

Illustration de l'approche ValoConsult



**REVUE CRITIQUE DE L'ÉVALUATION
D'UNE PETITE SOCIÉTÉ D'INJECTION
PLASTIQUE**

La société Plastinject, en deux mots

2

- Créée en 1970, dans la « Plastic Valley » d'Oyonnax;
- Spécialisée dans les pièces pour l'automobile;
- Récemment réorientée avec succès vers l'aéronautique et la téléphonie, traite avec une dizaine de clients prestigieux;
- Fabrique de petites et moyennes séries;
- Intègre le dessin et la fabrication des moules;
- Se distingue par sa réactivité;
- Utilise 10 presses Battenfeld récentes (35T à 80T);
- Emploie 7 personnes, sur un poste (âge moyen 46 ans, ancienneté moyenne 5 ans).

Les principaux chiffres de Plastinject

3

| | N-5 | N-4 | N-3 | N-2 | N-1 |
|---|-----------|------------|-----------|------------|-----------|
| Chiffre d'affaires en k€ | 690 | 660 | 630 | 670 | 750 |
| Res. d'exploitation | - 50 | 40 | 50 | 70 | 100 |
| Résultat net | -45 | - 10 | 15 | 30 | 45 |
| Immobilisations nettes | 210 | 180 | 110 | 70 | 140 |
| BFR (1) | - 110 | - 100 | 0 | 20 | 70 |
| Fonds Propres (2) | - 75 | - 85 | - 70 | -40 | 5 |
| Dettes Financières Nettes | 175 | 165 | 180 | 130 | 205 |
| <i>dont comptes courants d'associés</i> | <i>40</i> | <i>100</i> | <i>90</i> | <i>120</i> | <i>45</i> |

(1) Besoin en Fonds de Roulement (Stocks + créances clients – fournisseurs +/- divers)

(2) Les Fonds Propres ont été « mangés » par les pertes antérieures...

1/ L'actif Net Réévalué

4

- A la fin du dernier exercice, l'entreprise a des Fonds Propres de 5 k€ !
- Une évaluation des différents matériels et équipements montre une plus-value latente après impôt de 260 k€, du fait de l'amortissement accéléré pratiqué dans le passé.
- Il n'y a pas d'autre élément à réévaluer : la société est locataire, pour un loyer au prix du marché, et il n'y a pas de correctif sur les stocks et les créances clients.
- → l'Actif Net Réévalué est donc de 265 k€.

1/ L'actif Net Réévalué

5

- A la fin du dernier exercice, l'entreprise a des Fonds Propres de 5 k€ !
- Une évaluation de biens matériels et équipements matériels a permis de constater une plus-value latente après impôt de 265 k€.
- Il n'y a pas de dépréciation de l'actif net réévalué peut servir de base pour obtenir :
 - une valeur « à la casse », en déduisant les frais de fermeture et de remise en état du site,
 - une valorisation par la méthode du Goodwill.
- Mais ce n'est pas en soi une méthode d'évaluation.
- → l'Actif Net Réévalué est donc de 265 k€.

2/ La méthode du Goodwill

6

- Sur la base de l'ANR de 265 k€ et d'un taux sans risque de 5%, le résultat net attendu est de 13,2 k€.
- Le résultat net du dernier exercice, qui reflète le nouveau positionnement de l'entreprise, est de 45 k€.
- Le super profit est donc de 31,8 k€.
- Au taux risqué de 10% la capitalisation de ce superprofit sur 5 ans vaut 120,6 k€.
- La valeur des Fonds Propres est donc de 265 k€ + 120,6 k€ soit 385,6 k€.

2/ La méthode du Goodwill



- Sur la base de l'ANP de 265 k€ et d'un taux sans risque de 5%, le résultat net attendu est de 13,2 k€.

Même si c'est une pratique courante, il n'y a aucune justification à l'utilisation de deux taux différents pour la détermination de la rente, et pour le calcul du Goodwill.

Par ailleurs les deux taux semblent bien trop faibles: un taux de 15% serait beaucoup plus approprié, compte tenu de la taille de la société et de ses risques.

Avec un taux de 15%, le résultat attendu serait de 39,7 k€, et le super profit de 5,5 k€. Actualisée à 15% sur cinq ans, cette rente donne un Goodwill de 18,4 k€.

- Il en découle une valeur des Fonds Propres de 283 k€.

120,6 k€ soit 385,6 k€.

3/ Les multiples « boursiers »

8

Les multiples moyens des entreprises du secteur d'appartenance de Plastinject sont les suivants ⁽¹⁾:

| En milliers d'Euros | Valeur du Multiple | Montant Sté | Valeur de la Sté | Dette nette | Valeur des FP |
|----------------------|--------------------|-------------|------------------|-------------|---------------|
| Price Earning Ratio | 12,6 | 45 | | | 567 |
| Market to Book Ratio | 1,67 | 50 | | | 84 |
| EV/EBIT | 11,46 | 100 | 1 146 | 205 | 941 |
| EV/CE | 1,46 | 210 | 307 | 205 | 102 |
| EV/Sales | 0,84 | 750 | 630 | 205 | 425 |

L'évaluateur a éliminé les valeurs extrêmes, et fait la moyenne des deux valeurs restantes, pour obtenir une valeur des Fonds Propres de 496 k€.

(1) Les données sont issues des secteurs « Metal Processing » et « Plastic Products » en Europe, de la base du professeur Damodaran : www.stern.nyu.edu/~adamodar. La capitalisation boursière moyenne de l'échantillon est de 100 millions d'Euros.

3/ Les multiples « boursiers »



Les multiples mesurés sur les entreprises du secteur d'appartenance de D... On ne peut pas transférer sans précaution les valorisations constatées sur le marché aux entreprises non cotées. La liquidité n'est en effet pas comparable.

Par ailleurs, les sociétés sont de plus grande taille (d'un facteur 200 dans cet exemple!). Or il y a, même sur le marché, un effet taille prononcé, qui se traduit par une décote de taille significative.

Sur la base d'un taux sans risque de 4,5%, d'une prime de risque de marché de 4,5%, d'un beta total de 1,4, et d'une prime de taille de 4,2%, l'espérance de rendement de l'actionnaire est de 15%.

Pour les entreprises de l'échantillon, l'espérance de rendement est de 11%.

La décote à appliquer est de 33,3% : $(11\% - 3\%) / (15\% - 3\%)$.

La valeur des Fonds Propres ressortirait donc à $(1 - 33,3\%) * 496 = \mathbf{330}$

L'évalue

ke
valeurs restantes, pour obtenir une valeur des Fonds Propres de 496 k€.

(1) Les données sont issues des secteurs « Metal Processing » et « Plastic Products » en Europe, de la base du professeur Damodaran : www.stern.nyu.edu/~adamodar. La capitalisation boursière moyenne de l'échantillon est de 100 millions d'Euros.

4/ Les multiples de transactions

10

| | PER | Prix / Fonds Propres | EV /EBIT | EV / CE | EV / CA |
|--------------------------|------|----------------------------|-------------|---------|---------|
| Sté A (CA 80 M€) | 14,5 | 2,0 | 12,0 | 1,7 | 0,91 |
| Sté B (CA 22 M€) | 9,2 | 1,4 | 8,7 | 1,4 | 0,76 |
| Sté C (CA 5,5 M€) | 5,8 | 1,2 | 6,5 | 1,1 | 0,54 |
| Moyenne | 9,8 | 1,5 | 9,1 | 1,4 | 0,74 |
| Plastinject | 45 | 50 | 100 | 210 | 750 |
| Valeur de la Société | | | 910 | 294 | 555 |
| - Dettes nettes | | | 205 | 205 | 205 |
| Valeur des Fonds Propres | 441 | 75 | 705 | 89 | 350 |

L'évaluateur a éliminé les trois valeurs extrêmes, et fait la moyenne des deux valeurs restantes, pour obtenir une valeur des Fonds Propres de 396 k€.

4/ Les multiples de transactions

11

| | PEE | Prix / Fonds Propres | EV /EBIT | EV / CE | EV / CA |
|--------------|-----|----------------------------|-------------|---------|---------|
| Sté A (CA 9) | | | | | 0,91 |
| Sté B | | | | | 0,76 |
| Sté C | | | | | 0,54 |
| Moy | | | | | 0,74 |
| Plas | | | | | 0,50 |
| Vale | | | | | 0,55 |
| - De | | | | | 0,05 |
| Vale | | | | | 0,50 |

Pour les raisons déjà évoquées, compte tenu de l'écart de taille avec les entreprises utilisées comme références, il faut appliquer une décote de taille.

Ici l'écart est moins important, et l'espérance de rendement des actionnaires des sociétés de l'échantillon est plus proche de celle de l'actionnaire de Plastinject.

La décote à appliquer est de 21% : $(12,5\% - 3\%) / (15\% - 3\%)$.

La valeur des Fonds Propres ressortirait donc à $0,79 * 396 = \mathbf{313\text{ k€}}$

L'évaluateur a éliminé les trois valeurs extrêmes, et fait la moyenne des deux valeurs restantes, pour obtenir une valeur des Fonds Propres de 396 k€.

La synthèse

12

| M éthode | ANR | Goodwill | Mult. cotés | Mult. trans |
|---------------|--------|----------|-------------|-------------|
| Valeur des FP | 265 K€ | 386 K€ | 496K€ | 396 K€ |

L'évaluateur a fait la moyenne de ces quatre valorisations, pour obtenir une valeur des Fonds Propres de 385 k€.

Cette valorisation conduit à un multiple de 8,5 fois le dernier résultat net.

En rajoutant l'endettement net de 205 k€, la valeur de l'entrepris s'élève à 590 k€.
Les multiples qui en résultent sont de :

- 0,8 fois le chiffre d'affaires;
- 2,8 fois les capitaux engagés;
- 5,9 fois l'EBIT.

L'évaluateur conclue que ces multiples sont tout à fait en ligne avec les multiples sectoriels...

La synthèse

13

| M éthode | ANR | Goodwill | Mult. cotés | Mult. trans |
|----------------------|------------|-----------------|--------------------|--------------------|
| ValoConsult : | ANR | Goodwill | Mult. cotés | Mult. trans |
| Valeur des FP | N.S. | 283 K€ | 330K€ | 313 K€ |

des Fonds Propres de 385 k€.

L'actif Net Réévalué ne doit pas être inclus dans la synthèse, ce n'est qu'une étape intermédiaire pour la valorisation par la méthode du Goodwill.

Compte tenu des correctifs apportés précédemment, les valorisations, reprises dans le tableau ci-dessus, s'échelonnent de 283 à 330 k€, avec une moyenne à **309 k€**

Cela représente un écart de 20% par rapport à la valorisation de l'expert du vendeur, ce qui n'est pas négligeable.

Les deux principaux arguments à développer portent sur la non prise en compte de l'effet taille, et sur la rentabilité attendue par le propriétaire : quel investisseur investirait dans cette entreprise pour un rendement de 5% ?

Une fois acceptée l'espérance de rendement de 15%, tout le reste en découle !

Évaluation par les flux pour le repreneur

14

Les hypothèses suivantes ont été retenues par l'expert, après discussion avec le cédant :

- Augmentation des ventes de 20% en N, grâce aux nouveaux clients déjà acquis, mais résultat opérationnel stable à cause des augmentations de prix des matières premières;
- Un investissement significatif en N+1 (200 k€), accompagné d'un passage en 2x8, avec embauche de deux opérateurs qualifiés;
- Les ventes sont attendues en hausse de 30% en N+1, puis de 20% en N+2, puis de 10% en N+3, et 5% en N+4;
- Le taux de marge brute diminue de 1% chaque année, du fait de la concurrence sur les prix.

Prévisions opérationnelles

15

| Chiffres clés prévisionnels | N | N+1 | N+2 | N+3 | N+4 |
|-------------------------------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires | 898 | 1167 | 1400 | 1540 | 1617 |
| <i>Variation</i> | 20,0% | 30,0% | 20,0% | 10,0% | 5,0% |
| <i>Taux de marge brute</i> | 75,0% | 74,0% | 73,0% | 72,0% | 71,0% |
| Marge Brute après conso MP | 673 | 863 | 1 022 | 1 109 | 1 148 |
| Autres achats et charges externes | 206 | 241 | 270 | 289 | 301 |
| Frais de personnel | 357 | 467 | 481 | 496 | 511 |
| Excédent Brut d'exploitation | 110 | 155 | 270 | 324 | 337 |
| Dotation aux amortissements | 14 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| Résultat d'exploitation | 96 | 121 | 236 | 290 | 303 |
| <i>Taux de marge opérationnelle</i> | 10,7% | 10,4% | 16,9% | 18,8% | 18,7% |

| Chiffres clés prévisionnels | N | N+1 | N+2 | N+3 | N+4 |
|------------------------------------|----------|------------|------------|------------|------------|
| Besoin en Fonds de Roulement | 83 | 108 | 129 | 142 | 149 |
| Variations du BFR | 14 | 25 | 22 | 13 | 7 |
| Investissements de remplacement | 14 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| Investissements de croissance | 0 | 200 | 0 | 0 | 0 |

Cash-flows prévisionnels

16

| Cash flows prévisionnels | N | N+1 | N+2 | N+3 | N+4 |
|--|-----------|-------------|------------|------------|------------|
| Résultat d'exploitation | 96 | 121 | 236 | 290 | 303 |
| - Impôt sur le résultat d'exploitation | 34 | 43 | 83 | 101 | 106 |
| = Rex après impôt (NOPAT) | 62 | 79 | 154 | 188 | 197 |
| + Dotations aux amortissements | 14 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| = Cash Flow potentiel | 76 | 113 | 188 | 222 | 231 |
| - Variation du BFR | 14 | 25 | 22 | 13 | 7 |
| - Investissements | 14 | 234 | 34 | 34 | 34 |
| = CASH FLOWS | 49 | -146 | 132 | 175 | 190 |

Comme on peut le voir ci-dessus, l'entreprise génère des cash-flows confortables, une fois l'investissement majeur réalisé, en N+1.

A noter que l'expert conseille de s'assurer que les investissements de renouvellement n'ont pas été sous estimés.

Calcul de la valeur terminale

17

L'expert a évalué la valeur terminale de deux façons:

1/ en extrapolant à l'infini le dernier free cash flow, avec une croissance plafonnée à 3%:

- $VT_{N+4} = FCF / (k - g) = 190 / (10\% - 3\%) = \underline{2\,714\text{k€}}$

2/ en utilisant un multiple d'EBIT de 10 (moyenne entre le multiple d'EBIT boursier et celui des transactions)

- $VT_{N+4} = 10 * EBIT_{N+4} = 10 * 303 = \underline{3\,030\text{k€}}$

➔ Il a retenu la moyenne, soit **2 872 k€**

Valorisation par les cash-flows actualisés

18

| Valorisation de Plastinject | N | N+1 | N+2 | N+3 | N+4 |
|---|--------------|------------|------------|------------|------------|
| Cash flows | 49 | -146 | 132 | 175 | 190 |
| Valeur terminale | | | | | 2 872 |
| Total des flux | 49 | -146 | 132 | 175 | 3 062 |
| Taux d'actualisation | 10% | | | | |
| Coefficient d'actualisation : $1 / (1+t)^n$ | 0,909 | 0,826 | 0,751 | 0,683 | 0,621 |
| Flux actualisés (DCF) | 44,2 | -120,6 | 99,2 | 119,9 | 1901,1 |
| Val. de l'entreprise (somme des DCF) | 2 044 | | | | |
| Dettes financières nettes à fin N-1 | 205 | | | | |
| Valeur des Fonds Propres | 1 839 | | | | |

Conclusion de l'expert : la valorisation obtenue est très supérieure à l'estimation de prix. Si le business plan est réalisé, et si le prix payé est proche de l'estimation proposée plus haut, l'acquisition de cette société sera fortement créatrice de valeur pour l'acquéreur (création de valeur : $1\ 839 - 385 = 1\ 454$ k€) !

Analyse critique des DCF (1)

19

1. Au plan des prévisions opérationnelles :

- On peut s'interroger sur l'ampleur de la croissance envisagée, au vu de la relative stagnation de l'activité sur les années N-5 à N-1;
 - La hausse du taux de marge opérationnelle résulte pour l'essentiel d'un doublement de l'activité, alors que l'effectif n'augmente que de 30%: est-ce réaliste ?
 - Les prévisions d'investissement, pour le renouvellement du matériel, semblent faibles.
- Il résulte de cet optimisme une rentabilité très élevée :

| Rentabilité prévisionnelle | N | N+1 | N+2 | N+3 | N+4 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Résultat d'exploitation | 96 | 121 | 236 | 290 | 303 |
| Capitaux engagés | 223 | 448 | 469 | 482 | 489 |
| RCE "comptable" (Rex / CE) | 43,0% | 27,1% | 50,3% | 60,1% | 61,9% |
| RCE après IS sur CE début année | 29,8% | 35,4% | 34,3% | 40,1% | 40,8% |

Analyse critique des DCF (2)

20

2. Réflexions sur la valeur terminale :

- L'extrapolation à l'infini avec la formule de Gordon Shapiro n'est pas réaliste. La rentabilité sous jacente est trop élevée pour être soutenable à long terme ! Il faut utiliser un « cash-flow fade », pour ramener celle-ci au niveau de la RCE moyenne du secteur, ou au niveau du Cmpr de Plastinject.
- La valorisation sur la base d'un multiple d'EBIT n'est pas réaliste non plus : on ne peut pas appliquer un multiple sectoriel, fondé sur une performance moyenne, à une entreprise dont la RCE est exceptionnelle à ce moment là !
- ➔ Même si on accepte les hypothèses du business plan, il faut au moins recalculer la valeur terminale !

Correction de la Valeur Terminale

21

- Mise en œuvre du cash-flow fade de N+5 à N+9
 - Nous retenons une réduction progressive de la rentabilité, pour atteindre la RCE du secteur au bout de 5 ans, soit 10,5% après impôt;
 - La croissance est supposée se réduire progressivement de 5% à 3,5% par an, sur cette même période.

| | N+4 | N+5 | N+6 | N+7 | N+8 | N+9 | Stabilisé |
|---|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Taux de croissance | 5,00% | 4,70% | 4,40% | 4,10% | 3,80% | 3,50% | 3,50% |
| Capitaux Engagés en fin d'année | 489 | 512 | 535 | 557 | 578 | 598 | 619 |
| Capitaux engagés en début d'année | | 489 | 512 | 535 | 557 | 578 | 598 |
| Variation des CE | | 23 | 23 | 22 | 21 | 20 | 21 |
| RCE après IS (sur CE début) | 40,8% | 34,76% | 28,70% | 22,63% | 16,57% | 10,50% | 10,50% |
| NOPAT (RCE * CE début) | | 170 | 147 | 121 | 92 | 61 | 63 |
| FCF = NOPAT - variation des CE | | 147 | 124 | 99 | 71 | 40 | 42 |
| Valeur Terminale, avec un Cmpr de | 10% | | | | | 644 | |
| Coefficients d'actualisation | 1 | 0,909 | 0,909 | 0,909 | 0,909 | 0,909 | |
| DCF | | 134 | 113 | 90 | 65 | 622 | |
| Valeur de l'entreprise à fin N+4 : | 1024 | | | | | | |

Valeur corrigée, pour l'acquéreur

22

| Valorisation de Plastinject | N | N+1 | N+2 | N+3 | N+4 |
|---|------------|------------|------------|------------|--------------|
| Cash flows | 49 | -146 | 132 | 175 | 190 |
| Valeur terminale corrigée | | | | | 1 024 |
| Total des flux | 49 | -146 | 132 | 175 | 1 214 |
| Taux d'actualisation | 10% | | | | |
| Coefficient d'actualisation : $1 / (1+t)^n$ | 0,909 | 0,826 | 0,751 | 0,683 | 0,621 |
| Flux actualisés (DCF) | 44,2 | -120,6 | 99,2 | 119,9 | 753,8 |
| Val. de l'entreprise (somme des DCF) | 896 | | | | |
| Dettes financières nettes à fin N-1 | 205 | | | | |
| Valeur des Fonds Propres | 691 | | | | |

Avec la Valeur Terminale ainsi corrigée, la valeur de l'entreprise dans les mains de l'acquéreur est plus réaliste. Elle laisse un potentiel de création de valeur significatif, de près de 400 k€, si le prix effectivement payé pour Plastinject est celui que nous proposons, à savoir environ 300 k€.

Conclusion: les points d'attention

23

- L'effet taille, pour les multiples boursiers
- L'effet prix, pour les multiples de transactions
- L'effet taux pour la méthode du Goodwill
- L'effet rêve, pour l'approche par les cash-flows !

Pour plus de détail, une évaluation, une aide dans la négociation, etc.

Rémy Paliard – 06 84 78 09 86 – <http://www.valoconsult.fr>

Annexe : détermination du Cmpr, pour la méthode des free cash-flows

24

Calcul du Cmpr

| | |
|---|--------|
| Espérance de rendement de l'actionnaire | |
| Coût de la dette avant impôt | |
| Coût de la dette après impôt à | 33,33% |
| Dettes sur Fonds Propres en valeur | 100% |
| Proportion de Fonds Propres | |
| Proportion de Dettes | |
| Coût des composantes | |
| Coût moyen pondéré des ressources : | |

| FP | Dette |
|--------|-------|
| 15,00% | |
| | 7,50% |
| | 5,00% |
| | |
| 50% | |
| | 50% |
| 7,50% | 2,50% |
| 10,00% | |

Attention à ne pas sous estimer l'espérance de rendement de l'actionnaire pour une petite entreprise, surtout si elle est endettée et peu liquide.