

DECIDEURS

STRATEGIE FINANCE DROIT

N°60 / 20€
15 décembre -
15 janvier 2005

ENRICHISSEZ VOTRE STRATEGIE D'UNE DIMENSION JURIDIQUE ET FINANCIERE



Jean-Charles Pauze
Le président de Rexel
revient sur le LBO
à €3,7Mds 7

Grands contentieux	14
Fusions-acquisitions	26
Marché de capitaux actions	30
Marché du crédit	32
Capital investissement	34
Capital venture	38



CEFI 2004 : 750 participants
Pleins feux sur
la 3^e édition 10



François Roussely
prend la tête de Crédit
Suisse First Boston 12

DOSSIER FUSIONS ACQUISITIONS

Une année aigre-douce



- LES CLASSEMENTS ET OPÉRATIONS DE L'ANNÉE
- LE REGARD DES BANQUES D'AFFAIRES, DES M&A BOUTIQUES ET DES CONSEILS

En partenariat avec

Deloitte.

BELLOT MULLENBACH & ASSOCIÉS



L'ENJEU DES ÉVALUATIONS

L'évaluation d'une structure constitue l'un des moments clés des processus d'acquisition. Les nouvelles normes IAS-IFRS amènent à repenser les méthodes classiques d'évaluation des entreprises et, plus particulièrement, la méthode incontournable des DCF ou « discounted cash flow ». Retour sur ces évolutions des pratiques, avec notamment Gérard Chapalain, consultant associé de FAS Conseil.

Les DCF sont fondés sur l'actualisation des flux de trésorerie et requièrent la détermination d'un taux d'actualisation défini par les Anglo-Saxons comme « WACC »¹ qui est la moyenne pondérée par des valeurs de marché entre le coût des capitaux propres et le coût après impôt de l'endettement. C'est à ce niveau de calcul que les méthodologies divergent et créent le désordre à l'heure où les normes IAS-IFRS se mettent en place en imposant l'évaluation périodique des écarts d'acquisition ou « goodwill ». L'estimation de la prime de marché et le coefficient Bêta² semblent être les deux éléments que les spécialistes peinent à dompter.

La prime de marché définit l'écart de rentabilité anticipé sur le marché des actions et le taux sans risque. Elle oppose une démarche prospective fondée sur l'utilisation de données prévisionnelles à court terme extrapolées sur le long terme et une démarche historique qui s'appuie sur l'écart de rentabilité du passé, entre un portefeuille d'action et un portefeuille d'emprunt d'Etat. Les deux approches ont leurs limites et les études montrent que la préférence est donnée à une troisième approche qui estime la prime de marché à environ 4% sans finalement pouvoir définir un résultat très fiable. Le Bêta est généralement calculé

en trois étapes : constitution d'un échantillon des sociétés comparable à celles étudiées (1) ; estimation des actions des sociétés comparables (2) ; estimation du Bêta économique des activités sous-jacentes (3).

Il existe pour ces trois étapes une panoplie de réponses sur lesquelles peu s'entendent.

La fourchette de Bêta est donc large et fait intervenir différentes formules. Le WACC suscite donc de nombreuses interrogations et certains se demandent même si celui-ci n'aurait pas fait son temps mais il apparaît encore pour l'instant comme l'un des seuls outils en vigueur dans les sphères financières.

¹ WACC : coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital)

² Bêta : Le coefficient Bêta mesure le risque non diversifiable d'une activité et sert à calculer le coût d'opportunité du capital de cette activité.

Interview



L'expert doit dépasser le seul raisonnement du calcul financier sur la base des données comptables

Entretien avec Gérard Chapalain – Consultant Associé de FAS Conseil

DSFD : Quelles sont les tendances du marché du M&A ces dernières années ?

Gérard Chapalain : Le marché évolue vers une certaine transparence grâce à la meilleure circulation d'une information de qualité de plus en plus accessible et à un meilleur par-

tage des techniques d'évaluation. Les transactions demeurent cependant en grande majorité de gré à gré. Les cabinets opérateurs de la place interviennent sur des mandats confiés en deux termes : une étape d'évaluation, au cours de laquelle l'entreprise est auditée et une four-

chette de valeur déterminée, puis une étape de réalisation effective de la transaction entre un acheteur et un cédant à un prix, qui peut éventuellement différer de la valeur proposée à l'issue de la première étape. Cette seconde phase peut s'avérer difficile en raison d'un marché diffus

où la part de négociation et l'influence de facteurs externes peut s'avérer très importante.

A l'heure actuelle, les grands groupes sont en position de veille pour détecter des pépites et recherchent de plus petites structures disposant d'une expertise réelle sur leur marché.

“ Les grands groupes sont en position de veille pour détecter des pépites et recherchent de plus petites structures ”

DSFD : Quelles sont les valorisations moyennes observées sur le marché ?

G.C. : Les montants sont relativement variables et le marché se caractérise par une certaine dichotomie entre les prix payés sur les marchés de capitaux et sur les marchés de gré à gré. Les tendances moyennes de valeurs observées pour les PME/PMI s'insèrent dans une fourchette de 7 à 9 fois l'EBIT tandis que celles constatées pour des sociétés cotées correspondent plutôt à une fourchette de 10 à 15 fois l'EBIT. Ces écarts de positionnement du curseur de la valeur s'expliquent essentiellement par les différences d'objectifs sous-tendus dans l'investissement : l'investissement sur les marchés de capitaux est le plus souvent motivé par la recherche de plus-values et la spéculation, tandis que l'investissement direct dans une entité de type PME est souvent réalisé dans un but de reprise et de continuité de l'exploitation, même si la rentabilité demeure un facteur d'attrait essentiel.

DSFD : Comment se détermine le prix d'une transaction ?

G.C. : Plusieurs familles de méthodes d'évaluation existent : méthodes patrimoniales, méthodes des flux, méthodes de comparables ou des multiples, méthodes mixtes, ... correspondent aux modèles les plus couramment utilisés. Les méthodes fondées sur l'actualisation des flux futurs de revenus dominant sensiblement les pondérations opérées dans les calculs intégrant différentes familles de méthodes sur le marché des PME/PMI. Dans ce cas il est souvent constaté un couplage des différentes méthodes en leur affectant un coefficient de pondération : par exemple 55% pour la méthode des flux et 15% pour les 3 autres modèles.

Cependant, si l'évaluation fixe un cadre d'analyse et de justification de la valeur, elle ne peut garantir le prix finalement retenu à l'issue des négociations. Le différentiel constaté entre la valeur calculée et le prix final observé dans le cadre d'une transaction peut provenir de différentes causes : une survalueur par exemple lorsqu'un acheteur accepte de payer plus pour des raisons stratégiques ou de contrôle de pouvoir de marché ou bien une décote si les coûts supplémentaires et le temps liés à l'intégration de la nouvelle entité sont importants....

DSFD : Aujourd'hui, quelles sont les qualités d'un bon expert ?

G.C. : L'expert doit dépasser le seul raisonnement du calcul financier sur la base des données comptables. Celui-ci devra s'attacher aux produits, aux marchés, à la stratégie et à la connaissance de l'entreprise sous l'angle de ses compétences métiers, qui participent à créer de la valeur. Pour intégrer qualitativement la valeur des actifs immatériels de l'entreprise, l'expert devra cultiver un certain niveau de proximité et de confiance avec son client et mettre en place un audit opérationnel. La profession tend à se moderniser et à s'organiser sous l'impulsion de la Société française des évaluateurs qui s'est donnée pour objectif de normaliser certaines règles du métier

d'évaluateur et de participer à valider un certain état de l'art.

DSFD : Voyez-vous des secteurs plus ou moins propices aux opérations de M&A ?

G.C. : Depuis une dizaine d'années, le domaine industriel a vu se multiplier les opérations de fusions à l'échelle locale et internationale. Dans le secteur de la distribution sélective, la parfumerie a aussi connu bon nombre de regroupements ou rachats laissant un marché organisé et couvert par un nombre important de points de vente, mais qui ensemble représentent désormais peu d'enseignes. Dans un avenir proche les secteurs de l'optique, de la distribution en matériel médical et de l'ameublement pourraient connaître des mouvements de ce type. Dans un marché arrivé à maturité les opérations de croissance externe constituent une piste intéressante de développement. Cependant la réflexion qui guide ces choix d'investissement s'est déplacée de la seule analyse des marchés locaux vers les marchés étrangers et notamment ceux susceptibles de procurer un avantage compétitif.

“ Les tendances moyennes de valeurs observées pour les PME/PMI s'insèrent dans une fourchette de 7 à 9 fois l'EBIT ”

Ainsi ces opérations transnationales de rachats/cessions sont de plus en plus fréquentes et participent un peu plus chaque jour à construire une Europe économique plus forte, car offrant à nos entreprises un potentiel de marché élargi.