

Evaluer l'entreprise à reprendre : un défi pour le repreneur !¹

par Rémy PALIARD, professeur à EMLYON Business School, gérant de ValoConsult SARL

1 Le double défi du repreneur, dans l'évaluation de la cible :

1.1 Le temps joue contre lui...

La négociation sur le prix de l'entreprise à céder intervient à un moment où le repreneur dispose d'informations encore partielles sur celle-ci. Il n'a eu le plus souvent ni le temps ni les éléments nécessaires pour construire son Business Plan, et il ne peut pas estimer quelle est la valeur de l'entreprise dans ses mains.

Il doit donc se contenter d'une estimation de la valeur de l'entreprise dans les mains du vendeur, et s'engager sur un prix sans savoir s'il pourra effectivement créer de la valeur lorsqu'il mettra sa patte sur la gestion de la firme !

1.2 ...son statut de repreneur individuel aussi

Le repreneur individuel jette le plus souvent dans la bagarre l'essentiel de ses ressources financières disponibles, quand il ne s'endette pas à titre individuel, pour constituer son apport personnel ! En tant qu'investisseur, il est donc tout sauf diversifié, et de ce fait son « coût du capital » personnel est très élevé².

L'impact de la non diversification sur l'espérance de rendement

Tous les raisonnements d'actualisation sont menés sur la base d'une espérance de rendement de l'investisseur. Celle-ci est le plus souvent dérivée de l'utilisation du modèle d'évaluation des actifs financiers, le MEDAF dont la formulation est assez simple :

$$E(Rdt) = \text{Taux sans risque} + \beta * \text{prime de risque du marché des actions}$$

Avec un taux sans risque de 4%, un β de 1, et une prime de risque des actions de 6%, l'espérance de rendement est de 10%.

Entre autres hypothèses qui sous tendent ce modèle, les investisseurs sont supposés avoir **diversifié leur portefeuille** le mieux possible, de sorte que le rendement qu'ils peuvent attendre de leur investissement ne rémunère que la fraction non diversifiable de leur risque. Dit autrement, un investisseur non diversifié doit requérir de son investissement une rentabilité beaucoup plus élevée qu'un investisseur diversifié.

Le repreneur d'entreprise individuel, comme l'entrepreneur cédant, sont dans la plupart des cas dans la situation de l'investisseur non diversifié. Par conséquent il est erroné d'appliquer le MEDAF pour l'évaluation de l'entreprise dans un contexte de transmission, si l'on ne corrige pas le modèle pour prendre en compte l'absence de diversification des acteurs.

¹ Article paru en Juin 2007 dans Les Échos : L'Art d'Entreprendre et repris dans L'art d'entreprendre, Village Mondial, 2007.

² Voir l'encadré sur l'impact de la non diversification

Un ajustement simple existe, qui consiste à remplacer le β , dans la formule du modèle, par le **β total**. Celui-ci est égal au β divisé par le coefficient de corrélation avec le marché. Les exemples dans le tableau ci-dessous donnent une idée de l'ampleur de la correction qu'entraîne cet ajustement, pour une entreprise non endettée :

	Beta opérationnel	Corrélation avec le marché	beta total	E(Rdt) invest. Diversifié	E(Rdt) inv. Non diversifié
Habillement	0,83	37%	2,28	9,0%	17,7%
Pièces auto	0,95	43%	2,20	9,7%	17,2%
Services informatiques	2,26	49%	4,66	17,6%	32,0%
E-commerce	3,79	67%	5,67	26,7%	38,0%
Epicerie	0,62	33%	1,89	7,7%	15,3%
Equipement Maison	0,81	45%	1,81	8,8%	14,9%
Services à l'industrie	0,89	24%	3,65	9,3%	25,9%
Mécanique	0,69	35%	1,99	8,1%	15,9%
Emballage	0,56	37%	1,49	7,3%	13,0%
Restauration	0,62	26%	2,39	7,7%	18,4%
Distribution spécialisée	1,13	37%	3,04	10,8%	22,2%
Transport routier	0,74	37%	2,00	8,5%	16,0%
Marché	0,97	41%	2,33	9,8%	18,0%

Adapté d'Aswath Damodaran (<http://www.nyu.stern.edu/~adamodar>), avec un taux sans risque de 4% et une prime de risque actions de 6%.

Cette absence de diversification pénalise le repreneur, face à d'éventuelles entreprises qui s'intéresseraient à la même cible. Le coût du capital des ces acquéreurs « corporate », du fait de la diversification de leurs propres actionnaires, est en effet sensiblement plus faible (de 7 à 10%).

Ce différentiel de rendement attendu conduit à des écarts de prix extrêmement élevés : du simple au double, voir du simple au triple ! Même si le cédant préférerait vendre à un entrepreneur, dont la mentalité est plus proche de la sienne, il ne peut pas être indifférent à la valorisation proposée par un acquéreur « corporate », adossé à des investisseurs diversifiés.

2 Les vendeurs et leurs conseils surévaluent souvent la cible

Les cédants se font une fausse idée de la valeur de l'entreprise dans leurs mains, en raisonnant par comparaison, et en gommant, volontairement ou par méconnaissance des bases de l'évaluation, les différences entre les transactions et les valorisations boursières d'une part, et la cession d'une entreprise individuelle ou familiale à un repreneur individuel, d'autre part.

Et ils ne sont pas démentis par leurs conseils, qui pratiquent de plus en plus l'application sommaire de multiples de transactions ou de multiples boursiers, au risque d'ailleurs de générer une nouvelle bulle par copier-coller de valorisations de plus en plus élevées³...

2.1 Les multiples de transactions

Il y a deux limitations majeures à l'utilisation des multiples de transaction :

1. L'information n'est le plus souvent disponible que sur des transactions réalisées par des acquéreurs « corporate ». Pour la raison évoquée plus haut (diversification de leur

³ Voir à ce sujet l'article dans ce cahier sur l'évolution des valorisations

actionnariat, et donc coût du capital inférieur), ces transactions extériorisent une valeur très supérieure à celle que l'entreprise avait dans les mains du cédant.

2. Le prix réellement payé peut différer sensiblement du prix annoncé, du fait de la mise en jeu des garanties d'actif et de passif, et d'éventuelles clauses d'earn-out. Ces écarts ne sont pas connus, et ils jouent le plus souvent dans le sens de la baisse du prix effectivement payé. De ce fait les multiples de transaction surévaluent la cible.

2.2 Les Multiples boursiers

Il est bien naturel pour le cédant d'appliquer aux résultats de son entreprise les multiples de valorisation que reflètent les cours en Bourse de ses grands concurrents. Et ce d'autant plus que l'information est maintenant très largement disponible.

Ce faisant, néanmoins, il commet potentiellement deux erreurs :

1. il oublie là encore le différentiel de coût du capital, entre les investisseurs diversifiés qui déterminent les cours en Bourse, et son coût du capital d'entrepreneur peu diversifié.
2. De plus l'application des multiples de sociétés cotées conduit à une surévaluation systématique, par oubli de l'effet taille ! Et cet effet taille n'est pas négligeable : il faut compter environ 4% d'espérance de rendement supplémentaire pour une entreprise valant un million d'euros, par rapport à une entreprise dont la capitalisation boursière est de 100 millions d'euros.

2.3 Les errements de la méthode du « Goodwill »

La méthode dite du « Goodwill » est très utilisée, notamment par les conseils du cédant, pour préparer la transaction. Si nous ne remettons pas en cause le principe même de cette méthode, dont l'efficacité dans les négociations n'est plus à démontrer, force est de constater que son application donne lieu à quelques errements, dont l'effet est de sensiblement surévaluer l'entreprise à céder.

Quelle est la démarche de l'évaluateur, et où sont les pièges ?

L'évaluateur procède tout d'abord à une réévaluation des actifs – et passifs – de l'entreprise, pour corriger la difficulté qu'éprouve la comptabilité à rendre compte de la valeur des actifs, notamment acquis il y a longtemps. Il en déduit une valeur théorique des Fonds Propres, appelée **Actif Net Réévalué** ou ANR.

Une fois l'Actif Net de l'entreprise réévalué, l'évaluateur détermine le **bénéfice normatif** que devrait générer l'entreprise, compte tenu du rendement attendu. Il compare ensuite ce bénéfice attendu au bénéfice obtenu, pour déterminer le super profit, aussi appelé rente du « Goodwill ».

Cette rente, est ensuite capitalisée sur 4 à 7 ans, période au-delà de laquelle l'influence du cédant ne se fera plus réellement sentir sur le niveau des profits de l'entreprise.

La mise en œuvre de cette méthode supposerait que l'on utilise le coût du capital du cédant – entrepreneur imparfaitement diversifié – pour le calcul de la rente comme pour la capitalisation de celle-ci. Or nous constatons que la pratique la plus courante consiste à :

1. calculer le bénéfice attendu en appliquant un taux sans risque à l'ANR...
2. capitaliser la rente à un coût du capital peu élevé, négligeant ainsi la question de la diversification du cédant.

L'encadré ci contre illustre sur un exemple simplifié l'impact très significatif de cette double erreur sur la valorisation obtenue.

Soit une entreprise dont les Fonds Propres se montent à 500 000 Euros, qui dégage un résultat net récurrent de 100 000 Euros. Après réévaluation, l'ANR est de 600 000 Euros.

L'évaluateur a procédé aux calculs suivants :

Bénéfice attendu : $600\,000 * 4\%$ (taux sans risque) = 24 000 Euros

Rente du « goodwill » : $100\,000 - 24\,000 = 76\,000$ Euros

Capitalisation de la rente sur 5 ans au taux « risqué » de 10% : 288 100 Euros

Valeur des Fonds Propres : $600\,000 + 288\,100 = 888\,100$ Euros

En utilisant une espérance de rendement de 15%, nous obtenons :

Bénéfice attendu : $600\,000 * 15\% = 90\,000$ Euros

Rente du « goodwill » : $100\,000 - 90\,000 = 10\,000$ Euros

Capitalisation de la rente sur 5 ans au taux de 15% : 33 522 Euros

Valeur des Fonds Propres : $600\,000 + 33\,522 = 633\,522$ Euros

Soit une valeur inférieure de 29% au calcul retenu par le cédant!

3 Le repreneur peut-il éviter ces pièges ?

3.1 Avoir des idées claires sur les leviers de la valorisation

Pour pouvoir rentrer dans la négociation sur le prix de l'entreprise à céder, il est préférable que le repreneur ait les idées claires sur trois points :

1. quelle rentabilité attend-il à titre personnel de son investissement financier ?
2. accepte-t-il des investisseurs financiers à ses côtés ?
3. quel niveau de risque financier est-il prêt à prendre ?

3.1.1 Quel rendement attendu ?

Si l'on s'en tient à une approche strictement théorique, compte tenu de l'absence de réelle diversification de son patrimoine, le repreneur doit mettre la barre très haut, en matière de rémunération attendue de son risque. Nous retiendrons les chiffres moyens que proposent l'encadré sur l'impact de la non diversification, à savoir autour de 18% pour investir dans une société non endettée, (ce qui donne autour de 36% pour investir dans une holding endettée avec un « gearing » de 2 !)

Cela dit, il est tout à fait concevable que le repreneur n'ait pas une exigence de rentabilité aussi élevée, notamment parce qu'il met dans la balance des éléments non financiers, comme la satisfaction d'être enfin son propre patron, ou le fait qu'une telle reprise est pour lui ou elle la meilleure façon de retrouver un emploi motivant et correctement rémunéré.

Au repreneur donc de déterminer son espérance de rendement, en sachant qu'en la réduisant, il accepte de ne pas rémunérer totalement le risque pris, et que la rémunération de ce risque résultera de sa capacité à développer l'entreprise mieux et plus vite que le cédant.

3.1.2 Avec quel niveau de risque financier ?

La reprise se fait le plus souvent avec un montage de type LBO, dans lequel une holding achète les titres de la société d'exploitation, et s'endette pour financer cet achat, en complément de l'apport du repreneur et de ses associés.

L'intérêt de ce montage réside dans l'abaissement très significatif du coût du capital de la holding, grâce à un endettement particulièrement bon marché en ce moment : avec un tiers de ressources au coût du capital des investisseurs (par exemple 36%), et deux tiers des ressources à un coût de la dette après impôt de 3%, le coût moyen des ressources mobilisées pour la reprise tombe à 14%, ce qui est plus raisonnable.

Les effets bénéfiques de la reprise à effet de levier sont patents! La contrepartie est dans la nécessaire remontée des dividendes, qui permettent de rembourser la dette de la société holding. Plus le « gearing » est élevé, plus le coût du capital est bas, plus il est possible de payer la cible cher, mais plus il est difficile de rembourser la dette, et plus le risque de difficultés financières est fort. Au repreneur, sous l'intéressé contrôle des prêteurs, de fixer la limite de l'endettement acceptable, pour chaque cible analysée.

3.1.3 Avec ou sans investisseurs ?

Lorsque la taille de la cible conduirait à un taux d'endettement inacceptable, le repreneur doit envisager un montage qui associe des investisseurs financiers au capital. Mieux vaut en effet ne détenir que 60% d'un LBO qui réussit que d'être le seul propriétaire d'un montage qui échoue...

La contrepartie de l'association avec des investisseurs financiers, c'est la complexité accrue du montage juridique, le délai supplémentaire lié à la mise au point du pacte d'actionnaires, et surtout les contraintes que génère l'horizon de sortie assez rapproché des investisseurs financiers : que se passera-t-il lorsque l'investisseur voudra revendre ses actions ?

Au repreneur de décider s'il plafonne ses ambitions, pour rester seul maître à bord – avec ses banques – ou s'il accepte un copilote avisé, mais exigeant !

3.2 Démonter l'évaluation du vendeur et de ses conseils, pour arriver à un « juste prix » :

3.2.1 Corriger le goodwill :

Nous avons montré dans l'encadré précédent comment corriger l'évaluation par la méthode du « goodwill », pour prendre mieux en compte le risque et une espérance de rendement en rapport avec la situation patrimoniale du cédant et du repreneur.

Il reste bien évidemment à s'assurer du réalisme des corrections apportées aux éléments comptables, pour aboutir à l'Actif Net Réévalué. Il reste aussi à vérifier que les hypothèses de bénéfice attendu sont soutenables sur l'ensemble de la période correspondant à la rente du « goodwill ». Enfin il serait imaginable, et dans doute plus réaliste de prendre en considération une rente décroissante du « goodwill », du fait de l'influence décroissante des actions du cédant sur le profit attendu. Mais on entre là dans les éléments de la négociation.

3.2.2 Corriger les comparables boursiers :

Il n'est pas impossible d'utiliser la référence à des sociétés cotées en Bourse, mais il convient d'apporter un correctif aux multiples constatés sur les marchés, pour intégrer la différence de rendement attendu. Nous retiendrons à titre d'illustration l'un des multiples les plus utilisés, le « Price Earning Ratio ». Mais la démarche peut être étendue aux autres multiples courants, comme le rapport valeur de l'entreprise sur résultat d'exploitation, ou le rapport valeur de l'entreprise sur chiffre d'affaires.

Sur la base du modèle de valorisation par les dividendes futurs, le PER peut être exprimé selon la formule suivante :

$$PER = \frac{1 - g / R_{fp}}{k_{fp} - g}$$

Dans cette formule :

- g représente le taux de croissance annuel moyen à long terme (rarement très différent de la croissance du PIB en valeur);
- R_{fp} représente la Rentabilité des Fonds Propres (soutenable, à long terme...);
- K_{fp} représente l'espérance de rendement des actionnaires.

Nous proposons d'utiliser cette formulation pour établir **un coefficient de correction** du PER. Ce coefficient permet de passer du PER constaté sur le marché pour une grande entreprise à actionnariat diversifié, à celui applicable à la petite entreprise à caractère entrepreneurial :

$$Cr = \frac{k_{fpG} - gG}{k_{fpP} - gP}$$

Dans la formulation de ce coefficient, G indique qu'il s'agit des données de la grande entreprise, et P de la petite.

Prenons l'exemple d'une référence cotée dont le PER est de 19, dont les investisseurs attendent du 9%, et dont le taux de croissance à long terme est de 4%. L'entreprise à évaluer a un potentiel de croissance équivalent, mais le cédant comme le repreneur en attendent du 16%. Le coefficient Cr se monte à (9% - 4%) / (16% - 4%), soit 0,42, et le PER corrigé est donc de 7,9, ce qui se rapproche davantage des multiples constatés lors des transactions !

A noter que dans cet exemple nous avons considéré que la rentabilité et la croissance des deux entreprises étaient similaires, mais on peut intégrer simultanément un différentiel de performance et de potentiel de croissance, dans le raisonnement.

3.2.3 Utiliser les sources publiques et privées sur les valorisations

Il existe de nombreux ouvrages sur l'évaluation d'entreprise, mais peu font état des préoccupations évoquées ci-dessus. En revanche il existe un outil de cadrage de la valorisation, facile à utiliser et pertinent pour une première approche : c'est le modèle « Valentin[®] » développé par la société Intercessio⁴. Bien sûr la fourchette de valorisation obtenue est relativement large, mais ce modèle a le mérite de reposer sur des bases statistiques solides, et de prendre en compte de nombreux éléments qualitatifs.

⁴ www.intercessio.fr

Le repreneur trouvera aussi dans les études d'Oséo⁵ des statistiques sur les multiples de reprise. Là encore cela ne peut conduire qu'à une première esquisse : les professionnels de l'évaluation ont eux accès à des bases de données, comme Thomson One ou Epsilon Finance, qui procurent des références complémentaires, y compris sur des acquisitions d'entreprises de taille modeste. Avec les limitations citées au début de cet article, ces informations sur les transactions permettent elles aussi de cadrer la valorisation et de faciliter la négociation.

En conclusion, il reste au repreneur à tirer profit, pendant la période de négociation, de ses avantages compétitifs propres et de ceux de ses alliés.

Parler d'entrepreneur à entrepreneur avec le cédant, et convaincre celui-ci qu'il est un meilleur garant du développement à long terme, voire de la survie de l'entreprise, de son activité, et de ses emplois.

S'appuyer sur les investisseurs et le savoir-faire des experts, pour préparer la négociation sur la base d'une évaluation techniquement fondée, accompagnée si le temps le permet d'un calcul de la valeur à créer par la reprise.

Etre patient, et savoir laisser passer une affaire trop chère, quand la compétition est par trop inégale, et le potentiel de création de valeur trop faible au vu des risques du montage financier nécessaire.

Mais aussi accepter une dose inévitable d'incertitude: être un repreneur, c'est aussi être un entrepreneur !

Rémy PALIARD

Rémy Paliard est professeur de finance à EMLYON Business School, et gérant de ValoConsult SARL, société spécialisée dans l'évaluation des entreprises.

paliard@em-lyon.com

contact@valoconsult.fr

06 84 78 09 86

⁵ www.oseo.fr