

ÉVALUER UNE ENTREPRISE « HIGH TECH »

Dans un article précédent nous avons tenté de déterminer les critères de qualification « Entreprise Durable ». Dans cet article nous évoquerons plusieurs approches pour évaluer des titres d'une société. Dans un prochain article, nous croiserons les deux approches : Entreprise Durable versus Valeur de l'Entreprise.

Par Yvon CORCIA, fondateur de Hytec Partners – La Teste

La question « Combien vaut cette entreprise ? » se pose lors d'une cession totale ou partielle de l'entreprise, lors d'une opération sur les titres (ex. augmentation de capital ou sortie d'un associé) ou simplement à l'occasion d'une évaluation d'un portefeuille de titres. Lorsqu'il y a un acheteur et un vendeur, la transaction n'est réalisée que lorsqu'un accord est trouvé sur le prix et ses modalités. Les méthodes d'évaluation ne constituent pas une science exacte mais simplement une base pour la négociation. En cas de désaccord persistant, il est fait quelquefois appel à l'arbitrage d'un « expert » indépendant.

Les méthodes d'évaluation sont sensiblement différentes suivant la nature de l'activité. Nous ne parlerons ici que d'évaluation d'entreprises de technologies, c'est-à-dire celles pour lesquelles la technologie est l'élément fondamental de l'avantage concurrentiel¹

LA VALEUR D'ENTREPRISE

On notera, que pour effectuer des calculs de valorisation, il faut disposer d'une situation de référence des comptes. Il s'agit le plus souvent de la dernière clôture des comptes annuels. On peut distinguer trois approches pour l'évaluation de la valeur d'entreprise : ce qu'elle possède (approche patrimoniale), ses perspectives (capacité de création de valeur future), ou par comparaison avec des pairs.

Dans le cas particulier d'une acquisition par une autre société, un paramètre supplémentaire influe sur la valeur, il s'agit de la synergie des offres et des opérations entre les deux organisations. Ce paramètre va rehausser ou diminuer le résultat de l'évaluation des titres. On peut raisonnablement imaginer que, grâce à des travaux de recherche et de capitalisation sur les données, une quatrième approche soit disponible à court terme. Ce serait une approche dite « intelligence artificielle » basée sur du « deep learning », sur les transactions réellement effectuées et les multiples caractères des entreprises concernées.

¹ Entreprises pour lesquelles la technologie est l'élément fondamental de l'avantage concurrentiel : ESN, fournisseur de services en ligne (saas, xas), éditeur de logiciel, équipementier électronique, fournisseur d'outils et technologie de production...



000



Les méthodes d'évaluation sont sensiblement différentes suivant la nature de l'activité

L'APPROCHE PATRIMONIALE

Valorise la situation de l'entreprise et ses actifs. Nous développerons deux modèles « l'actif net » et la « valeur de remplacement ».

L'ACTIF NET

Il est composé de l'actif corporel et de l'actif incorporel.

L'actif corporel est issu du retraitement de la situation nette comptable. Les retraitements concernent les éléments particuliers de la société, par exemple un bien ou un actif immobilier dont la valeur n'est pas reflétée au bilan.

L'actif incorporel (ou « Goodwill ») est une appréciation économique des savoir-faire et des acquis de l'entreprise. Ceci peut être par exemple des années de R&D capitalisée dans les produits vendus, des brevets, des contrats commer-

ciaux d'exclusivités, une position particulière de leader sur un marché.

Valeur d'entreprise = Actif corporel + Actif incorporel

Cette méthode valorise l'entreprise à sa situation acquise (corporel et incorporel) sans prendre en compte ses perspectives.

LA VALEUR DE REMPLACEMENT

C'est l'évaluation du coût nécessaire pour reconstituer à l'identique une entreprise équivalente ayant les mêmes capacités. Les éléments à prendre en compte peuvent être : recrutement et mise en place de l'équipe, acquisition des savoir-faire et moyens nécessaires à l'exercice de l'activité, constitution d'un portefeuille commercial, acquisition de notoriété ou de la présence internationale, etc.

Valeur d'entreprise = somme des coûts de reconstitution

Il faut être prudent dans cette approche car une énumération « à la Prévert » peut conduire à des valeurs de remplacement très élevées.

VALORISER LES PERSPECTIVES

Consiste à mettre en valeur les capacités futures de l'entreprise. On peut distinguer trois modèles : les multiples d'EBITDA, la génération de cash flow, la valorisation des revenus.

LES MULTIPLES D'EBITDA.

Ebitda = Earning Before Taxes Depreciations & Amortization
Se calcule en comptabilité FR comme

EBITDA = Rex + Impôts et Taxes + Amortissements + Provisions

L'EBITDA peut être considéré comme l'indicateur des performances intrinsèques de l'entreprise. Indépendamment de la fiscalité et du poids des amortissements. La valorisation qui en découle est un multiple de l'Ebitda (en général Valeur = 5 à 7 Ebitda).

Valeur d'entreprise = N x EBITDA

La façon de calculer l'EBITDA exact peut, à l'occasion, donner lieu à de nombreux débats entre experts. Il est courant de calculer l'Ebitda hors production incorporelle stockée et hors amortissements incorporels.

LA GÉNÉRATION DE CASH FLOW

Également connu sous le nom de « Discounted Cash Flow » (DCF). À partir d'une prévision pluriannuelle d'activité et de résultats, ce modèle valorise la génération de Cash Flow apportée par l'activité. Ces montants sont actualisés (discounted) pour tenir compte de la dépréciation de leur valeur dans le futur (inflation, risque, incertitudes...). Ceci est une vision purement financière de la création de valeur supposant des prévisions fiables d'activité et de rentabilité.

Valeur d'entreprise = Somme actualisée des cash flow futurs

VALORISATION DES REVENUS

Pour établir cette évaluation, on distingue les différents types de revenus qui constituent le CA, les marges associées et le caractère récurrent de chaque type de revenu.

Ce modèle valorise la valeur du chiffre d'affaires tant par sa récurrence assurée que par sa qualité en termes de marge brute et de relation client.

Un service à faible valeur ajoutée, non récurrent est valorisé de 30 % à 40 % de sa facturation annuelle. Un service à forte expertise 60 % à 80 % de sa facturation annuelle. Une cession de droit ou de licence logiciel 80 % à 120 % de sa facturation annuelle. Un service récurrent 200 % à 300 % de sa facturation annuelle. Ainsi une entreprise qui réaliserait 100 M€ en prestation de service et 100 M€ en cession de licence serait valorisée $100 \times 30 \% + 100 \times 80 \% = 110 \text{ M€}$.

Valeur d'entreprise = somme pondérée des revenus de l'année.

LES COMPARABLES

Dans ce modèle on recherche les sociétés similaires en termes d'activité et de volumes de chiffre d'affaires. On cherche à déterminer la valeur d'entreprise de ces sociétés soit parce qu'elles sont cotées soit à partir des transactions récentes (cession, augmentation de capital...). On dispose ainsi de valeurs comparables à partir desquelles on peut réaliser une évaluation de la valeur d'entreprise.

Valeur d'entreprise = Moyenne des valeurs similaires (rapporté au CA)

PONDÉRATION DES MODÈLES

Chacun de ces modèles valorise des aspects différents des caractéristiques de l'entreprise et peut présenter un intérêt distinct pour le vendeur et l'acheteur. Pour avoir une estimation de qualité on prend en compte l'ensemble de ces modèles. Les résultats de valorisation issus des divers modèles sont pondérés. Les modèles les plus représentatifs de l'activité de la société et notamment de son « business model » ont un poids relatif plus élevé. (Une matrice de

calcul permet de déterminer la pondération de chaque modèle en fonction de la ventilation des revenus).

AJUSTEMENTS MARCHÉ ET POSITION CONCURRENTIELLE

Après avoir évalué la valeur de l'entreprise suivant plusieurs méthodes et les avoir pondérées entre elles, il convient également de prendre en compte la position concurrentielle de l'entreprise et les caractéristiques de son marché. La valeur issue des modèles de performance est ajustée suivant la croissance du marché dans lequel se situe l'activité de l'entreprise. Un marché à forte croissance ouvre des potentiels plus importants à des entreprises à fortes performances. À l'inverse, sur un marché à croissance faible ou négative, les sociétés à fortes performances auront moins de capacité de se développer.

De même, une entreprise qui est leader sur un marché prometteur n'offre pas les mêmes perspectives qu'une entreprise en décroissance sur un marché sans avenir. Même si, à l'instant, leurs performances économiques sont comparables.





Il convient donc d'apporter une plus-value ou une moins-value à la valeur pondérée issue des modèles. Les paramètres à prendre en compte sont : la position concurrentielle (qui dépend de la part de marché et de la qualité de l'offre), la croissance propre du CA de l'entreprise et la croissance du marché dans lequel elle évolue.

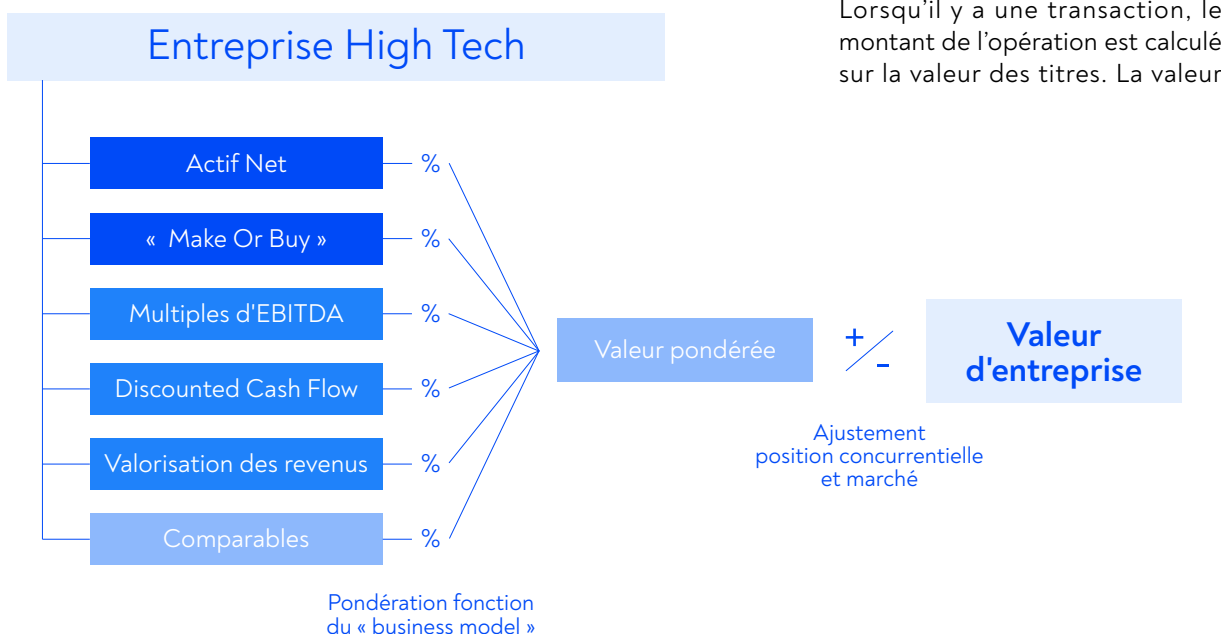
SYNTHÈSE DE L'ÉVALUATION DE LA VALEUR D'ENTREPRISE

Nous avons évoqué de nombreux paramètres, le schéma ci-dessous permet de les remettre en perspective.

Ainsi la valeur d'entreprise peut être approchée en valorisant plusieurs aspects : ce qu'elle est, son

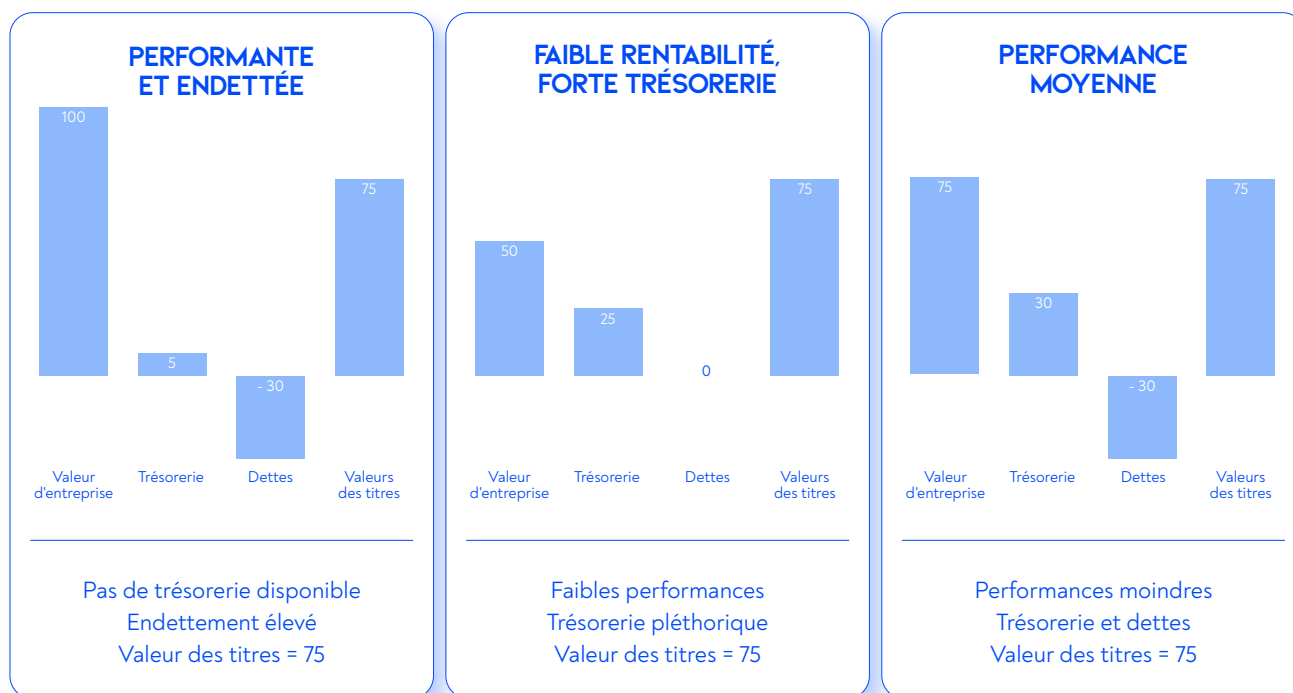
potentiel de développement et la comparaison avec ses pairs ou concurrents. Des ajustements de valeur peuvent être apportés en fonction du marché dans lequel elle exerce son activité et de sa position concurrentielle. Si vous souhaitez connaître le détail de ces modélisations et visualiser des cas concrets rendez-vous sur www.modeles.sharevalue.pro

ÉVALUATION DE LA VALEUR D'ENTREPRISE



VALEUR D'ENTREPRISE ET VALEUR DES TITRES

Lorsqu'il y a une transaction, le montant de l'opération est calculé sur la valeur des titres. La valeur



des titres est égale à la valeur de l'entreprise corrigée de la trésorerie disponible et des dettes et engagements qu'elle a contractés. Valeur des titres = Valeur d'entreprise + trésorerie disponible - Dettes et engagements.

Comme on peut le voir dans l'exemple ci-dessus, trois entreprises qui ont des caractéristiques de performances et d'endettement très différentes, ont la même valeur des titres

Une entreprise très performante mais fortement endettée pourra avoir la même valeur des titres qu'une entreprise à très faible valeur d'entreprise mais disposant d'une trésorerie importante.

CONCLUSION

Les outils de modélisation offrent des bases de discussion étayées aux parties qui veulent engager une négociation en vue d'une opération (cession, augmentation de capital, etc.). Il existe désormais des plateformes en ligne qui ont implémenté des modèles de valorisation précis et permettent assez simplement à partir de données comptables et extra-comptables de réaliser ces évaluations en mode « Standard ».

Vous pouvez ainsi obtenir en ligne la valeur de votre entreprise et la valeur de vos titres à l'adresse.

www.evaluation.sharevalue.pro

Des évaluations personnalisées sont possibles avec l'intervention d'un expert pour prendre en compte des spécificités de votre activité, de votre opération et de

votre marché. Dans le prochain article nous tenterons de croiser les deux approches Valeur économique et « Entreprise Durable ».

yvon.corcia@hytecpartners.com
www.sharevalue.pro

L'actif incorporel
(ou « Goodwill ») est une **appréciation économique** des **savoir-faire** et des **acquis de l'entreprise**