



OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

>

6^{EME} EDITION
Mai 2017



CNCC
COMPAGNIE
NATIONALE DES
COMMISSAIRES AUX
COMPTES

EDITO



Au moment où s'installe, à la tête de notre pays, un nouveau Président et un nouvel exécutif, une importance majeure est donnée au dynamisme économique, à la relance et à l'essor entrepreneurial.

Pour toutes les entreprises, dont les PME, les ETI et – de plus en plus – les start-up, la portée et l'importance de l'évaluation est primordiale, à tous les stades de leur vie, pour accompagner – ou favoriser – leurs évolutions, besoins de financement, voire leurs regroupements ou rachats. L'évaluation des entreprises représente, incontestablement, un repère majeur pour tous ceux qui souhaitent investir. Elle est aussi le reflet du dynamisme économique du pays.

En regard de l'évaluation, l'utilité et la pertinence de l'audit légal des comptes prend tout son sens. Les états financiers – soumis aux contrôles des commissaires aux comptes – et les évaluations permettent de dégager des enseignements économiques, utiles aux entrepreneurs et à leur environnement.

Cette sixième édition de l'Observatoire de la valeur des moyennes entreprises (ETI françaises ayant des fonds propres entre 15 et 20 millions d'euros) permet, comme les précédentes éditions, d'apporter des indicateurs-clés de la valeur des moyennes entreprises en France, agrémentés pour certaines données, d'un comparatif avec les chiffres de la zone euro.

Cette édition comporte également un article consacré au coût des fonds propres (par le Professeur Philippe Raimbourg), qui apporte un éclairage utile à cet agrégat, fréquemment utilisé pour analyser les comptes des entreprises.

J'espère que cette publication semestrielle répondra à vos attentes et je remercie toutes celles et ceux qui y ont contribué..

Jean Bouquot
Président de la CNCC



SOMMAIRE

Observatoire de la Valeur des Moyennes Entreprises 4

1. Evolution des multiples de Moyennes
Entreprises en France
2. Evolution de l'activité M&A / LBO
3. Structure du marché et typologie des
acquéreurs
4. Impact des marchés action / PME-ETI

Le coût des fonds propres 7 par le Professeur Ph. Raimbourg

“ . . . ”



OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES



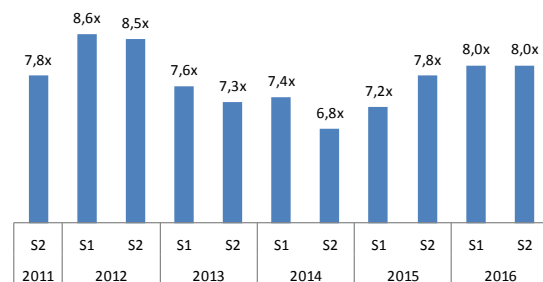
1. Évolution des multiples de Moyennes Entreprises en France

Evolution du prix d'achat des Moyennes Entreprises françaises (entre 15m€ et 50m€ de valeur de fonds propres), mesuré par le ratio VE/EBITDA historique médian – Graphe 1

Elles constituent un segment de l'Indice Argos Mid Market (transactions de la zone euro entre 15m€ et 500m€), qui a été recalculé sur 12 mois glissants afin de permettre la comparaison – Graphe 2.

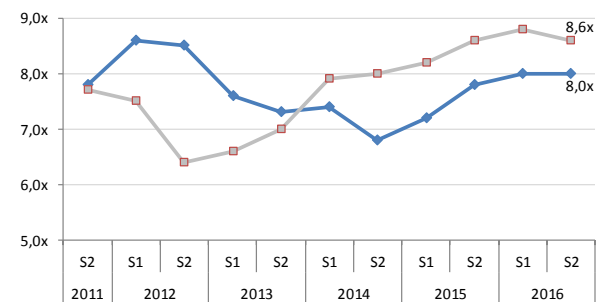
- Les prix des moyennes entreprises françaises se sont stabilisés au 2nd semestre à un niveau élevé, de 8,0x l'EBITDA. Dans le même temps, les prix de la zone euro, tels que mesurés par l'Indice Argos Mid Market, sont en légère baisse. L'écart se réduit (à 0,6x d'EBITDA) mais reste significatif.
- Derrière l'apparente stabilité, les prix des ME française sont soumis à des tensions divergentes, ce dont témoigne l'écart-type relatif élevé (45%) du multiple d'EBITDA: à la baisse à court terme, en raison de la montée des incertitudes politiques en France (élection présidentielle) et dans le reste du monde ; à la hausse sur une plus longue période, lié au cycle haussier de l'activité M&A en Europe, aux conditions financières toujours très favorables, à un environnement micro-économique porteur.

Graph 1 - Evolution du prix d'achat des M.E. françaises
Médiane, VE/EBITDA historique, 12m glissants



Source: Epsilon Research / EMAT

Graph 2 - Evolution comparative des prix - France / Zone Euro
Médiane, VE/EBITDA historique



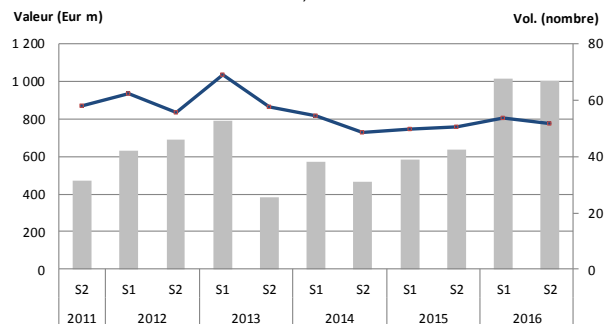
Source: Epsilon Research - Indice Argos Mid Market (zone euro), recalculé sur 12m glissants

2. Évolution de l'activité M&A / LBO

Evolution du prix d'achat des Moyennes Entreprises françaises (entre 15m€ et 50m€ de valeur de fonds propres), mesuré par le ratio VE/EBITDA historique médian – Graphe 1

- L'activité M&A des Moyennes Entreprises françaises est stable au 2nd semestre, en volume comme en valeur (une cinquantaine d'opérations représentant 1Md € de valeur cumulée), malgré la baisse de l'activité LBO, qui retrouve son niveau du 1er semestre (14 opérations).
- La reprise du marché M&A français reste très mesurée, liée à l'augmentation de la taille moyenne des opérations plus qu'à une reprise en volume. Elles s'inscrivent dans un cycle M&A européen haussier depuis 4 ans.

Evolution du marché des acquisitions de Moyennes Entreprises
France, 15-50m€ VFP



Source: Epsilon Research / EMAT, Experian Corfin

Méthodologie

1. Evolution des prix

Echantillon: acquisitions majoritaires (M&A, LBO) de PME françaises, tous secteurs, 15-50m€ de valeur des fonds propres (VFP)
L'échantillon retenu représente ~1/4 des transactions du marché
Multiple: Valeur d'Entreprise (VE)/EBITDA historique médian sur 12 mois glissants
Source: base EMAT d'Epsilon Research

2. Evolution de l'activité M&A / LBO

Périmètre: acqu. majoritaires, cibles: PME françaises, 15-50m€ VFP
Activité en valeur: valeur cumulée des deals déclarés / en volume: estimée (ME comptabilisées + part estimée des deals sans prix)

Informations complémentaires (en ligne):

www.epsilon-research.com/Market/CNCC

Historique de l'évolution des multiples, et de l'activité du marché M&A /LBO
Liste des transactions M&A sous-jacentes
Statistiques de l'échantillon
Méthodologie détaillée

> Accès réservé aux membres de la CNCC et à nos lecteurs



OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

3. Structure du marché et typologie des acquéreurs

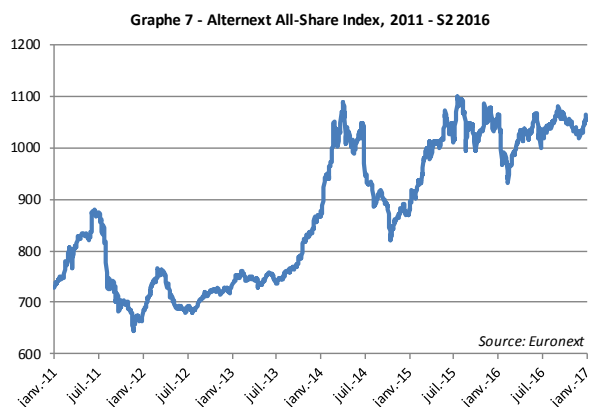
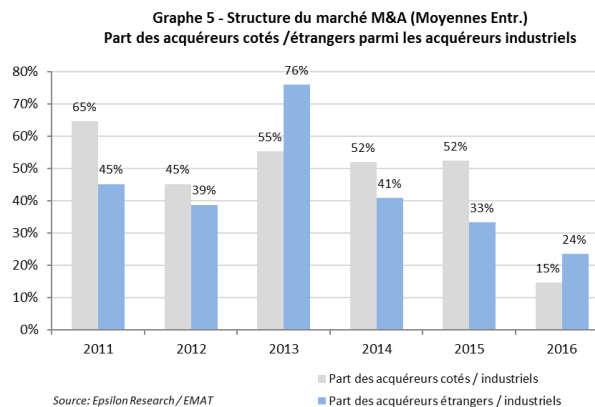
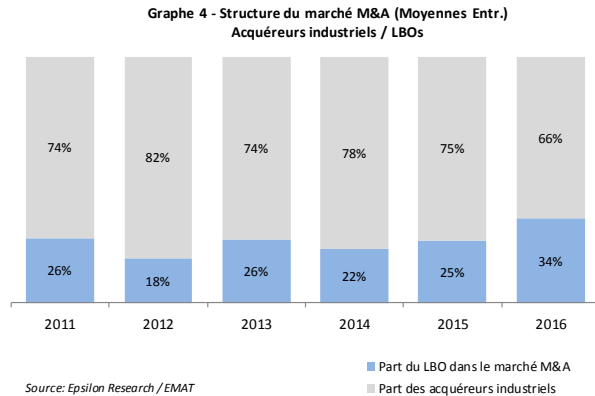
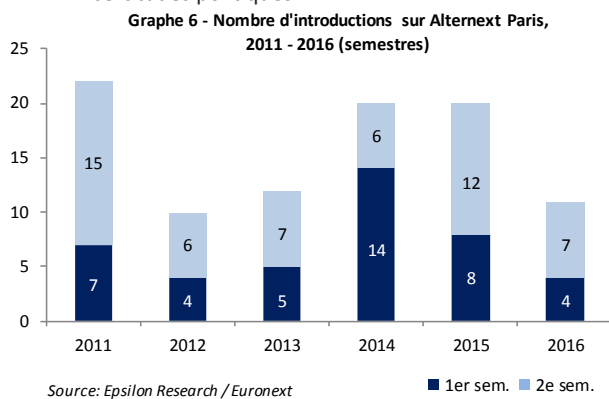
Evolution de la répartition des acquéreurs de Moyennes Entreprises françaises par type (industriels vs. financiers), nationalité (français vs. étrangers) ou selon leur actionnariat (cotés vs. privés).

- Malgré le fléchissement du 2nd semestre, l'activité du capital-transmission des ME françaises est restée solide sur l'ensemble de l'année 2016. Elle a représenté un tiers du marché M&A, un niveau historiquement élevé, tirée par le niveau record de capitaux levés et restant à investir par les fonds d'investissement.
- Les acquéreurs industriels ont été davantage en retrait sur 2016. Les acquéreurs français non cotés ont pris le relais des acquéreurs étrangers et des grandes entreprises cotées, qui ont fortement réduit leur rythme d'acquisition de ME françaises. Cette défiance est liée au risque politique (risque perçu sur l'Euro lié à la progression des partis extrêmes), dont témoigne l'augmentation du *spread* de taux d'intérêt entre la France et l'Allemagne au 2nd semestre – et ce malgré la lente amélioration de la situation économique.

4. Impact des marchés action / PME-ETI

Suivi de l'indice et de l'activité d'Alternext, afin de pouvoir comparer l'évolution des prix des PME cotées et non cotées.

- En 2016 les introductions en bourse sur Alternext Paris ont été, comme l'activité M&A, affectées par la volatilité des marchés actions, reflétant les incertitudes politiques.



Méthodologie

Typologie des acquéreurs sur la base des transactions recensées dans la base EMAT d'Epsilon Research
 Nombre d'introductions sur Alternext comptabilisées par Epsilon, sur la base des informations données sur le site d'Euronext

Indicateur & informations complémentaires (en ligne):

> Disponibles gratuitement pour les membres CNCC, à partir d'un compte propre qu'ils peuvent se créer sur : www.epsilon-research.com/Market/CNCC
 > Code à entrer lors de l'inscription : CNCC2016

Epsilon Research a développé depuis 2007 une plateforme d'information financière (outils, bases de données, analyses, indices) pour les professionnels de l'évaluation des sociétés non-cotées, qui intègre la première base de multiples d'acquisitions de PME européennes EMAT.





OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

5. Acquisitions de Moyennes Entreprises françaises en 2016 analysées pour l'Indicateur du 2nd semestre

Date d'annonce	Acquéreur(s)	Pays (Acq)	Cible	Type d'opération
12/20/2016	Spie Batignolles	France	Entreprise Boyer	Acquisition majoritaire
12/19/2016	Sogreth	France	Sturmo Telecom	Acquisition majoritaire
11/29/2016	Dzeta Group, BNP Paribas Développement	France	Delmon Group (Delmon Industrie)	MBO (Management Buy Out)
11/25/2016	Private Group led by Axio Capital Partners	France	SECURINFOR	MBO (Management Buy Out)
11/17/2016	NGE	France	Dacquin	Acquisition majoritaire
11/16/2016	Umanis	France	Cella	Acquisition majoritaire
11/8/2016	B Live	France	Transpalux	Acquisition majoritaire
11/8/2016	Private Group led by TCR Capital	France	Laboratoire Lescuyer	MBI (Management Buy In)
11/3/2016	DGF	France	Val de Seine Distribution	Acquisition majoritaire
10/11/2016	Société des Eaux Minérales d'Ogeu (Semo),	France	Eaux Minérales Naturelles de Quézac	Acquisition majoritaire
10/6/2016	Scalian (Eurogiciel),	France	Alyotech	Acquisition majoritaire
10/3/2016	Nord Capital Partenaires, Bpifrance, Société Générale Capital Partenaires,	France	Marcel Jacquart & Fils	MBO (Management Buy Out)
10/3/2016	Gimv, Management, Founder,	France	Groupe ACECO	MBO (Management Buy Out)
10/2/2016	La Poste,	France	Axeo Services	Acquisition majoritaire
9/29/2016	Private Group led by the Management	France	Pommier	SBO (LBO secondaire)
9/29/2016	Private Group led by Pragma Capital	France	TVH Consulting	SBO (LBO secondaire)
9/28/2016	Le Figaro,	France	La Maison de la Chine et de l'Extrême Orient	Acquisition majoritaire
9/19/2016	Private Group led by AMS Industries	France	Tara Jamon	LBO (Leverage Buy Out)
9/16/2016	Private Group led by a Chinese conglomerate	China	SASP Nancy Lorraine	Acquisition majoritaire
8/29/2016	McCourt	United States	Olympique de Marseille (OM)	Acquisition majoritaire
8/23/2016	Private Group led by Siparex	France	Ligier Group (Driveplanet)	SBO (LBO secondaire)
8/1/2016	Epcos	Japan	Tronics Microsystem	Acquisition majoritaire
7/28/2016	Management, Multicroissance,	France	Group Rouzes	MBO (Management Buy Out)
7/26/2016	Imerys,	France	Alteo Arc & Alufin	Acquisition majoritaire
7/20/2016	Chronopost	France	Biologistic	Acquisition majoritaire
7/18/2016	Group Dubreuil,	France	Samson Service	Acquisition majoritaire
7/14/2016	Nox Ingenierie,	France	Jacobs France (Nox Industrie & Process)	Acquisition majoritaire
7/12/2016	Private Group led by Activa Capital	France	Atlas for Men	LBO (Leverage Buy Out)
7/11/2016	Corin Orthopaedics	United Kingdom	Tornier Large Joints Business	Acquisition majoritaire
7/6/2016	Océalliance - Mariteam,	France	Alliomer	Acquisition majoritaire
7/6/2016	Claranet Group,	United Kingdom	Diademys	Acquisition majoritaire
7/5/2016	Amundi Pef, Capital Croissance, Siparex, Edrip	France	Snadec	SBO (LBO secondaire)
7/4/2016	Synalia,	France	Donjon	Acquisition majoritaire
6/30/2016	Mericq	France	Béganton	Acquisition majoritaire
6/29/2016	Garibaldi Participations, Family	France	Maier Horloger	OBO (Owner Buy Out)
6/29/2016	Private Group led by MML Capital Partners LLP	United Kingdom	Groupe SVP	SBO (LBO secondaire)
6/28/2016	Activa Capital	France	Look Cycle International	OBO (Owner Buy Out)
6/24/2016	Private Group led by Nebojsa Jankovic	France	Groupe JVS	SBO (LBO secondaire)
6/19/2016	Ciclad	France	Groupe Infodis	OBO (Owner Buy Out)
6/10/2016	Private Group led by Chien Lee, Alex Zheng and Paul Conway	China	Olympique Gymnaste Club Nice Côte d'Azur	Acquisition majoritaire
6/6/2016	Louis Pasteur Santé	France	Société de Gestion des Cliniques d'Epinal Réunies (SC	Acquisition majoritaire
6/5/2016	Lactalis	France	E.Graindorge	Acquisition majoritaire
6/4/2016	Private Group led by BlueGem Capital Partners	United Kingdom	Dollfus-Mieg & Cie (DMC)	SBO (LBO secondaire)
5/26/2016	Learning Management Développement (MediaSchool Group)	France	Groupe IPF (Institut Promotion Formation)	Acquisition majoritaire
5/23/2016	Pronatura	France	Vitafrais	Acquisition majoritaire
5/20/2016	Private Group led by Paluel-Marmont Capital	France	Lindera	SBO (LBO secondaire)
5/16/2016	Pechel Industries, Family	France	Groupe Masci	MBO (Management Buy Out)
4/26/2016	Eurial Poitouaine	France	Fromagerie Guilloteau	Acquisition majoritaire
4/4/2016	Private Group led by Naxicap Partners	France	Data Concept informatique (DCI)	SBO (LBO secondaire)
3/28/2016	Naxicap Partners	France	Uniware	MBO (Management Buy Out)
3/17/2016	Vespa Capital, Cathay Capital Private Equity, Perspectives & Participations	France	ATI Group	LBO (Leverage Buy Out)
3/17/2016	Lord	United States	Fly by Wire Systems France	Acquisition majoritaire
3/15/2016	Industries & Finances	France	Conseils et Systèmes Informatiques (CETSI)	LBO (Leverage Buy Out)
3/13/2016	Beauty Success	France	Esthetic center	Acquisition majoritaire
3/6/2016	Azulis Capital, Management	France	Destia	LBO (Leverage Buy Out)
2/8/2016	Amundi Pef, BPI France	France	Villas Prisme	LBO (Leverage Buy Out)
2/8/2016	Groupe Citra	France	Groupe Blondel	Acquisition majoritaire
2/2/2016	Private Group led by IDI and Pechel Industries	France	Dubbing Brothers	LBO (Leverage Buy Out)
1/29/2016	Ebro Foods	Spain	Celnat	Acquisition majoritaire
1/28/2016	Dessange international	France	Coiff'idis	Acquisition majoritaire
1/17/2016	Naxicap Partners	France	Ipelec	LBO (Leverage Buy Out)
1/16/2016	Industries & Finances	France	Serta	LBO (Leverage Buy Out)
1/13/2016	Agri-Terroir Communication (ATC)	France	Wolters Kluwer French Press	Acquisition majoritaire
1/12/2016	Activa Capital	France	Mecadaq	LBO (Leverage Buy Out)
1/11/2016	Private Group led by Argos Soditic	France	Talentia Software (Formerly Lefebvre Software)	SBO (LBO secondaire)
1/7/2016	Private Group led by CM-CIC Investissement	France	Groupe Lorillard	SBO (LBO secondaire)
1/4/2016	Private Group led by Naxicap Partners	France	Technicis	LBO (Leverage Buy Out)

Source : Epsilon Research / Base EMAT



Le coût des fonds propres

PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG



La mise en œuvre de la méthode des *Discounted Cash flows* rencontre deux difficultés. La première est l'établissement de plan d'affaires crédibles. Ils supposent une connaissance précise de l'entreprise, de ses perspectives et de son management. Ils nécessitent aussi une connaissance tout aussi approfondie du secteur, de la concurrence et de son évolution. Un travail étayé passe le plus souvent par une analyse stratégique de l'entreprise dans son secteur. La deuxième difficulté réside dans la détermination du taux d'actualisation. Il s'agit bien sûr du coût moyen pondéré des sources de financement : la dette et les capitaux propres. On aimerait ici revenir sur la détermination du coût des fonds propres.



La valeur actuelle des *cash flows* futurs engendrés par l'entreprise doit être déterminée après juste rémunération des ayants droit et notamment des actionnaires. La question est celle du niveau de leur rémunération. La première idée est d'examiner le niveau de rémunération passé : si la société est cotée, on prendra l'évolution du cours de l'action (dividendes intégrés), sinon, on s'intéressera au taux de rendement des capitaux propres (bénéfice net/capitaux propres, en essayant de retenir pour ceux-ci leur valeur de marché). Cette démarche est cependant très peu instructive, surtout pour les sociétés non cotées. L'objectif en effet est de déterminer la juste rémunération des actionnaires, ou encore la rentabilité qu'ils exigent pour accepter d'entrer au capital et de souscrire à des actions nouvelles. Bien sûr une fois au capital, les actionnaires ne sont plus en droit d'exiger quoi que ce soit, et ils perçoivent une rentabilité effective qui peut très bien ne pas les satisfaire. Si l'action est cotée et liquide, ils peuvent revendre leurs titres et quitter la société. Ils n'ont guère de solution si la société n'est pas cotée. L'observation de la rentabilité effective historique ne nous renseignera donc peu sur la juste rémunération de l'actionnariat.

Il s'agit d'être normatif et de déterminer ce que devrait être la rentabilité des actions compte tenu de leur risque. On part pour cela d'une relation simple :

$$\text{rentabilité des capitaux propres} = \text{loyer de l'argent sans prise en compte du risque} + \text{prime de risque.}$$

Le loyer de l'argent sans risque est la rentabilité d'un placement ne présentant pas d'incertitude quant à sa rémunération.

On retient généralement le taux de rentabilité des émissions étatiques allemandes (les « Bunds ») de maturité 10 ans. Soulignons toutefois, ainsi qu'on le faisait remarquer dans une précédente note, que l'intervention des banques centrales, notamment européenne, a introduit une liquidité excessive sur le marché qui a contribué à faire fortement chuter la rentabilité des émissions étatiques. Si, comme on peut le penser, cette action s'arrête, les taux évolueront à la hausse et notre mesure initiale du loyer de l'argent sera fortement sous-estimée. Dans cette note, on avait suggéré de retenir comme loyer de l'argent sans risque le taux de croissance nominal du PIB sur les années à venir (ce qui aujourd'hui nous amènerait à un taux d'environ 1,5 à 2%). Une enquête récemment réalisée par P. Fernandez, V. Pershin et I. F. Acin indique d'ailleurs que le taux sans risque moyen préconisé en France au cours du premier trimestre 2017 serait de 1,8% contre 1,4% en Allemagne, avec dans les deux cas un écart-type de 1,2%¹.

La prime de risque est le surcroît de rentabilité nécessité pour détenir une action. Le risque d'une action étant en partie diversifiable, on ne retient que la fraction rémunérable du risque que l'on mesure par rapport à la prime de risque globale du marché action dans son ensemble. On cherche donc à mesurer une sensibilité de la prime de risque de l'action considérée à la prime moyenne du marché actions. Pour une action non cotée, cette sensibilité n'est pas directement mesurable. Son appréciation passe par les étapes suivantes :

- Détermination d'un ensemble d'entreprises cotées comparables à l'entreprise étudiée. Il s'agit de la constitution d'un benchmark assez semblable à celui

¹ "Discount Rate (Risk-Free Rate and Market Risk Premium) used for 41 countries in 2017: a survey", SSRN-id2954142



Le coût des fonds propres PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG

que l'on pourrait élaborer lors de la mise en œuvre de la méthode dite des « comparables » (boursiers ou de transactions).

- Choix d'une période de référence qui devra être ni trop longue pour ne pas donner trop de poids au passé, ni trop courte pour ne pas surpondérer des aléas conjoncturels.
- Mesure de la sensibilité β de chaque entreprise du benchmark au moyen d'une régression linéaire.
- Estimation d'un β hors dette (β deleveraged).
- Calcul de la moyenne des β deleveraged que l'on estimera être le β du secteur économique.
- Calcul du β endetté de l'entreprise considérée et détermination de sa prime de risque.

Ce calcul très classique de la prime de risque est toutefois incomplet car il convient de prendre en compte deux autres risques.

Le premier est le risque de faillite qui n'est pas pris en compte dans le calcul précédent. C'est le compartiment obligataire des entreprises du benchmark qui nous renseignera sur le *spread* de défaut. L'observation du taux de rentabilité actuariel d'obligations de maturité longue d'entreprises du benchmark dont la structure de financement est voisine de celle de la société étudiée permettra d'avoir une idée du *spread* exigé par l'investisseur pour un risque opérationnel et un risque financier voisins de ceux caractérisant l'entreprise étudiée. Ce *spread* s'appliquant à un titre de créances dont le taux de récupération en cas de défaut n'est pas de 0% mais sans doute de 20 à 30%, il convient de l'ajuster à la hausse pour prendre en considération un taux de récupération nul dans le cas d'une action.

Le second risque est un risque d'illiquidité. L'entreprise étudiée étant généralement non cotée, l'investisseur est dans l'impossibilité de sortir de son investissement et de retrouver des liquidités. Ce risque se concrétise par des pertes d'opportunité et l'impossibilité de gérer au mieux des retournements conjoncturels. Sa mesure est très délicate. Elle ne peut s'apprécier qu'au travers d'études statistiques mettant en parallèle la rentabilité d'actions cotées liquides et celle d'actions illiquides d'entreprises comparables. Le degré de précision de ce type d'analyse n'est pas toujours celui que l'on souhaiterait.

La force de la méthode DCF est d'amener son utilisateur à prendre en compte des comportements de marché reflétant les anticipations de l'ensemble des investisseurs (par le biais d'un β sectoriel) tout en l'obligeant à tenir compte des spécificités de l'entreprise évaluée, par son risque de défaut, son risque d'illiquidité, et au-delà par les spécificités de son plan d'affaires. Cette méthode est exigeante mais incontournable.

> Ph. Raimbourg
Université Panthéon-Sorbonne
et ESCP Europe.
Senior adviser associé, BM&A
Retrouvez nos conférences sur :
www.ingefi.academy.





16, avenue de Messine
75008 Paris
Tel. +33 1 44 77 82 82
Fax +33 1 44 77 82 28

www.cncc.fr