

A close-up photograph of a man's torso, wearing a white dress shirt and a dark suit jacket. The shirt is slightly open at the collar. The background is a solid light gray.

TECHNOLOGIE ET
SERVICE NUMERIQUE

COMBIEN VAUT MON ENTREPRISE ?

par Yvon CORCIA
Senior Partner et co-fondateur
d'Orion M & A

DANS L'ARTICLE PRÉCÉDENT (VOIR EJG DU 12/04/19), NOUS AVONS DÉCRIT LES PARAMÈTRES QUI INFLUENT SUR LA DÉTERMINATION DE LA VALORISATION. NOUS ALLONS DÉTAILLER ICI DES CAS CONCRETS DE VALORISATION POUR ILLUSTRATION. DANS UN PROCHAIN ARTICLE NOUS INTRODUIRONS UNE GRILLE D'ANALYSE QUI PERMET D'ÉVALUER « A PRIORI » LA VALORISATION QU'ON PEUT OBTENIR D'UNE TRANSACTION.

Nous avons vu que pour réaliser les acquisitions, les acheteurs ont la plupart du temps quatre motivations d'achat :

1. Rupture technologique dans leur propre métier
2. Extension de leur savoir-faire et de leur offre
3. Extension de chiffre d'affaires et de cash flow
4. Effet de levier sur leur présence marché (géographique ou complémentarité)

QUELQUES CAS CONCRETS

Nous allons étudier dans trois cas typiques, les mécanismes de valorisation présentés dans l'article précédent.

1 - DOC Leader

Cette société est un éditeur de logiciel de gestion documentaire collaboratif pour une niche de marché (professions comptables et juridiques). Il a acquis une position de référence et une forte notoriété dans sa niche. Il a focalisé sa R&D pour répondre en standard à 90 % des besoins de son segment précis de marché. Son EBITDA est de 13 %, sa croissance de CA de 10 %. Le revenu est récurrent à 64 % en « saas ». La R&D représente 40 % des revenus. Les fonds propres sont de 230 K€ et il n'y a pas de dette. L'acheteur est un spécialiste des solutions pour cabinet comptable qui souhaite vendre une offre complémentaire (raison 4) à ses clients et les fidéliser tout en préparant une éventuelle décroissance de son marché actuel (cloud = nouveaux acteurs). Le « fit stratégique » est élevé car le potentiel de vente additionnelle sur la base client est fort et la fidélisation des clients un sujet important. Plusieurs métriques d'évaluation ont été abordées avec les résultats suivants :

- Modèle « éditeur de logiciel » - valorisation à 120 % du CA annuel
 - Modèle « make or buy » - valorisation à 98 % du CA annuel
 - Modèle « 6 x EBITDA » - valorisation à 80 % du CA annuel.
- L'acheteur souhaite réaliser l'opération car son marché est très concurrentiel et il n'a ni le savoir-faire ni le temps de développer la même solution. Grâce à une bonne entente entre dirigeants, la transaction se réalise à un niveau de valorisation de 80 % du CA avec complément de prix de 15 % après 18 mois. Soit une valorisation totale à 95 % du CA annuel. Tout en numéraire.

2- Media Market

Cette société est un fournisseur de services hébergés pour gérer les supports marketing (images, brochures) pour les grands comptes. Media Market dispose d'une

forte notoriété dans sa niche marché avec une technologie peu innovante. L'équipe commerciale est efficace et a gagné 60 % des compétitions l'année précédente. Son EBITDA est de 9 %, sa croissance de CA de 10 %. Le revenu est récurrent à 90 % en « saas », la clientèle est fidèle. Les fonds propres sont de 1,5 M€, mais dette MLT de 1M€. L'acheteur est un fournisseur de solution de solutions marketing (application connexe) qui souhaite offrir une offre complémentaire sur sa base client étendue (raison 4) mais également augmenter ses revenus et son cash-flow (raison 3).

Le fit stratégique est fort, car cela permet à cet acquéreur de contrôler une grande partie des dépenses marketing de son client final et devenir ainsi un fournisseur « stratégique ».

- une évaluation « éditeur de logiciel » donnait une valorisation à 123 % du CA annuel
- une « valorisation des actifs » = situation nette + 6 ans de cash flow donnait une valorisation à 90 % du CA annuel
- une évaluation 7 x EBITDA donnait une valorisation à 61 % du CA annuel

Les actionnaires de la cible ne veulent pas de complément de prix ce qui a affaibli leur situation de négociation. La transaction se réalise à 60 % du CA sans complément de prix.

3- Cyber Conseil

Cette société de conseil en cybersécurité est réputée mais sa taille l'empêche d'accéder aux grands comptes, elle traite des petits contrats de 10 à 50 K€. L'Ebitda est faible car les contrats sont au forfait et le personnel est perfectionniste. La trésorerie est tendue. La croissance est très faible malgré un effort commercial soutenu. L'équipe de 20 consultants experts représente un actif important (difficile à recruter et motiver). L'acheteur est un spécialiste de l'hébergement sécurisé qui souhaite offrir des services à forte valeur ajoutée sur sa base client étendue (raison 4) mais également augmenter ses revenus et son cash flow (raison 3).

Le fit stratégique est fort, car le marché de l'hébergement sécurisé se banalise et le critère d'achat devient le prix. Offrir des services à valeur ajoutée fidélise les clients. Le fit stratégique est identifié. Cependant l'apport de CA de la nouvelle entité ne représente que quelque % du CA global. L'entente entre dirigeants est moyenne (« experts désintéressés » versus « gestionnaires rigoureux ») et va influencer négativement sur la valorisation. La seule métrique évoquée est un multiple d'EBITDA « potentiel » que l'acheteur pourrait réaliser post opération.

Le prix a été tiré vers le haut en organisant la concurrence entre acheteurs. La transaction se réalise à 50 % du CA avec complément de prix de 25 % après 18 mois. Soit une valorisation totale à 75 % du CA annuel. Paiement en numéraire.

Annexe : les modèles

Nous décrivons ici les modèles de valorisation c'est à dire comment évaluer une valorisation à partir de données issues des comptes de gestion (dernier exercice ou moyenne sur 2 à 3 exercices).

- Modèle Editeur de logiciel ou SaaS

Valorisation = 1 x CA licence perpétuelle

+ 3 x CA récurrent (abonnement licence ou maintenance)

+ 0,3 à 0,6 X CA service (suivant niveau expertise)

+ Trésorerie nette (Liquidités – dettes MLT hors exploitation)

- Modèle Multiple Ebitda

Valorisation = N x EBITDA (à corriger quelquefois : management fees,...)

N de 3 à 7 suivant la croissance et la part de marché (croissance > 15% et part marché significative = 7)

+ Trésorerie nette (Liquidités – dettes MLT hors exploitation)

- Modèle valorisation des actifs

Valorisation = situation nette comptable

+ actif incorporel (Ah ! Evaluer l'actif incorporel...)

...Portefeuille clients (ex : marché à forte barrière entrée), Portefeuille produits propres, Brevets et licences, Accords exclusifs,...

- Modèle « Make or buy »

Valorisation = 18 mois budget R&D

(personnel + charges+ sous-traitance R&D)

multiplié par 1 à 1,8 suivant risque technologique

+ Trésorerie nette (Liquidités – dettes MLT hors exploitation)

- Modèle Actualisation des cash flow (DCF)

Valorisation = Valeur actualisée du Cash flow de 3 à 6 exercices à venir

Avec discount sur les années éloignées.

+ Trésorerie nette (Liquidités – dettes MLT hors exploitation)

