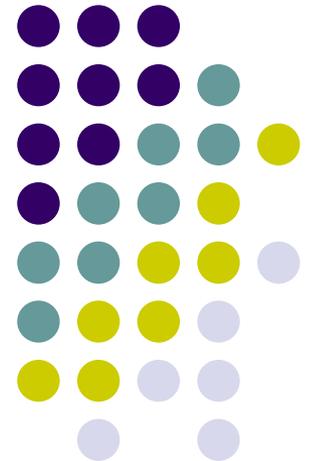


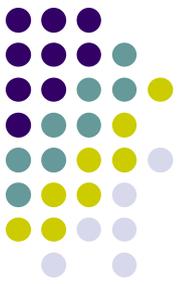
# INTRODUCTION EN BOURSE

## EVALUATION D'ENTREPRISE



Avril 2013





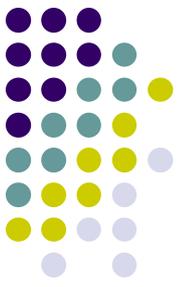
# Introduction en bourse

- Une introduction en bourse est avant tout une opération financière.
- Les avantages financiers de l'introduction dépendent de la motivation.
  - l'entreprise souhaite financer des projets d'envergure qui dépassent la capacité de financement de ses bailleurs de fonds habituels (actionnaires actuels et banquiers) ;
  - l'entreprise souhaite réduire son endettement ;
  - l'entreprise souhaite permettre à ses actionnaires de sortir du capital.

# Coté en bourse. La notoriété en plus



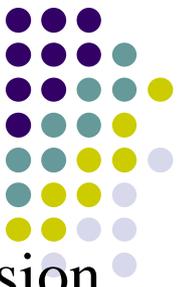
- Motivations:
  - Financer sa croissance ;
  - Consolider ses fonds propres ;
  - Diversifier ses sources de financement ;
  - Accroître sa notoriété ;
  - Offrir une sortie à ses investisseurs historiques.
- La notoriété assurée par la cotation en bourse assure une visibilité permanente.
- La notoriété donne à l'entreprise une plus grande crédibilité par rapport à ses partenaires commerciaux et par rapport à ses salariés, actuels et futurs.
- L'entreprise cotée est plus attractive pour tous les partenaires (employés, clients, fournisseurs..)



# Approches d'évaluation

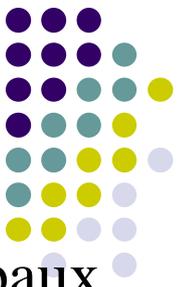
- Deux grandes approches de l'évaluation d'entreprise.
  - Approche intrinsèque qui:
    - identifie la valeur de l'entreprise avec la valeur actualisée de ses flux de trésorerie futurs :
    - requiert l'estimation des flux futurs, fondée sur l'appréciation de la pérennité de l'avantage concurrentiel qui sous-tend sa stratégie ; et
    - requiert le choix d'un taux d'actualisation reflétant le niveau de risque de l'entreprise.
  - Approche comparative des sociétés cotées comparables avec un calcul de « multiples », ratios entre valeur de marché (capitalisation boursière ou valeur totale) et des mesures de performances (résultat net ou résultat d'exploitation). On applique ensuite ces multiples à la performance de la société à évaluer.

# ATTRIBUTIONS DE LA MISSION D'ÉVALUATION

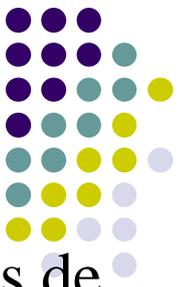


- Il ne s'agit pas d'une mission d'assurance, donc ni une mission d'audit contractuel, ni un examen limité.
  - Sauf absence de comptes audités.
- L'évaluateur va par contre s'assurer de la vraisemblance et de la cohérence des données soumises, et plus particulièrement pour les données prévisionnelles.
- Sur la base d'un jugement professionnel, il apprécie l'étendue des diligences qu'il souhaite mettre en œuvre à ce titre.
- Il doit avoir accès à l'ensemble de la documentation qu'il juge nécessaire. A défaut il doit faire état dans son rapport des limitations rencontrées dans sa mission.

# PRISE DE CONNAISSANCE PREALABLE

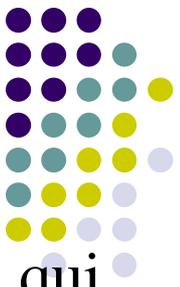


- Entretiens avec les dirigeants ainsi qu'avec les principaux responsables opérationnels de l'entreprise.
- Entretiens plus ou moins étendus qui portent sur:
  - le contexte de l'évaluation à réaliser;
  - la date à laquelle l'évaluation se situe, la nature et la disponibilité des documents financiers qui vont servir de base à cette évaluation.
  - l'existence d'évaluations précédentes ;
  - les délais de réalisation de la mission.
- Identification de la nécessité d'un recours à des experts, pour des aspects plus délicats d'évaluation, tels que l'évaluation des immobilisations incorporelles importantes ou l'évaluation d'un patrimoine immobilier, plus particulièrement lorsque ce patrimoine recèle des particularités ou que la mise en œuvre de la méthode patrimoniale est envisagée à titre principal.



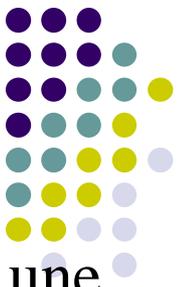
# CHOIX DES METHODES

- **Méthodes intrinsèques** qui reposent sur des données issues de l'entreprise :
  - Méthode patrimoniale qui a pour but d'évaluer, à la valeur actuelle, les éléments d'actif et de passif de l'entreprise et de déterminer ainsi un actif net corrigé réévalué, auquel peut être ajoutée une valeur de fonds de commerce,
  - Actualisation des flux futurs de trésorerie nets (méthode des DCF- Discounted Cash Flows),
  - Capitalisation à l'infini d'un flux normatif, qui peut être assimilée à une simplification de l'actualisation des flux futurs de trésorerie nets,
  - Actualisation des dividendes.



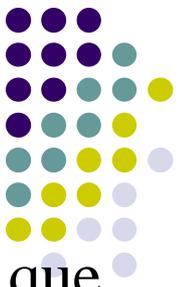
# CHOIX DES METHODES

- **Méthodes analogiques** ou méthodes des comparables, qui consistent à déterminer la valeur de l'entreprise que l'on cherche à évaluer par référence à la valeur connue d'autres entreprises comparables. Il peut s'agir de sociétés ayant fait l'objet de transactions ou encore de sociétés cotées sur un marché ;
- **Autres méthodes** qui s'appliquent dans des contextes particuliers ; à titre d'exemple, l'utilisation de barèmes professionnels ou la capacité de remboursement de la société évaluée. Ce dernier critère est utilisé en particulier dans des opérations de LBO. (montage juridico-financier de rachat d'entreprise par effet de levier « leverage », c'est-à-dire par recours à un fort endettement bancaire.)



# CHOIX DES METHODES

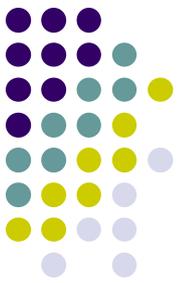
- D'une façon générale, il est conseillé de ne pas s'en tenir à une seule méthode, même si souvent une méthode a un rôle prédominant dans la détermination finale de la valeur qui sera retenue, et de comparer les résultats de plusieurs approches (méthode multicritère).
- Les méthodes d'évaluation ne conviennent pas à tous les **contextes** ni à toutes **les catégories** entreprises que l'on cherche à évaluer.
- L'évaluateur de faire **un choix raisonné** qui prend également en considération les **données disponibles et utilisables** pour mener à bien cette évaluation, et en faire une restitution compréhensible.



# CHOIX DES METHODES

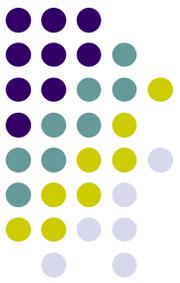
- Certaines méthodes peuvent apparaître plus rigoureuses que d'autres, telles que les méthodes basées sur les flux de trésorerie, encore faut-il qu'une certaine crédibilité puisse être accordée aux prévisions qui vont sous-tendre les calculs.
- La comparaison des résultats peut, dans certains cas, mettre en évidence des écarts significatifs dans les valeurs obtenues, et ainsi conduire le professionnel à s'interroger sur la pertinence des paramètres retenus ou la cohérence des hypothèses prises en compte dans chacune des méthodes.
- En tout état de cause, l'évaluateur justifie les méthodes qu'il utilise et celles qu'il écarte. Il effectue des tests de sensibilité.

# CHOIX DES METHODES

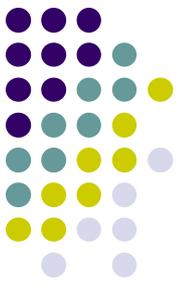


- Arbre de décision
- L'entreprise est-elle une entreprise essentiellement patrimoniale ?
  - auquel cas la méthode de l'actif net réévalué pourra être privilégiée.
  - méthode simple et concrète pour le chef d'entreprise ;
- Existence des usages professionnels en vigueur dans le secteur où intervient l'entreprise à évaluer ?
  - le critère le plus couramment utilisé est alors un multiple du chiffre d'affaires (ou des encaissements), sachant que le multiple retenu dépend de la rentabilité de l'entreprise. Le chiffre d'affaires est par ailleurs la donnée la plus aisément appréhendable dans une TPE ;

# CHOIX DES METHODES



- Arbre de décision
- Possible extrapolation des données du passé pour évaluer l'entreprise ?
  - des méthodes reposant sur la rentabilité de l'entreprise seront a priori privilégiées ;
- Existence d'un système de prévisions cohérent et pertinent ?
  - dans ce cas, une approche reposant sur l'actualisation des flux futurs de trésorerie pourra être envisagée ; à défaut, un cash flow normatif pourra être déterminé et actualisé ;
- S'agit-il d'une entreprise mature qui a une politique de distribution de dividendes récurrente ?
  - alors une évaluation à partir de l'actualisation des dividendes peut être envisagée. Elle a néanmoins des limites dans les TPE/PME car elle répond souvent à des objectifs qui ne sont pas forcément liés à la capacité bénéficiaire de l'entreprise.



# CHOIX DES METHODES

- Arbre de décision
- Existe-t-il des transactions comparables dont les données sont suffisamment accessibles et publiques pour que des raisonnements par analogie puissent être mis en œuvre ? ou bien l'entreprise est-elle d'une taille suffisante pour qu'une recherche éventuelle d'entreprises comparables soit réalisée sur le marché boursier ?
  - Dans tous les cas, les données disponibles, quelle que soit la méthode envisagée, sont rarement utilisables en l'état et nécessitent toujours des retraitements ou la mise en œuvre de correctifs.

# CHOIX DES METHODES. Arbre de décision



**L'entreprise est-elle une entreprise essentiellement patrimoniale ?**

Méthode de l'actif net réévalué à privilégier.

Méthode simple et concrète pour le chef d'entreprise

**Existence des usages professionnels en vigueur dans le secteur où intervient l'entreprise à évaluer ?**

Multiple du chiffre d'affaires couramment utilisé (ou des encaissements)

Le multiple retenu dépend de la rentabilité de l'entreprise.

Le chiffre d'affaires est la donnée la plus aisément appréhendable dans une PME

**Possible extrapolation des données du passé pour évaluer l'entreprise ?**

Des méthodes reposant sur la rentabilité de l'entreprise seront a priori privilégiées

**Existence d'un système de prévisions cohérent et pertinent ?**

Dans ce cas, une approche reposant sur l'actualisation des flux futurs de trésorerie pourra être envisagée ; à défaut, un cash flow normatif pourra être déterminé et actualisé

**S'agit-il d'une entreprise mature qui a une politique de distribution de dividendes récurrente ?**

Evaluation à partir de l'actualisation des dividendes

**Transactions comparables avec des données suffisamment accessibles et publiques pour des raisonnements par analogie .**

Les données disponibles, quelle que soit la méthode envisagée, sont rarement utilisables en l'état et nécessitent toujours des retraitements ou la mise en œuvre de correctifs.



## De la valeur au prix

- La valeur déterminée par référence à des éléments, doit être la plus objective possible et reconnue aussi bien par les dirigeants, les propriétaires que par les tiers qui s'y référeront ou l'apprécieront.
- Dans cette recherche d'objectivité, l'évaluateur est amené à mettre en œuvre plusieurs modalités d'évaluation qui lui permettent de déterminer plusieurs valeurs « acceptables ». Il les confronte, analyse les raisons des écarts constatés et propose une fourchette raisonnable de valeurs.
- Il les confronte, analyse les raisons des écarts constatés et propose une fourchette raisonnable de valeurs.
- Une valeur n'est jamais une donnée absolue et se trouve affectée notamment par les facteurs suivants:
  - la date de l'évaluation, la valeur ne restant pas figée dans le temps puisqu'à la fois les données intrinsèques à l'entreprise, telles que des prévisions de flux de trésorerie ou de bénéfices, et
  - les données du marché, telles que les cours d'actions de sociétés comparables ou des opérations sur le marché concernant là aussi des entités comparables, varient avec le temps.;

# De la valeur au prix



- Les données prises en compte peuvent différer selon que l'on évalue en tant que vendeur ou en tant qu'acheteur.
  - En effet, dans le premier cas, on a tendance à considérer que les performances passées vont se poursuivre dans le futur.
  - Dans le deuxième cas, l'acheteur prend également en considération, pour apprécier la valeur proposée, les synergies qu'il escompte de cette opération ;
- **L'entreprise s'introduisant en Bourse n'a pas forcément intérêt à maximiser le prix d'introduction.**
- La meilleure approche est de n'ouvrir qu'une portion limitée du capital lors de la première cotation et pour faire appel au marché plus tard, à l'occasion d'une augmentation de capital.
- La performance passée de l'action sera, pour les investisseurs futurs, l'un des déterminants de son attractivité. Il peut donc être sage de ne pas viser, au moment de l'introduction, le plus haut prix possible.
- Ne par perdre de vue que le prix suppose l'échange alors que la valeur existe indépendamment de l'échange. Il exprime et mesure la valeur d'une chose.
- Même s'il repose, au moins en partie, sur les valeurs qui résultent des processus organisés mis en oeuvre, le prix ne dépend pas que des valeurs intrinsèques du « produit » mais résulte également des circonstances et des acteurs parties

# De la valeur au prix



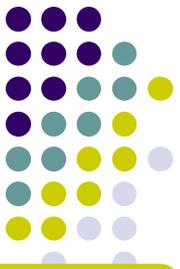
- **Ne par perdre de vue que le prix suppose l'échange alors que la valeur existe indépendamment de l'échange. Il exprime et mesure la valeur d'une chose.**
- Même s'il repose, au moins en partie, sur les valeurs qui résultent des processus organisés mis en œuvre, le prix ne dépend pas que des valeurs intrinsèques du « produit » mais résulte également des circonstances et des acteurs parties à la transaction.
- Ainsi, entrent en ligne de compte des éléments tels que notamment :
  - la rareté de l'affaire ;
  - l'urgence de la transaction ;
  - son intérêt stratégique (bloquer un concurrent, renforcer une position de marché, élargir le savoir-faire...);
  - la pluralité ou non de personnes intéressées ;
  - le montant minimum que souhaite retirer le vendeur,

# De la valeur au prix



- Pour approcher la valeur d'une entreprise et choisir une méthode adaptée, il est souhaitable de garder en mémoire les caractéristiques qui font une entreprise.
- C'est tout d'abord un bien unique et original dont **la valeur n'est pas égale à la somme des valeurs des biens qui la composent.**
- Ce bien se modifie par le fait même qu'il change de mains. En effet, la même entreprise gérée par des équipes différentes constitue des biens économiques différents, ainsi dès la transmission réalisée sa valeur évolue.
- Le revenu futur que l'entreprise va dégager, les facteurs qui le conditionnent et les incertitudes qui l'affectent jouent un rôle primordial dans la détermination de la valeur de l'entreprise.
- **L'objectif poursuivi par les dirigeants d'une entreprise est de maximiser sa valeur** et donc ses revenus futurs tout en arbitrants les investissements à réaliser.
- **Une entreprise s'achète pour de multiples raisons qui conditionnent le prix qui sera en définitive payé. C'est la rencontre d'un vendeur et d'un acheteur qui va déterminer la transaction et son prix.**

# DEMARCHE



1

- PRISE DE CONNAISSANCE PREALABLE

2

- LETTRE DE MISSION

3

- APPROFONDISSEMENT DE LA CONNAISSANCE DE L'ENTITE

4

- CHOIX DES METHODES D'EVALUATION

5

- MISE EN OEUVRE DES METHODES D'EVALUATION

6

- TRAVAUX FIN DE MISSION

7

- RAPPORT

# DEMARCHE

## 3

### •DIAGNOSTIC DE L'ENTITE

- Historique de la société** (ou du groupe), ses potentialités et les évolutions du secteur concerné, son outil de production, le savoir-faire, la concurrence, les produits, les principaux fournisseurs, les clients et les parts de marché.
- Organisation.** Organigramme. Système d'information.
- Activité** – Marché – Produits – Certifications – Concurrence. Examen des contrats. Top ten clients...
- Groupe:** Activités des filiales. Relations commerciales intragroupe. Financement intragroupe. Intérêts minoritaires.
- Moyens:** outil industriel. Normes sécurité – environnement. Plan d'investissement.  
**Brevets.** Moyens humains. Assurances.
- Situation juridique** – Statuts – Pacte d'actionnaires – PV AGO & AGEX – Baux – Principaux contrats – Engagements hors bilan.
- Litiges – Procès – Provisions.**
- Social – Fical**
  - Convention collective – Contentieux – Reports déficitaires -
- Commissaires aux comptes et conseils de l'entreprise.**
- Informations sur le financement.**
- Analyse des données historiques** – Revue analytique – Estimations comptables. – Mesure de la rentabilité – Neutraliser les éléments exceptionnels et approcher le résultat normatif.
- Analyse des données prévisionnelles.**
- Diagnostic:** Apprécier l'entreprise avec une synthèse des risques (affiner le taux d'actualisation et justifier l'éventuelle prime de risque. Identifier les éléments pertinents pour les futurs actionnaires

# DEMARCHE



4

## CHOIX DES METHODES D'EVALUATION

**Méthodes intrinsèques** qui reposent sur des données issues de l'entreprise :

Méthode patrimoniale qui a pour but d'évaluer, à la valeur actuelle, les éléments d'actif et de passif de l'entreprise et de déterminer ainsi un actif net corrigé réévalué, auquel peut être ajoutée une valeur de fonds de commerce,

Actualisation des flux futurs de trésorerie nets (méthode des DCF- Discounted Cash Flows),

Capitalisation à l'infini d'un flux normatif, qui peut être assimilée à une simplification de l'actualisation des flux futurs de trésorerie nets,

Actualisation des dividendes.

**Méthodes analogiques** ou méthodes des comparables, qui consistent à déterminer la valeur de l'entreprise que l'on cherche à évaluer par référence à la valeur connue d'autres entreprises comparables. Il peut s'agir de sociétés ayant fait l'objet de transactions ou encore de sociétés cotées sur un marché ;

**Autres méthodes:**

# DEMARCHE



5

## MISE EN ŒUVRE METHODES D'ÉVALUATION

La mise en œuvre prend en considération, d'une façon générale, les points suivants :

- Contrôle, par épreuve, de l'exactitude des données historiques retenues ;
  - Appréciation de la vraisemblance des prévisions ;
  - Analyse de la cohérence des données entre elles ;
  - Correction et retraitement, si nécessaire, des données communiquées (sur la base des conclusions des diagnostics menés) ;
  - Mise en œuvre de tests de sensibilité (sur multiples et taux d'actualisation) ;
  - Détermination de la trésorerie nette, réflexion sur la prise en compte de certaines provisions pour risques et charges (indemnités de départ à la retraite/litiges et procès...) ;
  - Prise en compte des risques et points faibles identifiés (soit en termes de décote, soit à l'aide du coefficient  $\beta$ ) ;
  - Chiffrage de l'impact des risques liés aux éléments hors bilan ;
  - Réflexion sur les synergies, sachant que la valeur intrinsèque n'inclut pas les synergies alors que le prix peut les inclure ;
  - Évaluation des éléments en cours de cession et actifs hors exploitation.
- \* Utilisation d'expertises externes.

# DEMARCHE

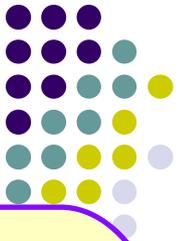


6

## TRAVAUX FIN DE MISSION

- Questionnaire de fin de mission.
- Revue du dossier.
- Revue indépendante.
- Lettre d'affirmation
- Note de synthèse.

# DEMARCHE



7

## RAPPORT

- Exposé du contexte de la mission,

### **Présentation de la société**

- a. Identification
- b. Situation juridique
- c. Sites
- d. Présentation du groupe (organigramme)

### **Activité**

- a. Description de l'activité
- b. Marché
- c. Concurrence
- d. Clients
- e. Moyens techniques et humains

### **Éléments chiffrés**

- a. Données historiques (généralement des trois derniers exercices)
- b. Prévisions (plan d'affaires)

### **Evaluation**

- a. Synthèse des travaux et diagnostic, points forts et risques identifiés, recensement des ajustements
- b. Appréciation des bases d'évaluation
- c. Méthodes retenues
- d. Approches de la valeur
- e. Synthèse et fourchette des valeurs

### **Conclusion**

- Rappel du contexte (marché, risques, forces et faiblesses de l'entreprise évaluée), des difficultés rencontrées, des limites de l'évaluation, de la date à laquelle se situe l'évaluation ; Conclusion sur la valeur.