

# Quelle vraie valeur donner à l'entreprise non cotée ?

**Rapprochement, fusion-acquisition, rachat d'une entreprise familiale... 60 000 entreprises changent de dirigeants chaque année avec toujours la même question : à quel prix vendre ou acheter une PME ?**

Absoluce, groupement national d'audit et de conseil, en partenariat avec la société InFinancials, publie le baromètre 2016 de valorisation des PME françaises non cotées. Une expertise unique en France, qui permet une juste valorisation des entreprises non cotées par taille et par secteur d'activité, à partir de 6 indicateurs clés, pour pallier l'absence de prix de référence des marchés.

## SORTIR DE L'IRRATIONNEL

La question de la valorisation de l'entreprise est complexe, notamment parce qu'elle présente une dimension humaine importante. Notre rôle de conseil est de sortir du domaine de l'irrationnel pour revenir à celui des chiffres, des données objectives, des termes de comparaison, pour tendre vers un point raisonnable de discussion.

## PASSER DES ENTREPRISES COTÉES AUX PME NON COTÉES

Les marchés financiers fournissent en continu les marqueurs de la valeur des sociétés dont les titres peuvent s'échanger dans des conditions normales de concurrence. Or, nous ne pouvons pas transposer ces marqueurs aux sociétés non cotées sans ajustement.

C'est pourquoi Absoluce a modélisé un algorithme pour mettre en évidence la décote à appliquer sur le marché français. Pour cela, nous nous sommes appuyés

sur les travaux conduits aux Etats-Unis par le professeur Aswath Damodaran, mondialement connu pour ses travaux sur la finance d'entreprise et l'évaluation.

Avec ce baromètre, Absoluce présente un travail sans équivalent dans la méthode, à destination de l'ensemble des acteurs économiques soucieux d'apprécier la valeur d'une entreprise. Il permet d'appréhender la valeur des sociétés non cotées dans le temps, au travers de 6 indicateurs clés dans le cadre d'une évaluation.

## EN SYNTHÈSE

Le baromètre Absoluce propose un découpage des secteurs repensé pour faciliter son utilisation et donne des informations sur les 6 indicateurs de valorisation utilisés, en tenant compte conjointement de la taille et du secteur d'activité !

Toutes les nouveautés sont publiées en détail par Absoluce chaque année dans son « **Baromètre de valorisation des PME** ».

Ce baromètre est disponible dans son intégralité sur le site internet Absoluce : [www.absoluce.net](http://www.absoluce.net)



# Les principaux enseignements du baromètre

## DU CONCEPT DU « TOTAL BETA » ...

La méthode utilisée par AbsoluCe est issue des travaux conduits par Aswath Damodaran, Professeur de Finance au MBA de l'Université de Stern de New-York et connus sous le nom de « Total Beta ». La méthode consiste à analyser le lien existant entre le beta d'une action cotée, qui est son indicateur de volatilité, et l'indice de référence du marché (ici l'indice du CAC ALL TRADABLE). Même lorsqu'une action est volatile (beta élevé), elle est plus ou moins corrélée avec le marché.

Le problème se pose plus particulièrement pour les actions dont la corrélation est très faible, voire inexistante. L'absence de corrélation traduit un risque bien spécifique connu sous le nom de risque de « non-liquidité » ou de « non-diversification » et qui

traduit une insuffisance du marché (les anglo-saxons parlent de « lack of marketability »). Les betas sont alors « ajustés » : rectifiés du défaut de corrélation pour déterminer le « Total Beta ».

## ... VERS LE BAROMÈTRE ABSOLUCE

A partir de ce nouvel indicateur, tous les paramètres de la valorisation (taux d'actualisation et multiples de valorisation) sont ajustés pour traduire ce risque de la société non cotée. Ainsi, le baromètre AbsoluCe permet, à travers une approche statistique, de rectifier les multiples issus du marché et de traduire le risque précis pour un actionnaire d'une entreprise non cotée, à partir de 6 indicateurs clés : le beta, le coût des fonds propres, le coût moyen pondéré du capital, le PER, le multiple d'EBIT et le multiple d'EBITDA.

## 1. Quelle est l'importance de la décote pour les sociétés non cotées ?

Le passage des multiples de valorisation d'une société non cotée à une société cotée, passe par un taux de décote (ou de dépréciation) compris entre 39,3 % et 50,5%. Sur l'année 2016, les résultats sont les suivants :

MULTIPLES DE VALORISATION 2015	SOCIÉTÉS COTÉES	SOCIÉTÉS NON COTÉES	TAUX DE DÉCOTE
Multiple du résultat net (PER <sup>1</sup> )	17,0	9,1	46,5%
Multiple du résultat brut d'exploitation (EBITDA <sup>2</sup> )	8,5	5,2	39,3%
Multiple du résultat net d'exploitation (EBIT <sup>3</sup> )	13,7	6,8	50,5%

Une société cotée vaut donc en moyenne, en 2016, 17 fois son résultat net. Une PME non cotée subira une décote de 46,5% environ, pour afficher une valeur de ses **capitaux propres** (l'actif net) autour de 9,1 fois son résultat net, et une **valeur des actifs de l'entreprise** de 5,2 fois son résultat brut d'exploitation et de 6,8 fois son résultat net d'exploitation.

<sup>1</sup>PER « Price Earning Ratio » : multiple de résultat net.

<sup>2</sup>L'EBITDA est le résultat avant intérêts des emprunts, avant impôt et avant amortissements et dépréciations.

<sup>3</sup>L'EBIT est le résultat avant intérêts des emprunts, avant impôt et après amortissements et dépréciations.

## 2. Comment cette décote évolue-t-elle dans le temps ?

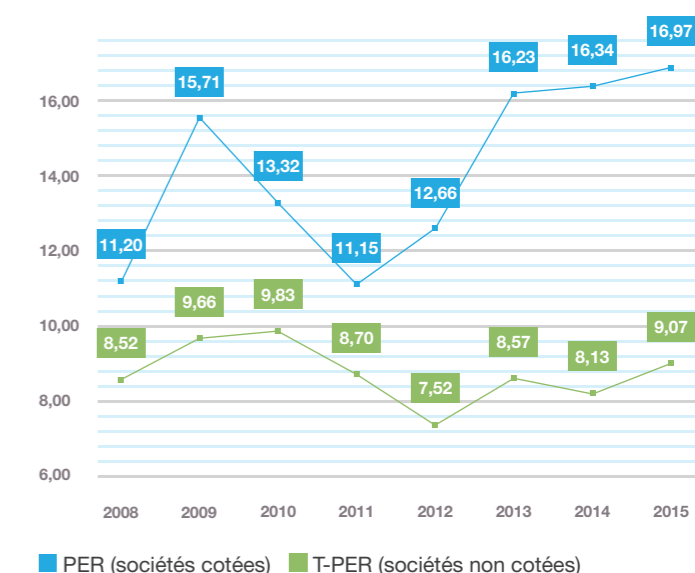
L'impact de la crise a été immédiat pour les sociétés cotées avec une diminution significative de 2009 à 2011, pour connaître une hausse rapide en 2012 et 2013 et une augmentation légère ensuite.

En revanche, les sociétés non cotées voient leurs multiples de valorisation rester relativement stables durant la période 2008-2012 avec une légère reprise ensuite (7,5 à 9,8).

Dès lors, on constate que **les multiples des sociétés non cotées sont impactés avec retard**, à la hausse, comme à la baisse, environ d'une année, en comparaison avec les multiples des sociétés cotées.

Ce décalage, que l'on peut attribuer à une plus faible exposition des sociétés non cotées au contexte économique international, laisse présager une **remontée prochaine des multiples pour les sociétés non cotées**.

Évolution du multiple du résultat net (PER) pour les sociétés cotées (CAC All Tradable) et les sociétés non cotées entre les années 2008 et 2015



## 3. Quelle est l'incidence du secteur d'activité sur le taux de décote ?

L'analyse qui repose sur une étude consécutive de 8 années (période de 2008 à 2015) se concentre sur les 16 principaux secteurs économiques (hors finance et assurance). Elle fait clairement ressortir que les secteurs sont exposés dans des proportions très différentes au risque d'insuffisance de négociabilité des titres. Ce constat met en perspective la **nécessité absolue de tenir compte du secteur d'activité d'une entreprise lors d'une évaluation**.

### LES SECTEURS À FORTE DÉCOTE :

SECTEURS ABSOLUCE	MULTIPLE DE EBITDA	T-EBITDA
Santé	13,0	6,4
Équipement de la personne et de la maison	10,1	5,2
Logiciels	8,5	4,4

### LES SECTEURS À FAIBLE DÉCOTE :

SECTEURS ABSOLUCE	MULTIPLE DE EBITDA	T-EBITDA
Commerce de détail	6,7	5,9
Automobile et équipementiers	4,6	3,6
Voyages et loisirs	9,7	7,5

# Les principaux enseignements du baromètre

## 4. Quelle est la corrélation entre la taille de l'entreprise et le niveau de décote ?

Enfin, Absoluce a souhaité mesurer l'impact de la taille de l'entreprise (appréciée par le niveau du chiffre d'affaires) sur le taux de décote. La courbe logarithmique met en évidence une forte corrélation (coefficient de détermination  $R^2$  de 0,73) entre le taux de décote et la taille des sociétés pour le multiple d'EBITDA.

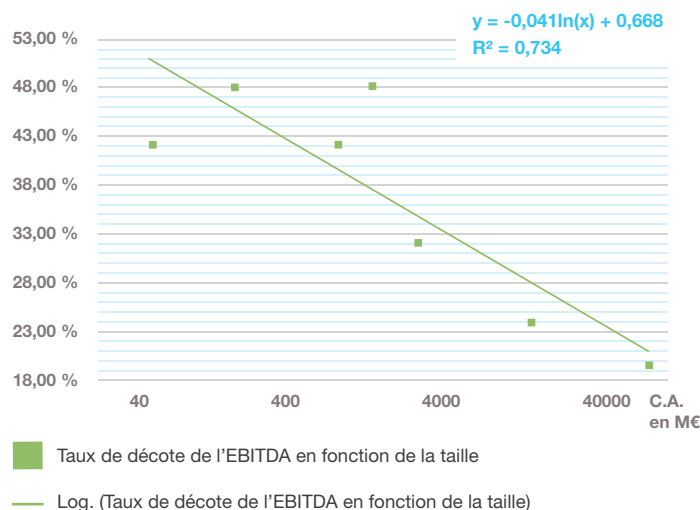
Par exemple, pour une société dont le chiffre d'affaires est de 20 millions d'euros, un professionnel pourra retenir un taux de décote de près de 54,5%. Cela signifie que lorsque le marché indique un multiple d'EBITDA de 12, il sera envisageable de prendre comme point de départ un multiple de valorisation de 5,5 fois le l'EBITDA de cette entreprise.

Les travaux Absoluce mettent donc en évidence une corrélation forte entre le taux de décote du multiple d'EBITDA et la taille de l'entreprise : **plus la société est petite, plus le taux de décote est élevé.** Ce constat corrobore les faits, plus la société est petite plus les risques sont importants, ce qui justifie une décote complémentaire.

Fort de ces constats, le baromètre Absoluce apporte des réponses concrètes et objectives pour évaluer une société non cotée en s'approchant au plus près des spécificités (secteur et taille) de la société à évaluer grâce à la décomposition de 6 indicateurs clés.

Le baromètre Absoluce est un outil pertinent dans la mise en place d'une démarche d'évaluation et s'utilise en complément de l'accompagnement d'un professionnel de l'évaluation pour prendre en compte l'ensemble des paramètres spécifiques de l'entreprise à évaluer.

Pour tout renseignement ou demande d'évaluation par nos experts, vous pouvez contacter Absoluce [contact@absoluce.net](mailto:contact@absoluce.net) ou **01 85 09 08 70**



Source : Absoluce. L'analyse porte sur l'année 2015 pour 224 sociétés du CAC ALL TRADABLE.

## Les cabinets adhérents ABSOLUCE

- ACC GROUP - VAR - 04 98 10 66 66
- ACPG - ALPES-MARITIMES - 04 93 01 22 51
- ACR ADC PIERQUIN - ARDENNES - 03 24 59 70 50
- ACTUARIUS / VIONOLO - SAVOIE - 04 79 55 03 49
- AEQUITAS - NORD - 03 20 74 64 40
- AT & ASSOCIÉS - PYRÉNÉES ORIENTALES - 04 68 66 06 06
- AUDIT SUD ASSOCIÉS - GARD - 04 66 22 00 99
- AUDIT SUD CONSEILS - HÉRAULT - 04 67 60 88 60
- AUDITIS - SAÔNE ET LOIRE - 03 85 85 56 56
- BAEC - HAUTE-GARONNE - 09 74 774 674
- Cabinet Hervé BORIES - GIRONDE - 05 56 445 700
- DGL Experts Conseils - HÉRAULT - 04 67 09 27 27
- GRUPE CLERE - BOUCHES-DU-RHÔNE - 04 91 37 96 00
- L et A Conseils et Audits - PARIS - 01 53 20 45 10
- LASSUS - GIRONDE - 05 56 02 08 18
- MAI BENNET & ASSOCIÉS - AVEYRON - 05 65 75 53 53
- MARTINI - SEINE-MARITIME - 02 35 61 36 10
- NOVALLIANCE - BOUCHES-DU-RHÔNE - 04 91 76 00 12
- P2R Audit et Expertise Comptable - PARIS - 01 56 79 02 70
- PTBG - CALVADOS - 02 31 46 21 71
- ROSSIGNOL - MAINE ET LOIRE - 02 41 88 82 31
- SECA FOREZ - LOIRE - 04 77 92 84 20
- SECEF - MEURTHE ET MOSELLE - 03 83 98 65 25
- SOLIS - ILE ET VILAINE - 02 23 25 23 25
- SYGNATURES - HAUTE GARONNE - 05 62 47 73 73
- TUDEL ET ASSOCIÉS - PARIS - 01 85 09 08 70
- VISTA CONSEIL - MORBIHAN - 02 97 76 20 54

En partenariat avec  Infinancials  
an Infront Company