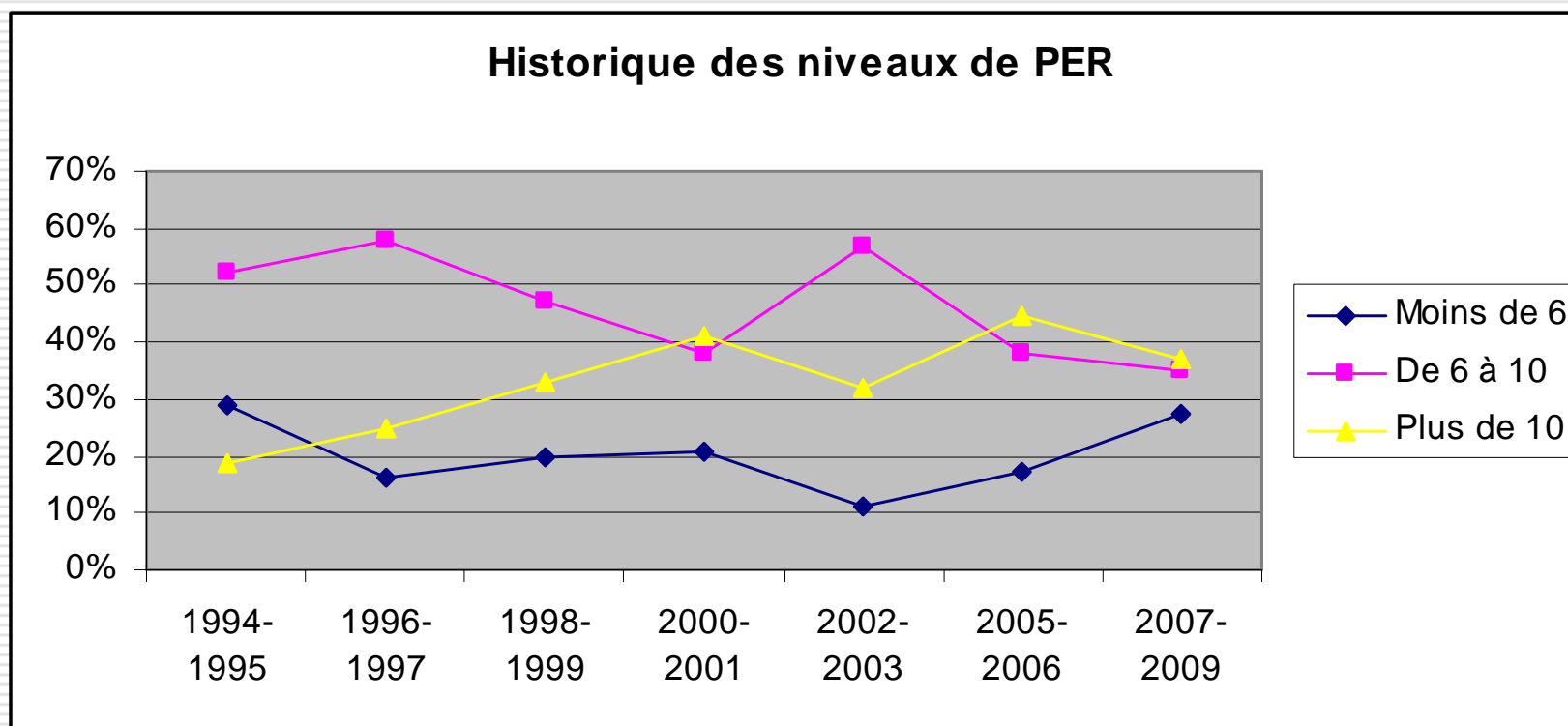
6-1-La démarche

- Analyse des prix de cession par les PER :
 - Le PER est déterminé par le rapport entre le montant de la transaction et le dernier résultat net non retraité connu.
 - Cet indicateur a été mis en relation avec diverses variables
- Analyse des écarts entre valeur et prix :
comme dans chacune des enquêtes précédentes on a cherché à établir les écarts entre le prix effectivement payé et la valeur préalablement calculée.

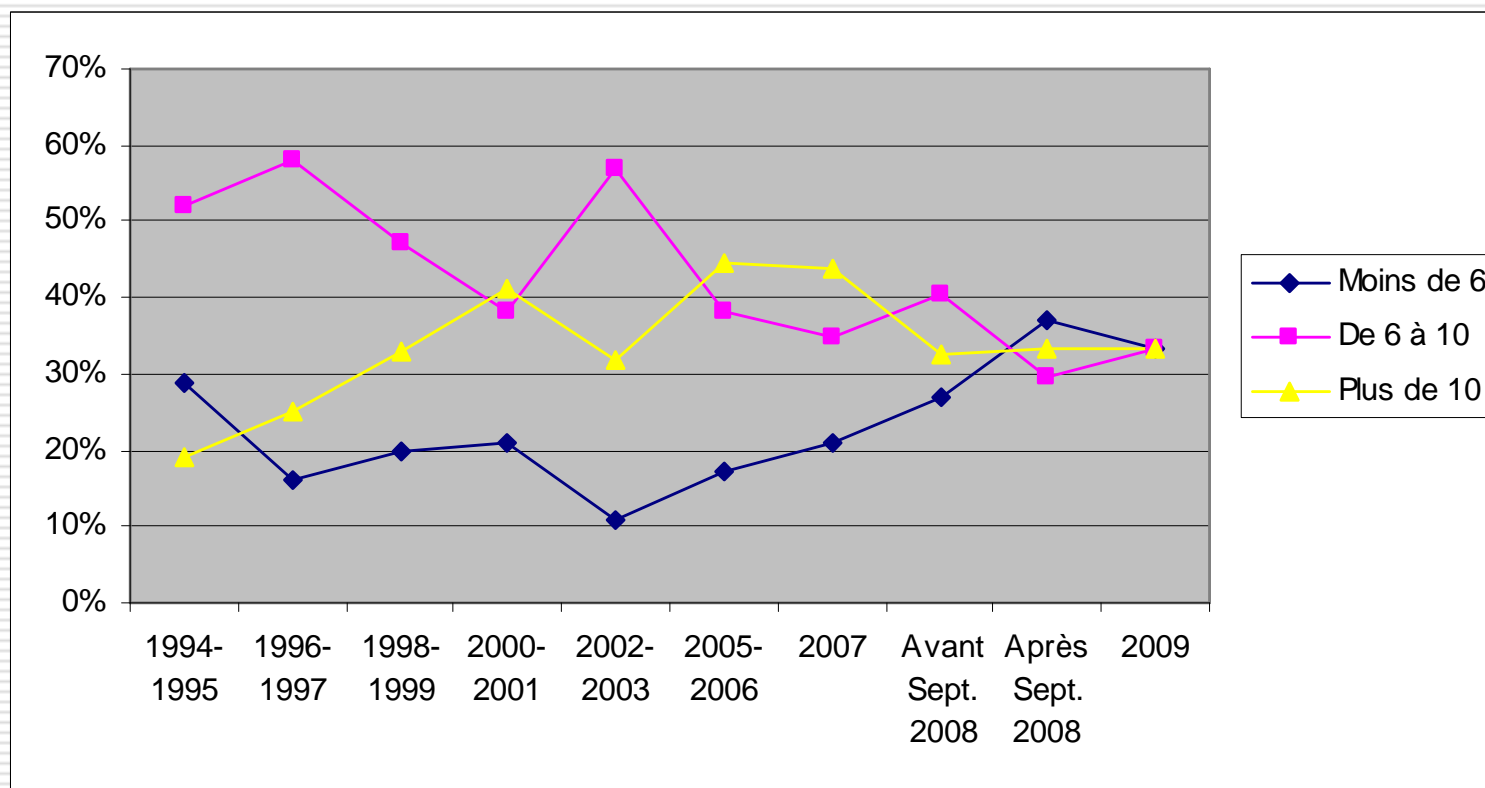
6-2-Evolution des PER

- ❑ La tendance de long terme se traduit par une convergence nette de la répartition des PER entre les trois catégories.
- ❑ La situation de crise confirme cette tendance.

6-2-Analyse des prix de cession par les PER



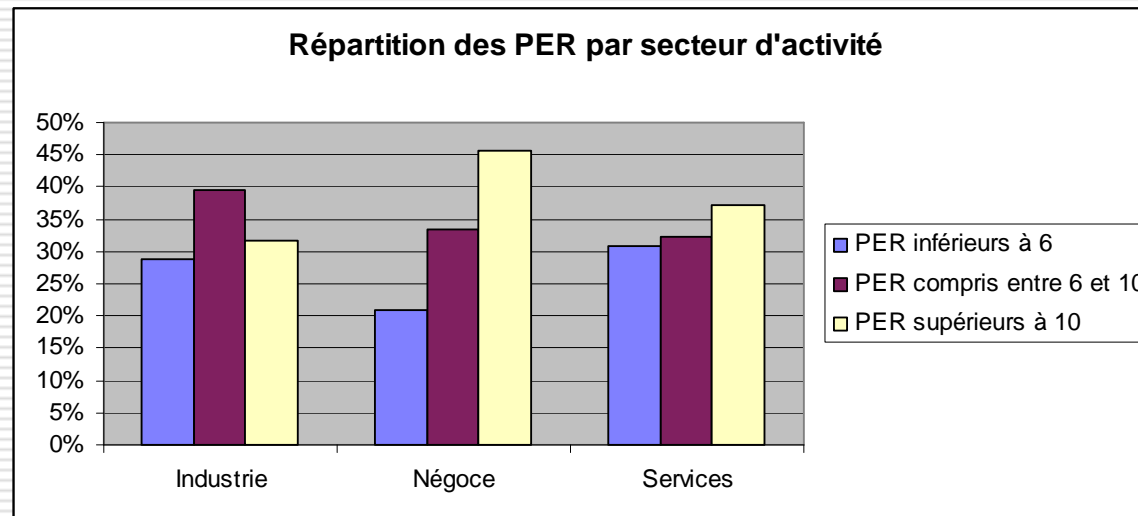
6-2-Analyse des prix de cession par les PER



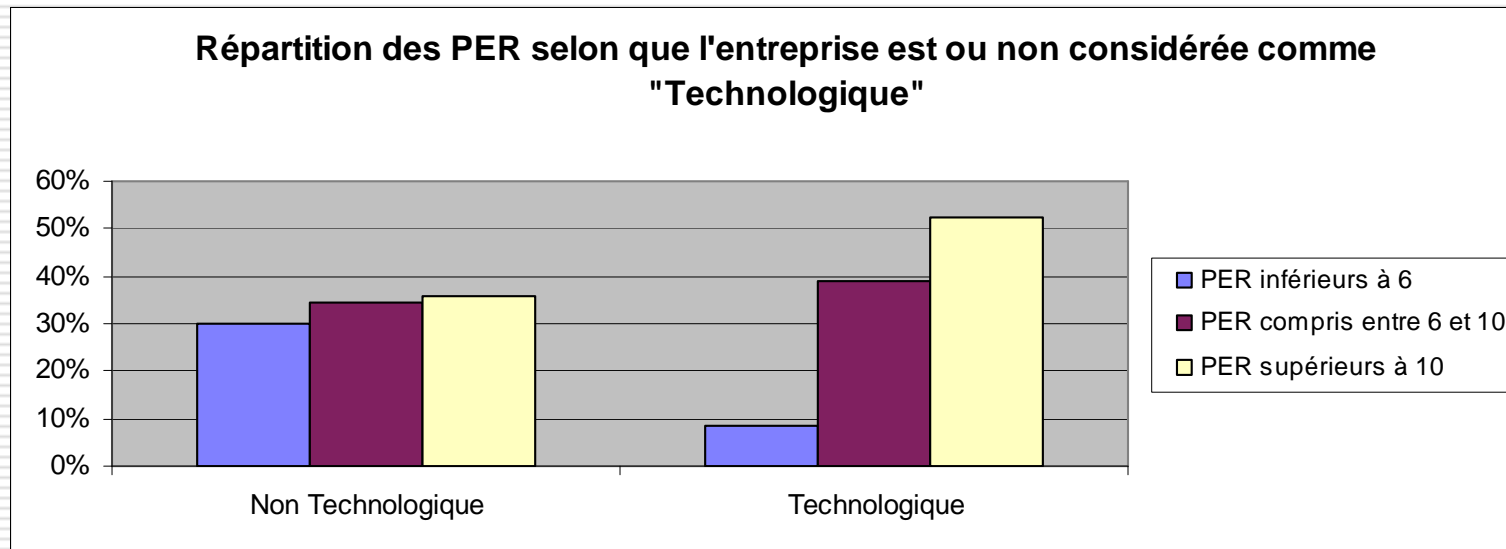
6-3-Les PER sectoriels

- ❑ C'est dans le négoce que l'on rencontre les PER les plus élevés.
- ❑ C'est le cas, dans une moindre mesure pour les services.
- ❑ C'est la catégorie de PER intermédiaires qui domine dans les secteurs industriels.
- ❑ Le caractère technologique pousse les PER à la hausse.

6-3- Influence sectorielle



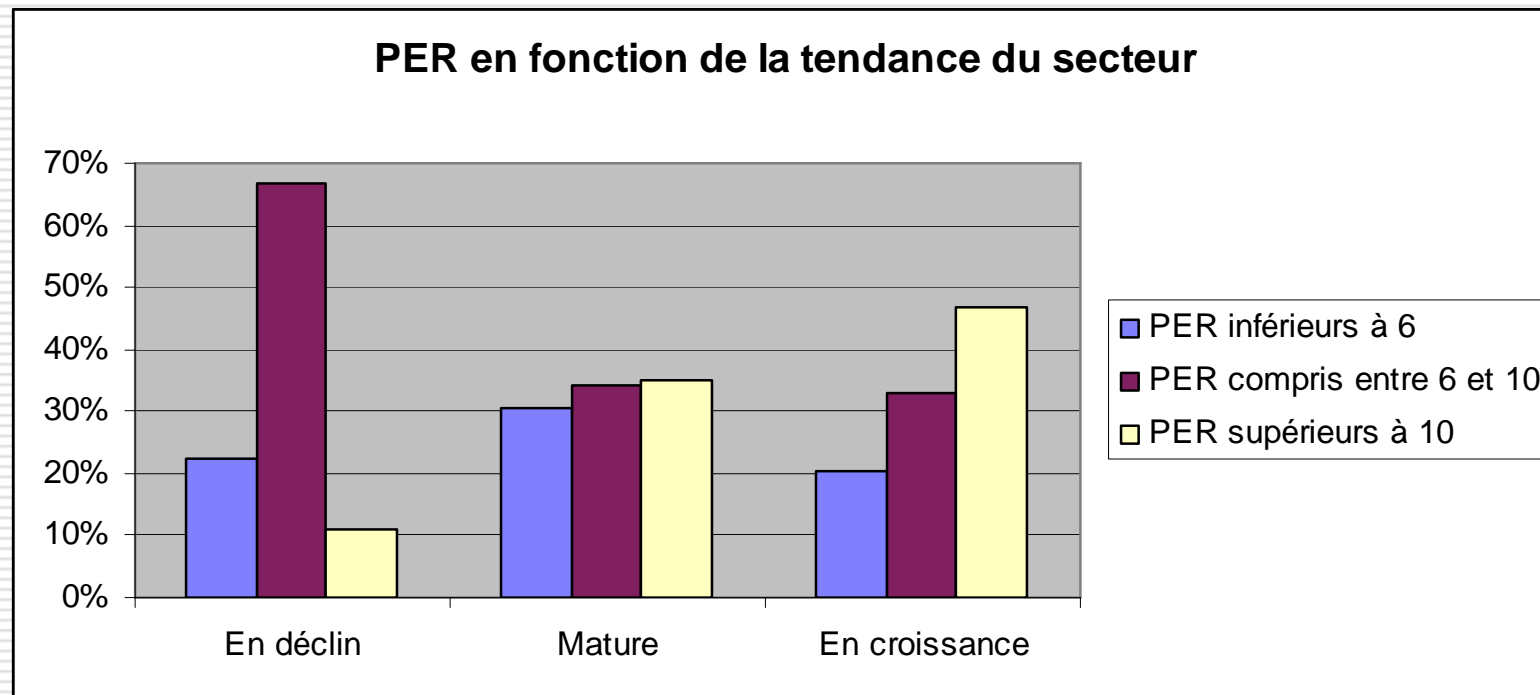
6-3-Influence sectorielle



6-4-Tendance sectorielle

- ❑ Les secteurs en déclin font apparaître des PER intermédiaires,
- ❑ Les secteurs matures et *a fortiori* en croissance manifestent plus fréquemment des PER élevés,
- ❑ Le % des PER < 6 est aussi élevé dans le cas des sociétés en croissance qu'en déclin.

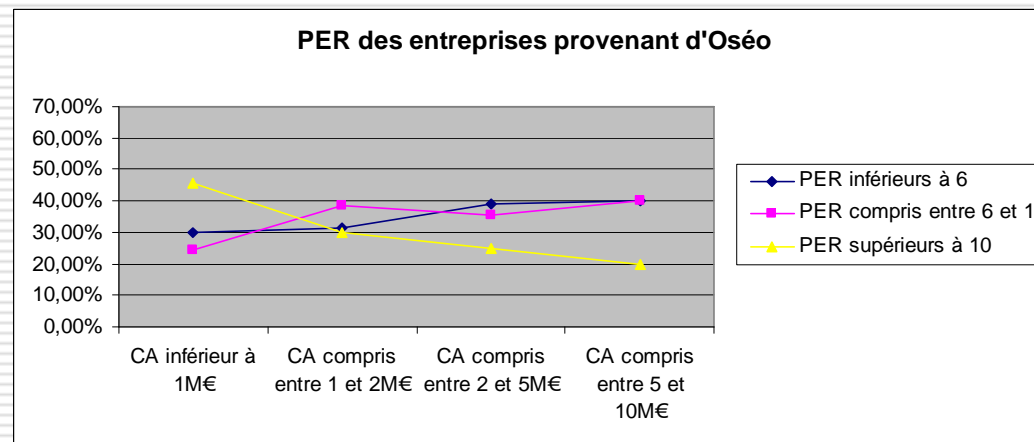
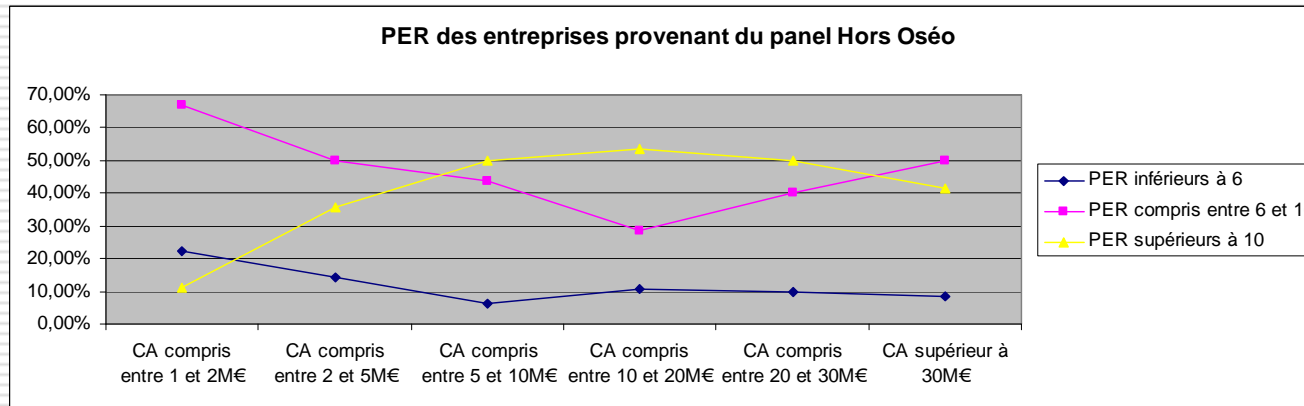
6-4-Tendance sectorielle



6-5-PER et taille

- Dans l'échantillon hors OSEO il y a clairement une opposition entre la catégorie plus de 10 et la catégorie 6-10. La première croit puis décroît, la seconde a l'évolution inverse.
- Dans l'échantillon OSEO les classes moins de 6 et 6-10 ont une fréquence qui croit avec la taille et la classe plus de 10 a une fréquence qui décroît avec la taille
- Il y a donc une nette opposition entre les deux échantillons.

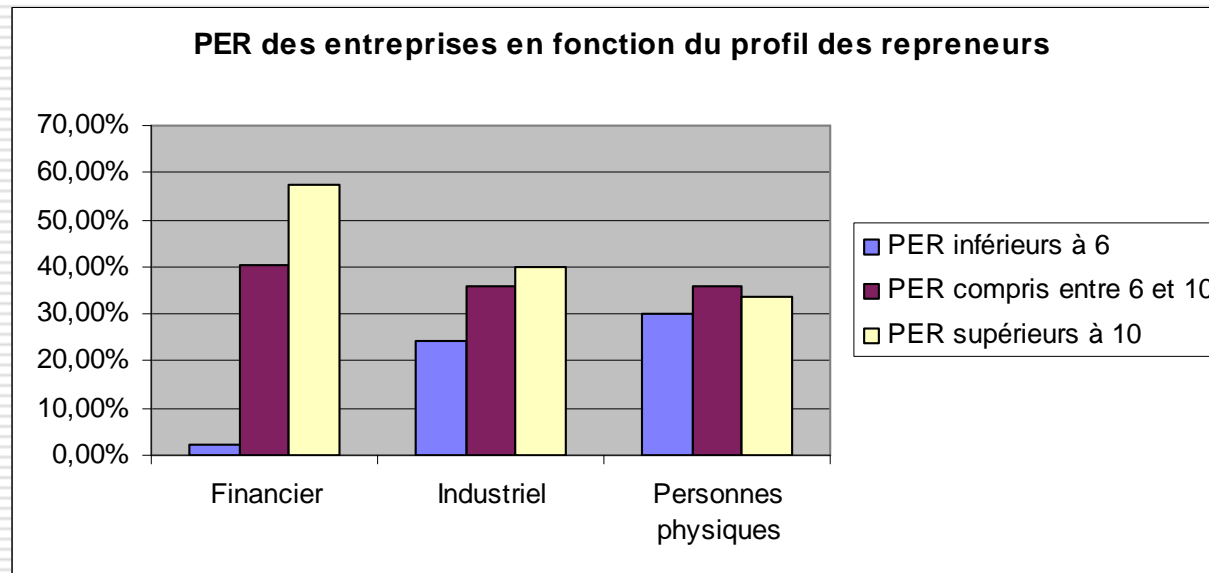
6-5-Analyse des prix de cession par les PER



6-6-PER et profil du repreneur

- ❑ Les prix sont plus élevés pour les financiers et dans une moindre mesure pour les industriels.
- ❑ Les personnes physiques payent des prix situés dans la fourchette de la classe intermédiaire.

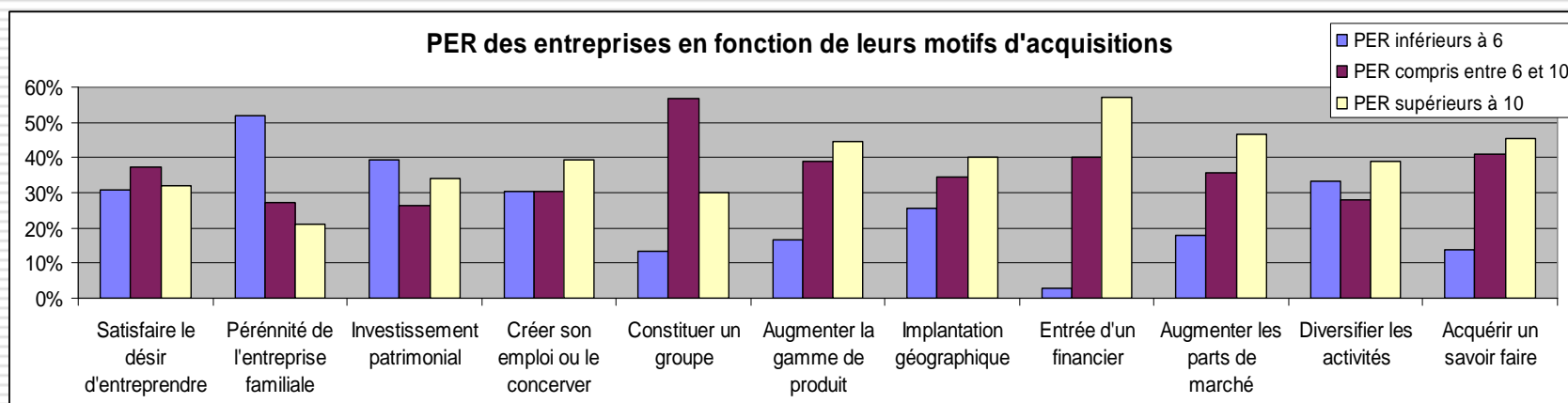
6-6- Analyse des prix de cession par les PER



6-7-PER et motifs d'acquisition

- ❑ Les PER sont plus élevés quand les motifs sont plus stratégiques.
- ❑ Les PER faibles dominent quand les motifs sont liés à la pérennisation de l'entreprise ou à des considérations patrimoniales.

6-7- Analyse des prix de cession par les PER



7-Impact de la crise sur les PER

- ❑ Effet à la baisse très net sauf pour les activités industrielles.
- ❑ Hausse pour les valeurs technologiques.
- ❑ Il faut se poser la question de l'illusion comptable (baisse des dénominateurs consécutifs à la crise)

7- Impact de la crise sur les PER

	PER Avant Sept 2008	PER Après Sept 2008	Différence
Industrie	9,09	10,22	1,13
Négoce	16,18	14,17	-2,01
Services	13,4	9,32	-4,08

	PER Avant Sept 2008	PER Après Sept 2008	Différence
Technologique	12,37	16,67	4,3
Non Technologique	11,99	10,14	-1,85

8-L'écart prix valeur

8-1-Evolution de l'écart prix valeur au cours du temps

- L'échantillon de ce chapitre comprend uniquement les 87 entreprises ayant été évaluées dans le cadre d'une opération de cession.
- Hors les enquêtes 1998-1999, 2000-2001 et 2002-2003, le pourcentage d'absence d'écart est assez stable.
- En revanche le poids des situations où le prix est supérieur à la valeur tend à augmenter aux dépens de la situation inverse.

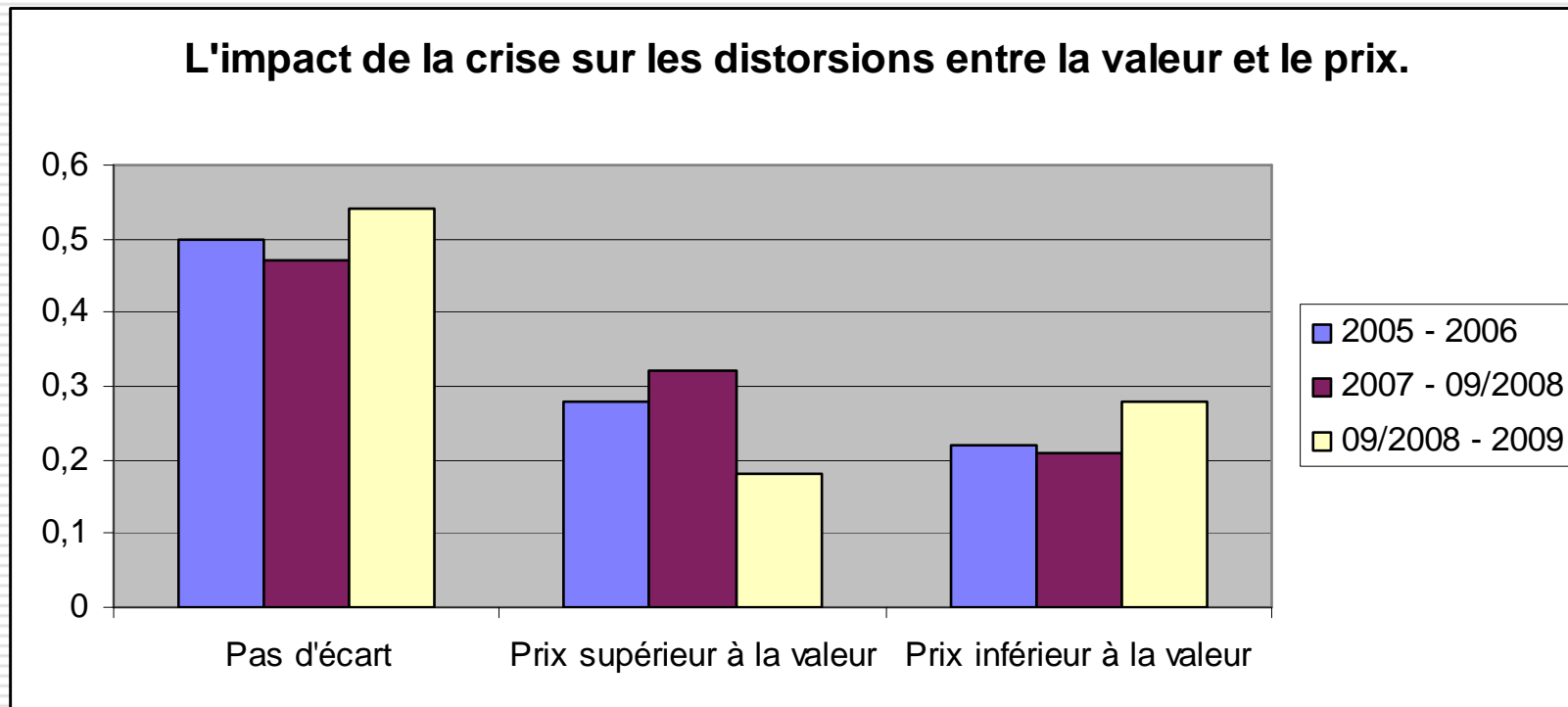
8-1-Analyse des prix de cession par les PER

Ecart valeur/prix	1994-1995	1996-1997	1998-1999	2000-2001	2002-2003	2005-2006	2007-2009
Pas d'écart	50%	50%	63%	36%	30%	53%	47%
Prix supérieur à la valeur	28%	27%	22%	28%	35%	31%	32%
Prix inférieur à la valeur	22%	23%	15%	36%	35%	16%	21%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

8-2-L'impact de la crise sur les écarts

- ❑ Net renforcement de la situation où le prix est inférieur à la valeur.
- ❑ Dans une moindre mesure renforcement de la situation où il n'y a pas d'écart.

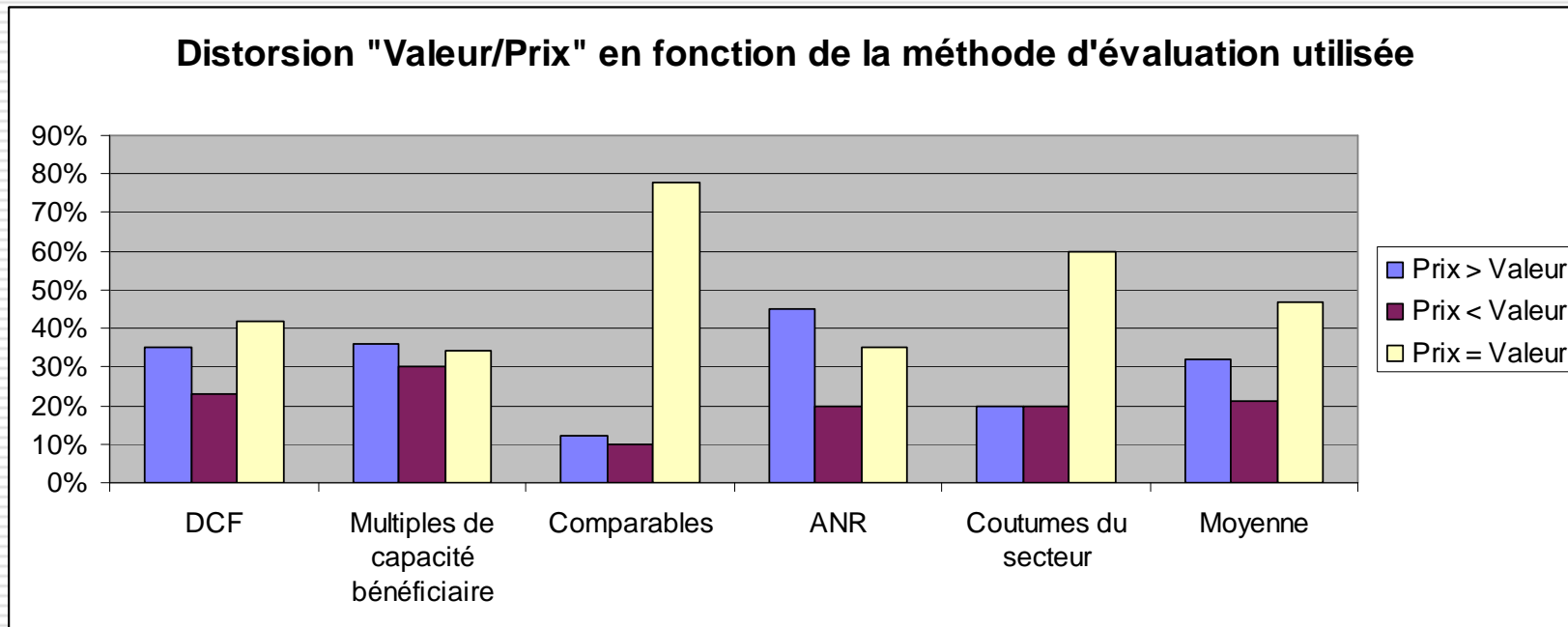
8-2-Impact de la crise sur les écarts



8-3-Les écarts selon les méthodes utilisées

- De ce point de vue les comparables et les méthodes professionnelles semblent les plus performantes, mais dans la mesure où elles se fondent sur des « prix de marché » n'est-ce pas un résultat en trompe l'œil?

8-3-Ecart selon les méthodes



Conclusions

- Globalement cette enquête inscrit des résultats dans la continuité des enquêtes précédentes qu'il s'agisse :
 - Des méthodes utilisées
 - Du niveau des paramètres utilisés dans le cadre de l'évaluation
 - De la façon de les mettre en œuvre
- De ce point de vue, les résultats ne sont pas nécessairement rassurants quant aux pratiques qu'ils dénotent, notamment dans le cadre de la mise en œuvre des multiples.

Conclusions

- Des tendances se renforcent :
 - Domination très forte des méthodes financières et disparition des méthodes patrimoniales (notons un certain retour des méthodes dites professionnelles).
 - La méthode DCF « piétine » tandis que les multiples deviennent la référence.
 - Une hausse des valorisations jusqu'en septembre 2008.

Conclusions

- La crise a des impacts perceptibles
 - Sur l'utilisation des méthodes : moins de comparables et de DCF.
 - Sur les niveaux de valorisation
 - Sur le sens des écarts prix valeur
- Il est évidemment prématuré d'affirmer qu'il s'agit de renversements de tendance!