

Le prix de marché des PME : où en est-on à l'été 2009 ?

Quelles approches ? Pour quels prix ?

Il est de bon ton ces derniers mois d'asséner des affirmations péremptoires du style : « tous les repères sont perdus, les méthodes d'évaluation n'ont plus aucune validité », « les approches classiques sont inopérantes, les DCF aux oubliettes ! », « la moitié des sociétés sous LBO est en faillite ». Ces assertions sont pour l'essentiel des non vérités et notre conviction est tout à fait inverse car la réalité n'est pas si noire et si les faits sont réputés têtus, les chiffres le sont encore plus... C'est précisément lorsque le contexte est difficile, que la bonne attitude consiste à ne pas tourner le dos au risque inhérent à l'entreprise, à son évaluation et à sa transmission, que la démarche rationnelle n'est pas de céder à la facilité du jet d'éponge. Au contraire, dans les périodes les plus troublées, il faudra encore et toujours se concentrer sur l'analyse fondamentale, réfléchir à la pertinence des modèles d'évaluation, tester leur sensibilité à différentes hypothèses, bien en mesurer les limites, aussi.

Dans une première étape, nous observerons les marchés financiers, parce qu'ils ont du moins un avantage incomparable : ils traduisent en temps réel l'environnement économique global, fournissent quotidiennement une énorme masse de données chiffrées exploitables. Ensuite, il nous faudra réfléchir aux valorisations des opérations de fusions-acquisitions, notamment de PME, à la lumière de quelques études récentes et de modèles usuels.

Pour la bonne compréhension de certains termes techniques, nous invitons le lecteur à se reporter aux références et au glossaire du site Synextrans. com.

I/ Les enseignements des marchés

1.1 Les valorisations sur les marchés d'actions

Les grands équilibres qui prévalent sur les marchés financiers s'appliqueront *pari passu* aux PME non cotées. C'est pourquoi l'observation des ratios boursiers est une étape incontournable, tant pour en relever le niveau absolu que les variations. En premier lieu, on conviendra que la période impose quelque prudence dans l'interprétation des chiffres : le maniement des multiples habituels est délicat car ils reposent au dénominateur sur des résultats de sociétés fortement volatils sur la période 2007 – 2010. Les sociétés françaises cotées se négocient valeur mi-juillet 2009¹ :

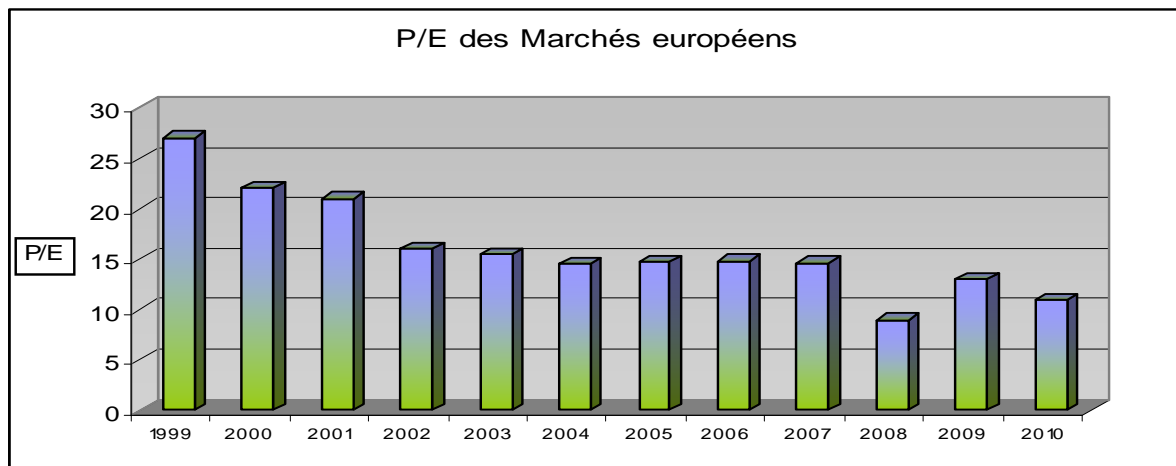
- à un P/E 2008² de 10, soit *10 ans* de résultat net 2008, résultat en baisse de 20% par rapport à 2007
- 11 à 12 fois le net estimé de l'exercice 2009, résultat à nouveau en baisse de 20% à 25% sur 2008
- 10 fois le profit net estimé de 2010³, censé retrouver l'étiage de 2008.

Or, selon plusieurs études statistiques, ce ratio tourne autour de 14 à 15 en moyenne depuis une dizaine d'années (cf. Histogramme page suivante)

¹ CAC 40 à mi juillet 2009 : 3 050

² Price earning, P/E ou PER = rapport entre capitalisation boursière (ou prix si non coté) et bénéfice net après IS

³ Sources : Facset estimates, Investir, Journal des Finances.



Source : Facset. Dans l'UE, du fait de la convergence des économies, les multiples sont comparables

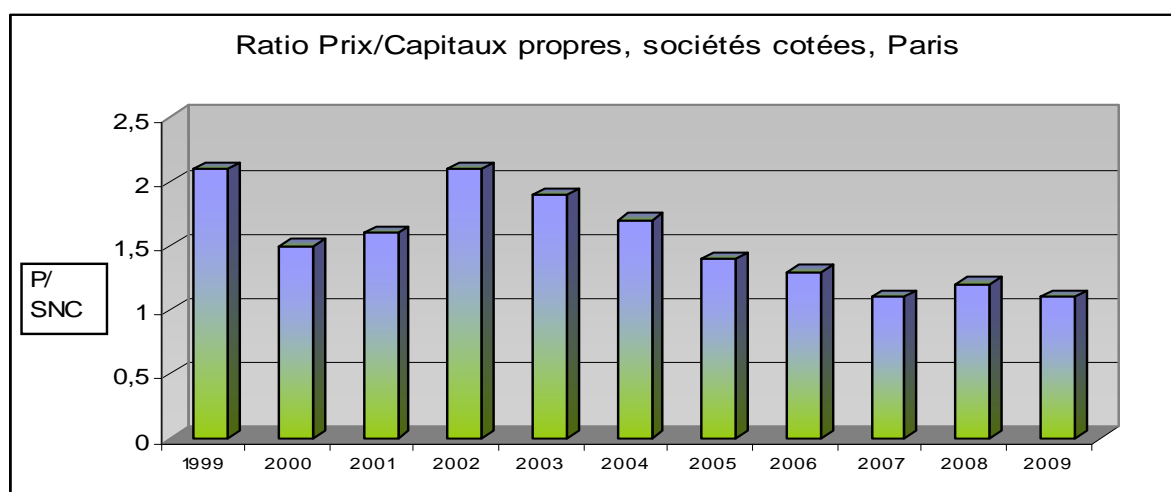
Et les stratégies d'en conclure que les marchés d'actions, dont la bourse de Paris à environ 3000 pour le CAC 40, se situent à des niveaux historiquement bas, et que l'on a donc engrangé un fort potentiel de hausse. C'est incontestable dans l'absolu : on a passé deux fois 6000 points au cours des dix dernières années ; c'est d'autant plus vrai en niveau relatif puisque le P/E est en outre calculé sur une base bénéficiaire déprimée. En oubliant un *petit* détail : si l'ensemble des acteurs du marché en était persuadé, le CAC 40 serait déjà à 4500 ou 5000... Que traduit donc ce CAC à 3000 ? Tout simplement deux ans de baisse des profits, une remise en cause des positions acquises dans des secteurs entiers de l'économie traditionnelle, les graves déficiences des modèles économiques dans la finance, la fin programmée d'une économie reposant sur l'énergie fossile à bas prix ; en résumé, la faible visibilité des résultats à court terme (2009-2010) et à 5 ans, sur lesquels sont précisément fondés tous les grands modèles d'évaluation.

Rappeler ici le mécanisme de la formation des cours de bourse ne sera pas inutile dans cette période troublée : les cours subissent de fortes variations à court terme, *justement* parce qu'ils obéissent à une logique de long terme : les opérateurs de marché ont l'ardente obligation de faire des prévisions. Or les aléas conjoncturels induisent de brusques variations dans les anticipations des analystes et investisseurs, d'où des ajustements, des révisions de ces ajustements, des excès, des corrections de ces excès, qui, par un processus cybernétique perpétuellement renouvelé, nourrissent cette variation erratique des cours. Pour illustration, une révision à la baisse de 1% du taux de croissance à long terme induit mécaniquement une contraction des cours de l'ordre de 10%... Intervient dans le débat un superbe concept promu par la théorie moderne des portefeuilles¹, qui allait, en modélisant le couple rentabilité/risque dans une brillante équation², donner enfin ses lettres de noblesse à la grande peur des gérants en l'appelant « volatilité ». Jamais on n'aura autant évoqué ce terme que depuis septembre 2008 ! Qu'en retirer concrètement ? Le modèle de marché est par construction assez *passif* puisqu'il relève la volatilité statistique (donc le risque, selon ce modèle) et établit une relation mathématique avec la rentabilité (l'évolution des cours) constatée. En cela, il est surtout utile aux inventeurs de produits structurés complexes et aux gestionnaires de portefeuilles, mais peut aussi être transposé partiellement à la problématique posée à l'évaluateur en fusions-acquisitions : prévision à moyen/long terme des résultats de la société cible et marge d'erreur associée. Dans une situation de parfaite visibilité, les valorisations issues des modèles seront vérifiées ; si elles ne le sont jamais, c'est précisément parce que l'évaluateur commet des erreurs de prévision. Or ces erreurs sont d'ampleur beaucoup plus importante en période de crise ; le marché le pressent plus ou moins confusément et c'est pourquoi il est si volatile et capitalise 10 ans de résultats au lieu de 15 ! Et bien évidemment, ce qui est vrai pour les grandes valeurs de la cote l'est d'autant plus pour les PME non cotées : leurs ratios de valorisation seront inférieurs mais leur courbe d'évolution épousera celle des marchés.

¹ MPT, Modern Portfolio Theory, introduite sur les marchés dans les années 70.

² Qui vaudra le prix Nobel à son auteur William Sharpe.

D'autres études nous renseignent sur le deuxième ratio classique : prix/capitaux propres. Or ce ratio ressort à des niveaux nettement inférieurs aux chiffres d'avant crise puisqu'il est de l'ordre de 1 contre 1.5 dans les bonnes années :



Source : Facset

Il est particulièrement significatif de relever que *la moitié* des sociétés du CAC 40 se négocie à un ratio capitalisation/capitaux propres inférieur à 1, ce qui signifie en clair que les investisseurs attribuent à 50% des grandes sociétés une valorisation en deçà leur valeur intrinsèque¹. Or nul n'ignore que cet agrégat comptable tend par construction² à sous-évaluer - de manière substantielle dans certains secteurs, par exemple la distribution, les services, les transports - la valeur réelle des sociétés rentables. Toutes les banques se négocient à un niveau inférieur à leurs capitaux propres, ce qui est compréhensible (qualité des encours de crédits, liquidité des actifs financiers) ; en revanche, le fait que de nombreux grands groupes – même si certains sont réputé cycliques - soient aussi faiblement évalués est plus surprenant : Lafarge (capitalisation = 60% des capitaux propres), Saint Gobain (80%), Capgemini (90%), PPR (60%), EADS (90%), Sanofi (130 %). Des leaders multinationaux très solides se traitent à seulement deux fois les fonds propres³ : Air Liquide, Carrefour, Total, LVMH, Bouygues... sans parler de nos constructeurs automobiles (25%) mais leurs pertes et la désastreuse faillite de GM sont passées par là.

Ces constatations conduisent à une première conclusion : beaucoup de grandes sociétés se négocient dans l'absolu (le cours) à un niveau inférieur de +/- 50%, et à environ 30% de moins en termes de multiples. Surtout : elles valent en moyenne tout juste leur situation nette comptable. Peuvent-elles tomber plus bas ? Probablement pas, car les marchés peuvent nager quelques mois dans l'exubérance irrationnelle⁴ mais jamais à long terme.

¹ Ou situation nette comptable, anciennement fonds propres

² Coûts historiques, principe de prudence.

³ Ricol Lasteyrie

⁴ Célèbre formule d'Alan Greenspan, ex patron de la FED.

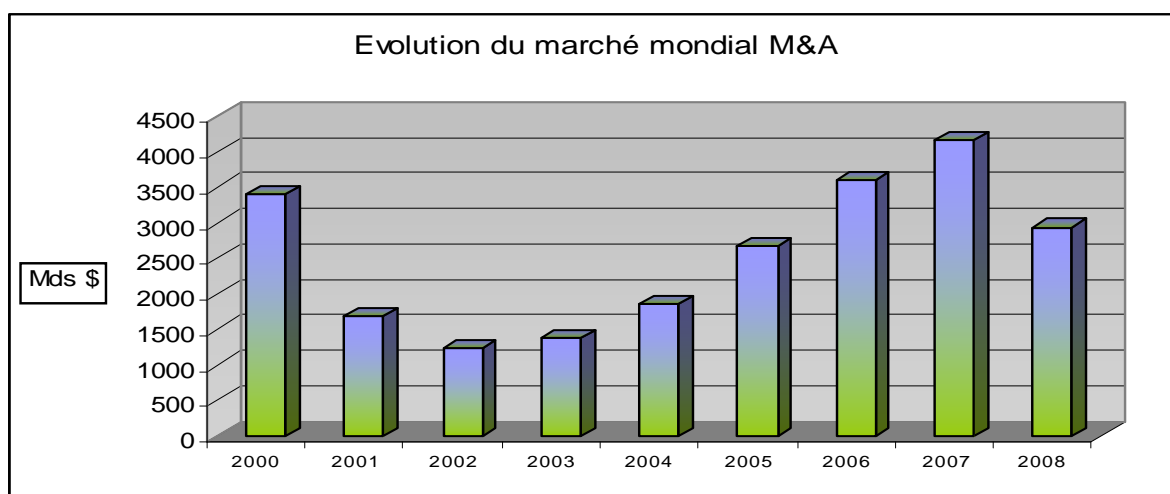
1.2 Les marchés des fusions-acquisitions et du LBO

En fusions-acquisitions (M&A), les valorisations dépendent aussi pour une large part :

- du volume des transactions, qui reflète l'ambiance générale du marché et
- du montant des opérations réalisées par ces grands opérateurs financiers, incontournables en M&A, que sont les capital-investisseurs¹.

1.21 Le M&A.

L'histogramme suivant résume l'évolution du marché mondial des fusions-acquisitions depuis 2000. On voit que l'activité s'est contractée de 30% en 2008 ; le premier trimestre 2009 marque une nouvelle régression de 34% :



Source : Reuters/Thomson

Or il est avéré que sur le marché financier (et immobilier) lorsque les volumes se contractent, les prix baissent, et réciproquement.

1.22 Le LBO

Au premier trimestre 2009, la décrue du marché européen du capital-transmission ressort à 36% en volume et à 62% en valeur². Mais la situation est duale : les grandes opérations de reprise par effet de levier sont quasiment toutes ajournées en l'attente de jours meilleurs, tandis que les petits LBO de première génération, ceux là mêmes qui intéressent la reprise des PME, se maintiennent bien, voire progressent pour le bas du marché, la loi TEPA n'y étant pas étrangère.

Certains grands dossiers sous LBO ont inspiré la dramaturgie ambiante : Materis/ Wendel, Terreal /LBO France, Saint Gobain Desjonquères/ CVC - Sagard. Pire : face à la position très ferme des banquiers, Paribas Affaires Industrielles (PAI) a été contraint de provisionner la totalité de son investissement dans Monier (ex Lafarge Roofing) , accusant une perte de 250 M €. Dans tous ces cas, les leviers étaient considérables, souvent même démesurés : 1800 M € de dette pour 2400 M € de valeur chez Monier, 1800 M € de dette et 2000 M € de valeur d'entreprise chez Materis. Et ce, dans des secteurs (matériaux de construction, emballage) réputés cycliques donc peu propices aux montages tendus.

¹ Les LBO représentaient environ le quart du marché du M&A jusqu'en septembre 2008

² Unquote, Candover

Mais, contrairement à la rumeur, la situation financière des entreprises sous LBO n'est pas globalement catastrophique : alors que l'existence d'une bulle LBO est aujourd'hui plus ou moins explicitement reconnue par l'AFIC¹, les taux de défaillance restent en fait assez bas. En effet, si 20% des holdings de reprise ont rompu les conventions bancaires², seuls 18% n'ont pu régler leurs difficultés financières, soit un taux de sinistralité de 4% seulement³. Donc la grande majorité des LBO en rupture de ratios a restructuré sa dette, souvent au prix d'un apport complémentaire en fonds propres, il est vrai. Ces chiffres sont à mettre en regard des défaillances d'entreprises en France⁴ : 15% de hausse au deuxième trimestre 2009 par rapport à la même période en 2008, ce qui n'est pas énorme vu le contexte ; mais l'inquiétude s'accroît car si les procédures concernent statistiquement les TPE pour 92% du total, les redressements/liquidations touchent maintenant une frange de sociétés plus grandes, dont l'effectif est de 100 à 200 (+95%) voire plus. Pour les nouvelles opérations, il est patent que les conditions d'octroi de la dette senior se sont resserrées, en ligne avec les ratios Oséo et les propositions de René Ricol, qui préconisent – à bon droit - de ne pas dépasser un levier financier de l'ordre de 2 € de dette senior d'acquisition pour 1 € de fonds propres. On s'en rapproche d'ailleurs : le niveau de levier a chuté à 2.5 en 2008 contre 6.5 avant la crise⁵. Les valorisations des LBO sur PME correspondant à des mises en fonds propres de 15M € à 150 M € reculent pour s'établir à 7.4 en Europe⁶.

Enfin, il faut relever les TRI⁷ du capital investissement, qui sont alarmants : - 25% en 2008, - 26.4% pour les LBO. Entre 1980 et 2008, le TRI est tombé à 10% l'an ; or il y a peu, les acteurs des marchés (investisseurs, gérants de fonds) tablaient sur... 15% minimum ! Période révolue.

Au total, la contraction des marchés des fusions-acquisitions et du capital-investissement, l'application de niveaux d'effets de levier inférieurs, impactent de manière significative les valorisations.

II/ Quid du marché des PME ?

Pour prendre le recul nécessaire, un bref retour en arrière et deux études récentes ne seront pas inutiles :

2.1/ L'Observatoire Synextrans du prix des entreprises dans l'Ouest

L'article paru dans Option Finance n° 804 d'octobre 2004, qui exposait l'Observatoire Synextrans du prix des PME dans l'Ouest, faisait ressortir que les petites sociétés se négociaient en termes de P/E à la moitié des grands groupes (7.2 contre 14) et qu'à contrario, le ratio prix/capitaux propres des PME était équivalent à celui des grandes sociétés, soit 2.3 à l'époque :

Ratios de valorisation		P/SNC	P/RN	VE/CA	VE/EBE	VE/REX
TOTAL	Moyenne	2,3	7,2	0,5	3,6	5,7
128	Ecart type	0,9	3,2	0,3	1,6	2,7
cas	Médiane	2	6	0,3	3,1	4,5

¹ Association Française des Investisseurs en Capital

² En anglais : *covenants* = clauses contractuelles relatives aux obligations juridiques et financières liées aux financements bancaires d'acquisition. Ces obligations sont financières (ratios) et juridiques (délégations de gestion ...)

³ Etude de l'AFIC, in Capital Finance du 8 juin 2009

⁴ Etude Altares

⁵ Source : Pan european mezzanine finance

⁶ Indice Argos Mid market

⁷ Taux de Rentabilité Interne, mesure usuelle de la performance des fonds

Nous soulignons alors cet apparent paradoxe entre P/E et ratio prix /SNC, que nous expliquons, non pas par la rentabilité *injustement supposée* inférieure des PME, mais par une appréciation du risque pénalisante, traduisant l'absence de crédibilité que les investisseurs attribuent aux prévisions sur les flux financiers futurs des petites sociétés, d'où l'importance prépondérante de leurs fonds propres.

Ce constat reste tout à fait d'actualité : dans un environnement agité, le socle de toute transaction sera, aujourd'hui plus encore qu'hier, bel et bien la valeur nette comptable de la société. Les marchés financiers ont en quelque sorte retrouvé les fondamentaux que les acteurs du segment des PME n'avaient, eux, jamais oubliés.

2.2 Conférence CCI Rennes : « Valorisation d'entreprise : quel prix dans la conjoncture actuelle ? »

Lors de la conférence du 17 novembre 2008 portant sur le thème de l'évaluation, donc en pleine crise financière, Synextrans avait exposé quelques approches simples d'évaluation, qui avaient permis de conclure à la logique d'une contraction du prix des PME de l'ordre du tiers. Six approches, des plus basiques aux plus élaborées, démontraient que cette flexion était parfaitement cohérente avec la logique financière, et qu'il n'y avait donc pas lieu de s'en étonner, faute de s'en réjouir (pour les cédants s'entend...). Nous y sommes :

2.3 Etude AACIF

Une récente étude de l'AACIF¹ corrobore ce constat : la Société Française des Analystes Financiers (SFAF), se fondant sur un enquête menée auprès de ses adhérents, fait état d'une baisse des prix de transaction, concernant les PME de taille modeste, de 20% à 25% en moyenne, et même d'avantage en retenant les ratios les plus pertinents en évaluation, c'est dire les approches conduites en « valeur d'entreprise »² :

- ✓ - 26% pour le ratio valeur d'entreprise / résultat d'exploitation (REX), le meilleur ratio sectoriel s'il est correctement retraité
- ✓ - 28% pour le ratio valeur d'entreprise / excédent brut d'exploitation (EBE)³, globalement le plus significatif, tous secteurs confondus
- ✓ - 21% pour le multiple sur chiffre d'affaires (mais ce ratio « commercial » est peu pertinent)

Cette même étude comporte un autre volet très instructif : elle recense les approches de valorisation utilisées par les cabinets de fusions-acquisitions et analyse l'évolution des pratiques : l'approche en actif net réévalué est *la seule* à gagner du terrain, alors que l'approche dite « LBO »⁴ est moins influente - ce qui n'est guère étonnant vu la contraction de ce marché exposée plus haut - et que les cash flows actualisés (DCF) relèvent la tête, ce qui est logique en ces temps de grande incertitude sur les flux⁵.

¹ Association des Analystes Conseillers en Investissements Financiers, agréée par l'AMF. Etude de mai 2009

² Cf. article Option Finances N° 804 à ce sujet sur la valeur prédictive des différentes approches

³ Excédent brut d'exploitation. Improprement et trop souvent appelé EBITDA, l'équivalence EBE/EBITDA n'étant pas totale. Idem pour EBIT (REX en comptabilité française)

⁴ On mesure la capacité de la cible à rembourser la dette senior d'acquisition (Ex : échéance bancaire = 70% du RN), d'où un niveau maxi d'emprunt, puis on déduit la valeur en ajoutant à cette dette senior les fonds propres du holding via l'application d'un ratio dette/fonds propres normatif, par exemple 2 de dette pour 1 de fonds propres.

⁵ Le DCF (discounted cash flows) et les approches en valeur d'entreprise de type x fois l'EBE ou le REX (donc x années de flux...) sont financièrement de même nature

2.4 Etude IMAP

Une étude menée par IMAP, le réseau international de conseils en M&A qui fédère une soixantaine de cabinets-conseils, indique que les multiples : valeur d'entreprise / résultat d'exploitation ressortent en 2008 à 7.6 en Europe et à 5.8 aux Etats-Unis. Toutefois, il convient de signaler que la transaction moyenne de l'échantillon est de 51 M €¹ et que les écarts entre secteurs sont très marqués, avec par exemple une forte chute dans la technologie et la santé.

En outre, l'écart favorable à l'Europe en termes de valorisation peut sembler surprenant dans la mesure où plusieurs autres sources concluent au résultat inverse, le marché américain offrant historiquement des multiples plus élevés, tant pour les sociétés cotées (le P/E de New York est actuellement de 14) que privées. Quoiqu'il en soit, la tendance est bien là.

III/ Incidence sur les méthodes et les valorisations

Dans ce contexte de crise, la capacité des professionnels de l'évaluation à bien manier les approches et surtout à en connaître les limites, devient plus essentielle que jamais. Ainsi, en relation avec le DCF et méthodes assimilées, dont nous avons souligné le regain d'intérêt, se pose de manière aigüe les questions du taux d'actualisation des flux financiers et de la fixation des prix de revente à l'horizon.

3.1 Taux d'actualisation et TRI

On reprendra pour base de raisonnement le modèle désormais bien connu du MEDAF² et sa géniale équation de la forme :

Taux de rentabilité³ = taux sans risque + (coefficient bêta) x (prime de risque).

Le taux sans risque est généralement pris par convention comme le taux des OAT à dix ans, soit 3,60 % en France à la mi juillet 2009. Si l'on majore ce taux de la prime de risque actuelle du marché de Paris, 7 % à 8%⁴, on obtient 11 %⁵ pour la rentabilité implicite attendue par les investisseurs sur les actions françaises. La prime est donc à 3% au delà des normes historiques (autour de 8%).

A noter que ce résultat est obtenu avec un taux sans risque anormalement bas, résultant de la politique monétaire expansionniste de la BCE (taux de refinancement abaissé à 1%). Par simple application d'un bêta de 1.5 aux PME, on obtiendra une rentabilité attendue de 15%. Or, en octobre 2004, en période de croissance, nous avons indiqué dans l'Observatoire que le taux à appliquer aux PME était de l'ordre de 15%, ce qui expliquait des multiples de valorisation deux fois plus bas que les marchés financiers alors actualisés à 8% (rappel : P/E de 7.2 contre 14).

Aujourd'hui, la même logique s'appliquant aux PME, le taux d'actualisation réel, *coeteris paribus*, sera pour les praticiens des fusions acquisitions, de l'ordre de 18%, ce qui correspond à un bêta proche de 2, qui est la limite statistique de ce coefficient.

En outre, dans l'environnement actuel dépourvu d'inflation, il s'agit bien d'un taux *en termes réels* ; chacun mesurera toute la puissance d'un facteur d'actualisation *déflaté* de cette ampleur : les flux actualisés à 5 ans sont divisés par 2.3... c'est parlant et concret, comme on va le voir page suivante..

¹ Il est constant que les multiples croissent avec la taille ; les grands groupes sont supposés moins risqués (activité mieux répartie), bien gérés et pérennes

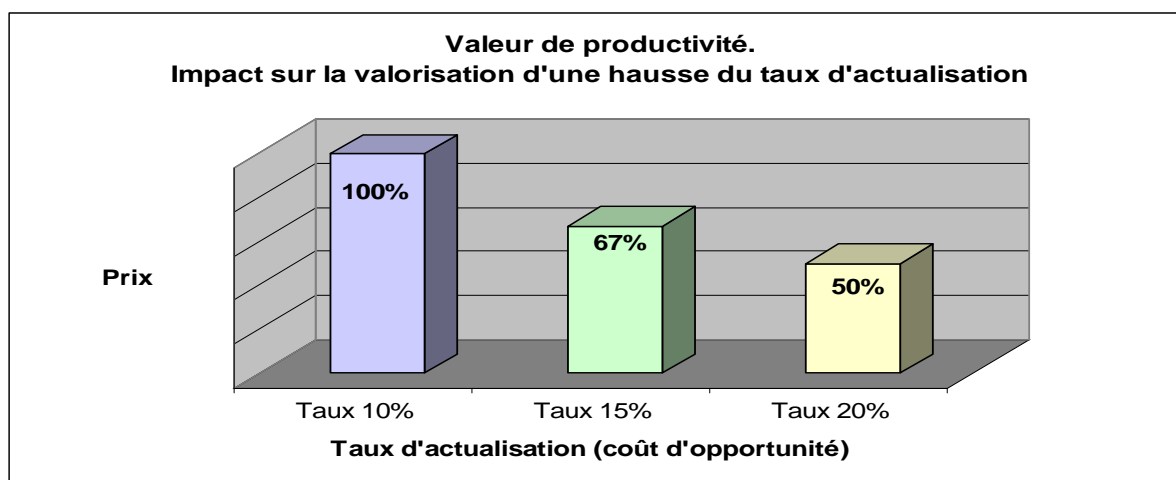
² MEDAF : Modèles d'Equilibre des Actifs Financiers, base de toutes les approches modernes de gestion de portefeuille et d'appréciation du couple rentabilité/ risque. En anglais : CAPEM.

³ Ou coût d'opportunité, taux d'actualisation ou rentabilité implicite, selon l'usage que l'on en fait

⁴ Prime = taux de rentabilité des actions – taux sans risque. Par exemple, Natixis, in JDF 4 juillet 2009

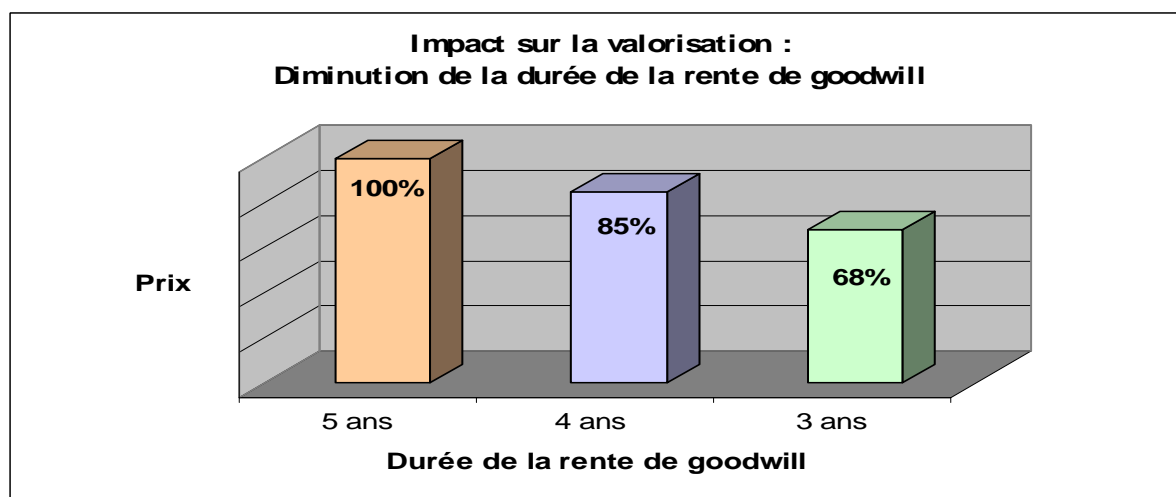
⁵ Pour le marché, par définition bêta = 1

L'histogramme ci-après présente, par application de la formule simplifiée¹ dite de la « valeur de productivité », reprise notamment dans le nouveau Guide de l'évaluation de l'administration fiscale (mai 2007), l'impact d'une hausse du taux d'actualisation de 10% à 15 % puis 20% sur le prix :



4.2 L'horizon d'investissement, les montages, les méthodes

Actuellement, les aléas conjoncturels assombrissent l'horizon de prévision au-delà de quelques années, quand ce n'est pas quelques mois dans certains secteurs particulièrement sensibles à la conjoncture. La perception du risque de l'investissement dans le rachat d'une société se traduit tout aussi directement par la durée de remboursement de l'investissement souhaitée par l'acheteur, qui sera cohérente avec son horizon de visibilité. La figure ci-dessous résume l'incidence d'une réduction de la rente de goodwill² de 5 ans à 3 ans :



Concrètement, comment l'analyste financier, l'expert comptable, le banquier, si perspicaces et rigoureux soient-ils, peuvent-ils valablement anticiper les flux au-delà de cet horizon de quelques petites années ?

¹ Cette formule de type $\text{Prix} = 1/k$ avec k pour taux d'actualisation est en fait la formule de Gordon Shapiro simplifiée avec croissance zéro, qui revient à actualiser un flux constant à l'infini.

² Survaleur, écart d'acquisition, assimilé à la valeur du fonds de commerce pour les TPE

Or l'évaluateur, s'il utilise des approches usuelles comme les DCF ou l'équation de Bates sur les 4 à 5 premiers exercices, ne pourra faire l'impasse sur l'estimation toujours périlleuse de la valeur de revente, la « valeur terminale » à l'horizon du plan d'affaires¹.

Dans le DCF, il convient de rappeler que cette seule valeur de revente à l'horizon explique environ *les trois quarts* de la valorisation. Et ce, alors même que le très court terme est déjà bien difficile à appréhender : les grandes sociétés, réputées solides, bien gérées, et disposant le plus souvent d'un portefeuille de marques et/ou d'activités bien diversifié, d'une envergure internationale, ont subi une chute de leurs profits de 20 à 25% en 2008, puis connaîtront à nouveau une contraction de même ampleur en 2009, comme il a été rappelé.

Les PME seraient-elles plus immunes à la crise qu'Air Liquide, l'Oréal ou Saint Gobain ? Certes non ! Dans ce type de conjoncture, des modèles d'évaluation fondés sur une durée de remboursement finie de l'investissement (quelques années) seront donc particulièrement pertinents ; outre la rente de goodwill, on citera la méthode du sinking fund, exposée brièvement lors de la conférence CCI Rennes de novembre 2008². A contrario, on rappellera à toutes fins utiles que le pay-back (délai de remboursement de l'investissement à prix fixé) n'est pas une méthode d'évaluation valide.

Les montages, la structuration juridique des transactions, devront intégrer davantage les incertitudes liées à l'anticipation des flux : le versement de compléments de prix variables fonction des résultats futurs (en anglais : earn-out), à mesure de leur extériorisation, est cohérent avec la logique financière du goodwill. C'est pourquoi l'earn-out est une réponse tout à fait appropriée actuellement, sous réserve que la clause soit bien rédigée et les référentiels comptables correctement établis³.

Les mêmes raisonnements fondamentaux en termes de couple rentabilité /risque valent toujours – et sans doute plus encore - valeur juillet 2009. Quelles que soient les méthodes d'évaluation - et leur plus ou moins grande complexité -, sauf à se livrer à des acrobaties financières, rien ne justifie rationnellement aujourd'hui de payer une PME autrement que sur la base de la formulation suivante :

Prix = capitaux propres (éventuellement réévalués) + goodwill, le goodwill pouvant être estimé à trois à quatre fois le résultat net courant retraité⁴ après impôt ou encore à deux ou trois fois la marge brute d'autofinancement (selon secteur sous revue).

Alternativement, on se référera à la valeur d'entreprise (avant impact financement long terme et IS), autre grande approche suggérée par la théorie financière moderne, et très employée en bonne logique par les fonds de capital investissement. Payer actuellement une petite société plus de :

3 fois l'excédent brut d'exploitation (ou 4 ans de résultat d'exploitation après amortissement)
+ trésorerie, nette de la dette financière, ne paraît pas raisonnablement concevable.

Enfin, si l'on applique des approches de type rente de goodwill ou sinking fund, il ne semble pas judicieux d'entrer dans le modèle des durées supérieures à trois ou quatre ans.

Quant au taux d'actualisation, 18% à 20% nous semble approprié.

¹ Par commodité, la plupart des évaluateurs professionnels appliquent la formule de Gordon Shapiro pour calculer le prix de sortie à 5 ans. Soit. Mais encore faut-il préciser que cette formule impose par construction mathématique d'anticiper les taux de croissance et d'actualisation *de 5 ans à l'infini*. Une simple simulation montre la forte sensibilité du prix de revente, donc du prix d'achat en T0, de +/- 1% de croissance à l'infini.

² Par exemple, Méthode HSBC pour le M&A, exposée avec le concours de l'auteur dans : « L'évaluation des sociétés et de leurs titres », Hirigoyen/Degos, Vuibert Gestion 1988, pp 110 à 140

³ Cf. article earn-out sur le site synextrans, ibidem

⁴ Les cabinets de F/A et les experts comptables reconnaissent l'absolue nécessité de retraiter les comptes des PME pour élaborer les comptes pro forma et les prévisionnels

Conclusions

Les acteurs du marché de la transmission devront bien mesurer les conséquences de la crise sur les valorisations, affiner davantage leurs approches selon les secteurs, en intégrant pleinement leur degré de sensibilité à la récession. Aux cabinets-conseils, aux experts comptables et aux banquiers, il appartiendra d'élaborer des montages financièrement raisonnables ; aux professionnels de l'évaluation incombera la responsabilité de proposer des estimations réalistes, aux avocats il reviendra de suggérer les modalités juridiques adaptées au paiement de substantielles fractions variables. Même si le résultat de ces approches et propositions pourra décevoir les attentes des cédants, ce sera le meilleur service à leur rendre : ils pourront ainsi disposer des vrais termes et conditions de marché, des bons outils pour arbitrer leurs priorités en fonction de leur horizon personnel. Sur la durée, si les cédants acceptent de partager avec l'acquéreur les aléas liés à l'anticipation des flux financiers, ils en recueilleront les fruits, sans doute plus tardifs mais peut être ... plus abondants.

Geoffroy Surbled
Membre de Synextrans