



FORUM DE LA TRANSPARENCE FINANCIERE

Valeur de marché des entreprises non cotées

Présentation de Grégoire Buisson

EPSILON RESEARCH



Grégoire Buisson

gregoire.buisson@epsilon-research.com . T: 01 4770 3024

14 Mai 2008

PRESENTATION



- Grégoire Buisson & Epsilon Research
- Premier bureau indépendant de recherche et d'analyse financière spécialisé sur le marché Européen du capital investissement et du M&A non coté.
- « Epsilon Multiple Analysis Tool™ »: une base unique de rapports d'analyse de deals M&A européens
 - Projet ayant reçu le label de *Finance Innovation* en Fev. 2008
 - Clientèle de professionnels (private equity, banques, conseils, etc.)
- Notre ambition: améliorer la transparence sur les prix de marché des sociétés non cotées

La valeur de marché des entreprises non cotées



3 QUESTIONS

1. Pour qui et pourquoi cette question devient-elle centrale?
2. Comment déterminer cette valeur?
3. Quel est l'apport d'Epsilon Research sur le sujet?

La valeur de marché des entreprises non cotées

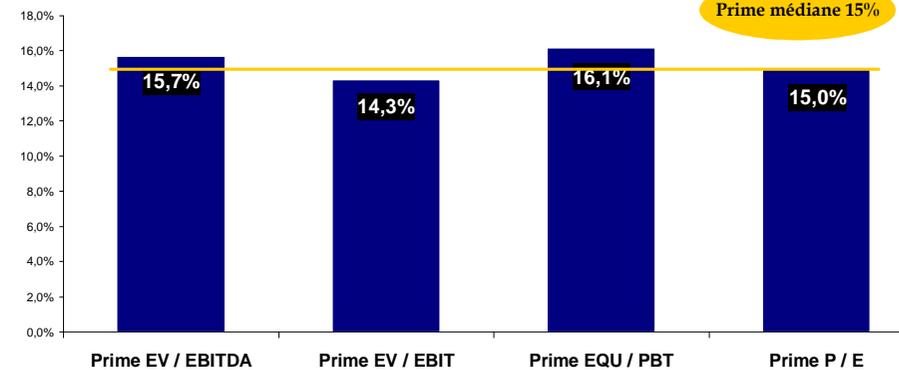


Section	Slide
Introduction	2
1 – Une question qui devient centrale	4
2 – Quelle méthode de valorisation?	8
3 – Apport d'Epsilon Research	13
Conclusion	17

... pour le marché de la cession/reprise de PME,
toujours peu efficace

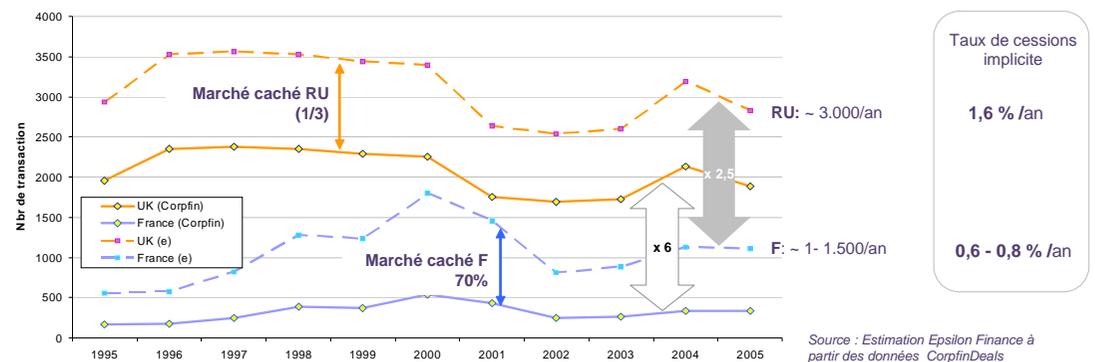
- Un potentiel entravé par la méconnaissance de la VDM de leur entreprise par les dirigeants
- Impact sur l'efficacité, la liquidité et les prix de marché
- Ex: *Étude comparative de multiples de transactions privées en France et au R-U*, réalisée en 2006 par Epsilon & Frenger International sur 265 transactions entre €1 et 80m

La prime britannique



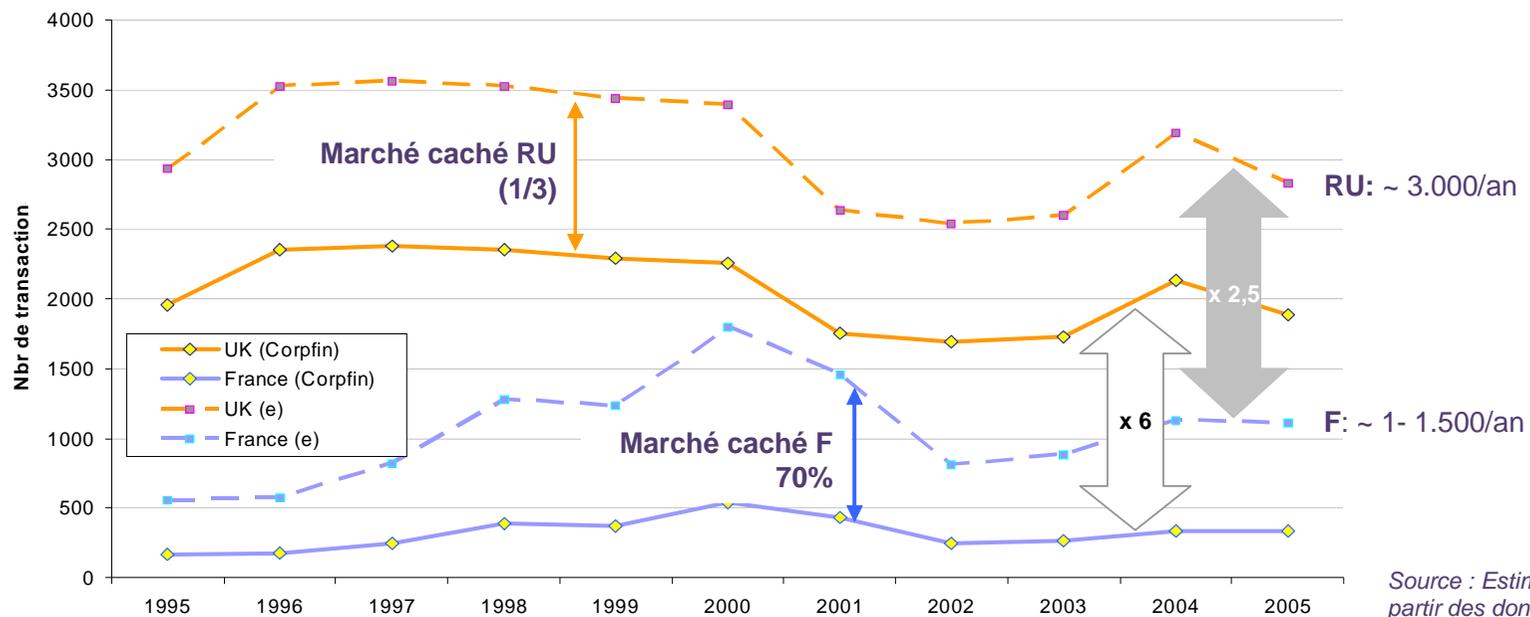
Source: Epsilon / Frenger International

Evolution du marché M&A € 1-80m, estimation Epsilon



... pour le marché de la cession/reprise de PME,
toujours peu efficace

Evolution du marché M&A € 1-80m, estimation Epsilon



Taux de cessions implicite
1,6 % /an

0,6 - 0,8 % /an

Source : Estimation Epsilon Finance à partir des données CorpfinDeals

...pour les sociétés cotées, avec l'impact des IFRS

- Pratique: évaluation "at cost", selon le modèle "under promising, over delivering"
- Évolution radicale des normes, pour remplacer la valeur comptable des actifs par leur valeur de marché
 - US: FAS 157 "Fair Value Measurements" (2007)
 - EU: IAS 32 et 39 (2009)
- Juste Valeur = Valeur de Marché ?
 - Débat sur la pertinence de la VDM
 - Hiérarchie des actifs selon leur juste valeur
- Pour les actifs de niveau 3, la valeur doit être estimée en juste valeur
 - Plus de niveau 4 "at cost" !

DEFINITION de la JUSTE VALEUR

Montant pour lequel un actif peut être échangé entre des parties bien informées, consentantes, et agissant dans des conditions de concurrence normale (IAS / IFRS)

3 NIVEAUX de JUSTE VALEUR

1. Actifs qui ont un prix de marché directement observable, fixé via un marché liquide
2. Actifs qui ne se négocient pas facilement, mais pour lesquels il existe un bon équivalent de marché
3. Actifs pour lesquels il n'existe pas de prix mais des estimations de valeur

... pour les fonds de capital investissement, sur l'évaluation de leur portefeuille de participations en VDM

- Évolution des normes EVCA / AFIC (Reporting Guidelines)
 - Demande : rapport semestriel avec une évaluation en VDM de chaque ligne – détail de la méthodologie
 - Recommande: rapport trimestriel- explication de l'évolution de la valeur

 - Pression accrue des investisseurs financiers (LPs) pour disposer d'une information fiable
 - Application de FAS 157 / IFRS
 - US: des 2003, l'AICPA a demandé aux auditeurs de s'assurer que leurs clients appliquent une évaluation en juste valeur des actifs non liquide (plus d'évaluation 'at cost')
- 
- Les investissements non liquides des GPs doivent être évalués en VDM
 - Demande de transparence et de professionnalisation sur le reporting
 - Reconnaissance de la volatilité implicite de ces actifs

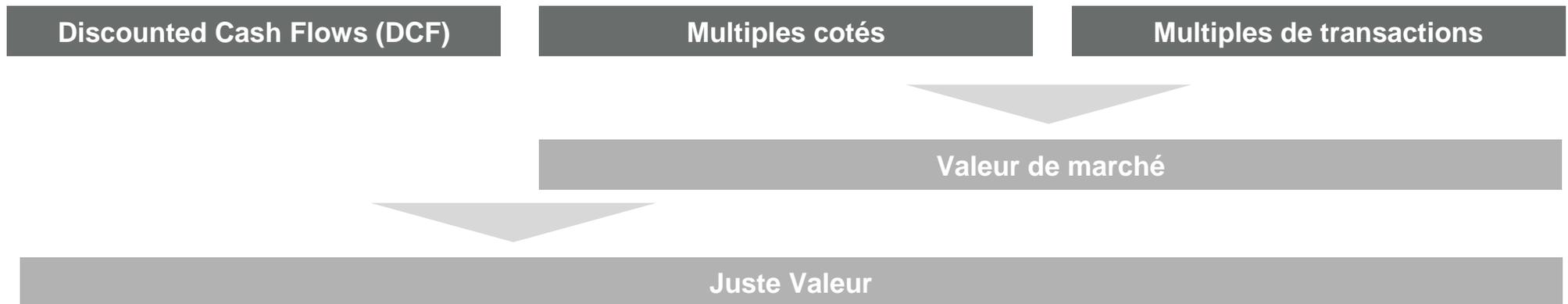
 - En Europe, ce mouvement ne fait que s'amorcer

La valeur de marché des entreprises non cotées

Section	Slide
Introduction	2
1 – Une question qui devient centrale	4
2 – Quelle méthode de valorisation?	8
3 – Apport d'Epsilon Research	13
Conclusion	17

Méthodes d'évaluation de la « Juste Valeur » de sociétés non cotées

- Objectif (1): « Estimer le prix d'échange auquel des acteurs de marché effectueraient la transaction »
- Méthodes les plus utilisées dans la pratique:



(1) Guide international de l'évaluation à l'usage de Capital Investissement et du Capital Risque, élaboré par l'AFIC, la BVCA et l'EVCA

Méthode des « Discounted Cash Flow » (DCF)

- Méthode centrale pour l'évaluation des sociétés non cotées
 - Meilleure définition de la valeur d'un actif financier
 - Permet de modéliser toutes les situations

 - Méthode d'évaluation intrinsèque de la société – et non une valeur de marché

 - Sensibilité des résultats
 - aux hypothèses de croissance, marge, taux d'actualisation ajusté du risque, estimation de la valeur terminale, etc.
- 
- Une méthode à croiser avec celle des multiples comparables
 - Guide de l'Évaluation: recommande que le DCF serve à valider les résultats reposant sur des données de marché

Multiples de sociétés comparables cotées

- Méthode des comparables:
 - Appliquer aux résultats « normalisés » et « pérennes » de la société les multiples de sociétés comparables cotées (EV/EBITDA, EV/EBIT, PER)
 - Les multiples doivent être « adaptés » (à l'activité valorisée) et « raisonnables » (comparabilité)

 - Limite de l'utilisation de multiples de sociétés cotées
 - Comparabilité : taille, activité, prime de contrôle
 - Liquidité (question de la « décote de négociabilité »)
 - Volatilité des cours
- ▼
- Une méthode peu adaptée pour l'évaluation de PME

Volatilité des cours – et des multiples



Multiples de transactions (non cotées)

- Méthode théoriquement plus pertinente, mais plus difficile à utiliser en raison du manque d'informations fiables.
- Les informations sur la valeur des sociétés non cotées sont inexistantes ou inutilisables
 - Faible qualité de l'information publique
 - Aucun indicateur de marché sur les prix de transaction
- Les bases de données professionnelles manquent de fiabilité sur le non coté
 - Quelques acteurs mondiaux: Thomson, Dealogic, Mergermarket, Bureau Van Dyck, Corpfm Worldwide dont Epsilon est partenaire et distributeur en France
 - Informations financières parcellaires et inutilisables pour les multiples
 - Pour obtenir des multiples fiables, les professionnels qui en ont les moyens font effectuer l'analyse en interne (~ 1 journée / deal) – Ce travail reste « artisanal ».



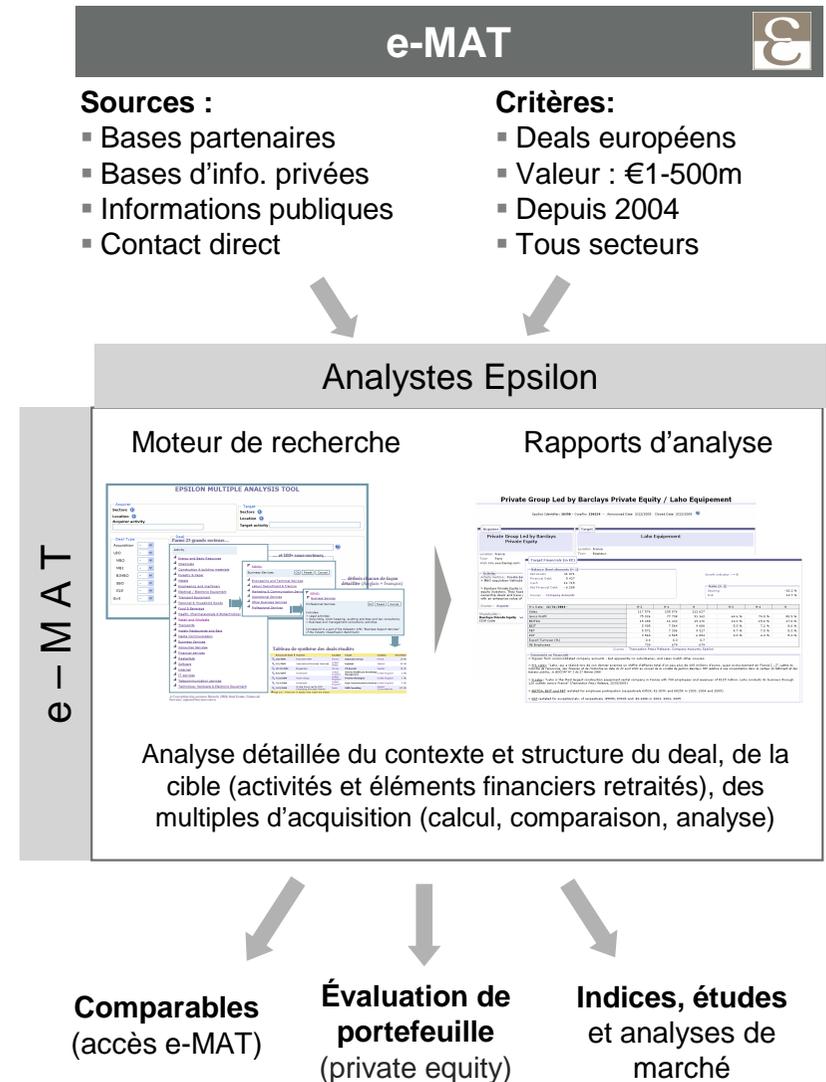
Besoin d'un référent de marché sur les multiples de transaction

La valeur de marché des entreprises non cotées

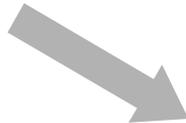
Section	Slide
Introduction	2
1 – Une question qui devient centrale	4
2 – Quelle méthode de valorisation?	8
3 – Apport d'Epsilon Research	13
Conclusion	17

La première base de multiples fiables sur les transactions européennes non cotées

- e-MAT (« Epsilon Multiple Analysis Tool™ »): une **base unique de rapports d'analyse** de deals M&A européens
 - Professionnaliser (sources, méthodologie) et « industrialiser » (unicité du format, base de données numérisée) ces analyses de transaction
 - Référence pour les multiples de transaction
- Un outil pour **déterminer la VDM des sociétés non cotées**:
 - identifier rapidement les multiples d'acquisition d'un secteur d'activité (échantillon de comparables);
 - disposer de toutes les informations sur une transaction pour vérifier la pertinence des multiples.
- Pour les professionnels des outils de valorisation des sociétés non cotées et des portefeuilles de participation



Un outil pour comprendre l'évolution de la VDM des sociétés non coté



I- COMPARABLES

- Accès direct eMAT - Outil d'évaluation d'entreprise
- Constituer (en ligne) un échantillon de transactions comparables et déterminer les multiples de transaction
- Abonnement annuel - Base + service

II- INDICES (semestriels)

- Indices de marché
 - Ex: Indice Argos sur l'évolution du mid market / zone euro
- Indices sectoriels
 - Sur 25 grands secteurs d'activité en Europe
- Indices de portefeuille
 - Indices spécifiques pour chaque ligne de participation/ Private Equity

III- ETUDES

- Études sectorielles
 - Ex: Acquisitions de maisons de retraite en Europe, Juin 2007, avec Candestic
 - Lancement secteur « Environnement » (mars 2008) avec Climate Change Ltd
- Études théoriques
 - Ex: Comparaison des prix d'acquisition de PME, France vs. UK
 - Ex: Rentabilité comparés des LBO2 vs. LBO1 (2008)

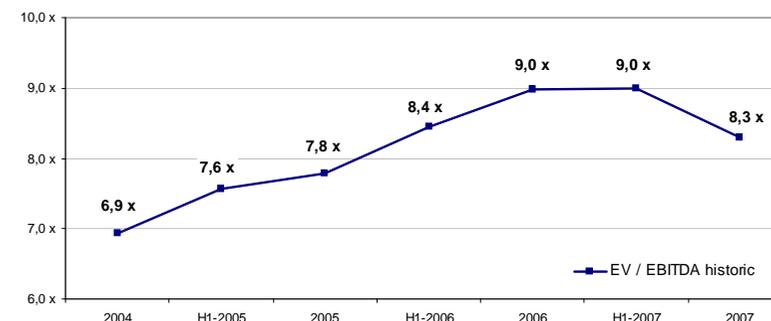
Le premier indice mesurant l'évolution des prix des sociétés non cotées

- **Indice Argos Mid-Market: mesure de l'évolution de la VDM des sociétés non cotées de la zone euro**
 - Réalisé chaque semestre par Epsilon Research
 - Médiane sur 12 mois glissants du multiple historique EV/EBITDA des opérations M&A mid-market (€15-150m de valeur d'équity) de la zone euro
 - Un outil de référence pour comprendre l'évolution des prix d'acquisition des PME non cotées

- **Sortie de l'indice H2 2007**
 - Première baisse de l'indice depuis sa création, liée aux premiers effets de la crise de l'été 2007 à partir du 4e trimestre
 - Liée à la chute de 15% des multiples payés par les acquéreurs industriels: la valorisation passe de 10x à 8.5x l'EBITDA

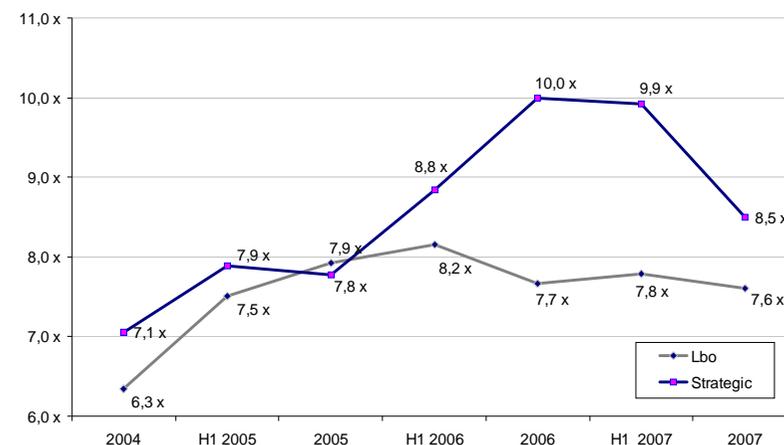
Indice Argos Mid-Market

Chart 1 : Argos Mid-Market Index 2004 - 2007



Source: Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

Chart 4 : EV / historic EBITDA [12m], LBO vs Strategic Buyers



Source: Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

- La question de la valeur de marché des entreprises non cotée devient centrale pour de nombreux acteurs de ce marché : dirigeants de PME, sociétés cotées, fonds de capital investissement, etc. en raison notamment de l'évolution des normes.
- **Timing**: la mise en place des procédures adéquates d'évaluation en VDM est en cours - ce qui n'était qu'une recommandation devient une exigence de marché
- Les **multiples de transactions** sont les plus pertinents pour une évaluation en VDM des entreprises non cotées.
- **Epsilon Research** apporte sa pierre à l'édifice avec sa base de multiples eMAT: un outil innovant, reconnu et utilisé par de nombreux professionnels.

Epsilon Research

7 rue Ambroise Thomas

75009 Paris

Tel: +33 (0)1 4770 3024

Fax: +33 (0)1 4770 0507

Grégoire BUISSON

gregoire.buisson@epsilon-research.com



www.epsilon-research.com

- La présentation et les études d'Epsilon Research sont disponibles sur le site