

CONSEIL



«La valeur se calcule, elle est rationnelle. Le prix se constate, il est subjectif», affirme **Thierry Lamarque**, Président d'**Althéo**, conseil en reprise d'entreprise. «Il existe en effet des dizaines de formules pour calculer la valeur d'une entreprise mais

je ne retiendrai que trois grandes familles :

les méthodes **patrimoniales**, les méthodes basées sur les **rendements** et celles basées sur les **flux futurs**».

On le sait, la question du prix est au centre du processus de reprise et il existe souvent une forte disparité entre les évaluations de l'acheteur et celles du vendeur. Le repreneur qui a fait son choix parmi quelques dossiers, chiffre la cible selon des critères rationnels et mesurables. Le vendeur qui décide de céder son entreprise renâcle à abandonner son «bébé» et une approche purement financière n'a pas toujours sa faveur. Une forte dimension affective se cache derrière des chiffres qui peuvent valoriser ou dévaloriser toute une vie de travail. «Le prix de la transaction devra satisfaire les deux parties en présence. Mais, il n'est rien d'autre que la somme qu'un repreneur, accompagné de ses partenaires financiers, est prêt à mettre sur la table lors de l'opération», indique Thierry Lamarque.

Schématiquement, si un repreneur surpaye une entreprise, il a plus de risques de courir à la ruine. **Pierre-Louis Amancic**, PDG d'**Havila Partners**, tient à préciser qu'il faut rester prudent lors de l'évaluation d'une entreprise : «À l'époque du développement des start-up, la méthode des free cash-flows a prouvé ses limites. Dans cette méthode tenant compte des performances futures, la valeur de l'entreprise ne dépend pas de son bénéfice mais de sa capacité

bénéficiaire qui est mesurée par ses flux de trésorerie disponibles. La «recette» impliquait une valorisation très forte de ces entreprises qui n'ont pas rempli les objectifs attendus. On connaît la suite». Le conseil de Pierre-Louis Amancic : «Mélanger plusieurs méthodes».

L'APPROCHE DU CÉDANT

Il existe en effet plusieurs méthodes en matière d'évaluation. Certaines ne reflètent pas la réalité économique de la société et aucune n'est infaillible



PIERRE-LOUIS AMANCIC : « MÉLANGER PLUSIEURS MÉTHODES »

Société paneuropéenne spécialisée en ingénierie financière, **Havila Partners** est issue de la fusion des équipes corporate de Financière de Saint-Cyr, **TCI Investment** par **Vista Capital Management**. La société est dirigée par **Pierre-Louis Amancic** animée par **5 collaborateurs**.

«Nous accompagnons les PME dont la valeur d'entreprise est située entre 5 et 200 M€. Nous sommes spécialisés, entre autres, dans les opérations d'investissement dans un certain nombre d'activités qui, à mon sens, sont des secteurs porteurs : l'informatique et les NTIC, l'agroalimentaire, les médias, les transports terrestres, aériens ou maritimes. Et bien entendu tous les services liés à l'immobilier et à la personne. Notre vocation est d'accompagner et de conseiller le dirigeant de PME à chaque stade de développement de son entreprise et bien entendu au moment de la cession de son entreprise. Notre principe est clair pour évaluer une entreprise : mélanger plusieurs méthodes. J'ajouterai que la connaissance d'un secteur est un élément supplémentaire pour avoir une bonne approche en terme de valorisation».

JEAN-PAUL BOINET, DIRECTEUR COMMERCIAL CHEZ DAICI
«L'OFFRE ET LA DEMANDE SONT DES ÉLÉMENTS IMPORTANTS»



«Compte tenu des spécificités des TPE, les méthodes basées sur les prévisionnels et notamment les DCF sont à écarter. Dès lors, on privilégiera la méthode des barèmes ou l'évaluation par comparaison. Avant toute chose, il est indispensable de définir la cession de l'entreprise. Se trouve-t-on dans le cas de la vente du droit au bail, dans ce cas le repreneur achètera au cédant uniquement le droit de jouissance du local commercial. S'agit-il de la vente du fonds de commerce, alors le repreneur achètera uniquement les éléments nécessaires à l'exploitation du commerce. La méthode d'évaluation des barèmes consiste à appliquer un pourcentage au chiffre d'affaires moyens TTC des 3 dernières années d'exploitation du fonds, à partir du barème fiscal Francis Lefebvre. En matière de CHR, la méthode la plus couramment utilisée est celle qui est déterminée d'après le chiffre d'affaires réalisé. Or, en tenant compte du C.A. mais également de la rentabilité, on a vu des fourchettes d'évaluation comprises entre 50 et 100% du C.A. Dans l'évaluation par comparaison, il est fait référence à des transactions significatives de commerces comparables sur un marché donné. L'offre et la demande sont des éléments importants dans une évaluation».

mais toutes exigent de procéder à l'évaluation des forces et des faiblesses de l'entreprise. «Les méthodes patrimoniales basées sur l'analyse du bilan de la société cible sont très utilisées par les cédants car elle sont souvent à leur avantage», souligne Thierry Lamarque. On évalue les différents biens qui composent l'entreprise : les terrains et constructions, les machines, l'outillage, les stocks, les créances, les dettes, la trésorerie... le tout faisant l'objet de corrections à la baisse ou à la hausse en vue d'obtenir un actif net corrigé. Cette méthode, d'une grande simplicité, présente plusieurs inconvénients, en particulier celui de ne pas prendre en compte la rentabilité de l'entreprise. De plus il est parfois difficile d'évaluer certains actifs.

L'APPROCHE DU REPRENEUR

«Les méthodes basées sur les rendements sont privilégiées par les repreneurs car elles reposent sur la capacité de la société à générer des bénéfices», explique Thierry Lamarque. Dans les méthodes de rendement la valeur de l'entreprise se calcule à partir des bénéfices récents issus des trois derniers comptes de résultat. Par ailleurs, les résultats passés doivent être corrigés en retranchant, par exemple, les charges jugées excessives telle que la rémunération du dirigeant, ou mal comptabilisées telles

que les créances douteuses. «Dans les méthodes de rendement on utilise un multiplicateur des bénéfices et le prix correspond habituellement à 5 ou 7 fois les bénéfices moyens des trois dernières années après retraitement auquel on ajoute l'excédent de trésorerie et soustrait les dettes», détaille Thierry Lamarque.

La méthode de valorisation des entreprises basée sur les flux futurs, repose sur le cash-flow à venir sur plusieurs années, résultats actualisés en fonction du risque de l'entreprise. «Les méthodes basées sur les flux futurs sont utilisées pour les groupes importants ou pour les sociétés qui n'ont pas d'historique telles que les start-up». Cette méthode

qui consiste à visualiser l'avenir de l'entreprise est également désignée sous le terme de **Discounted Cash Flow** (DCF). Elle part du compte de résultat et du business-plan et comporte diverses étapes telle que l'estimation des entrées et sorties à partir d'éléments économiques et qualitatifs précis : la bonne visibilité sur un marché qui peut faire gonfler la valeur. «Une entreprise basée à Paris intervenant sur une filière qui marche bien, les services B to B ou B to C par exemple, se vendra plus chère que la même entreprise installée en province. La rareté du créneau pèse parfois très lourd sur le prix. Je pense aux secteurs des cosmétiques et de la sécurité où les cibles sont rares», précise Thierry Lamarque. Un repreneur peut donc accepter de payer un prix élevé pour un achat coup de cœur sur un excellent créneau. Mais au final, si le montant déterminé ne correspond pas au prix qu'il devrait payer pour un investissement donné, il ne pourra pas couvrir le coût des capitaux qu'il engage. Et une entreprise surpayée a des chances de courir à la faillite.

«Le prix n'est qu'une composante de la négociation. Il faut prendre en compte tout ce qui l'entoure. Par exemple, l'accompagnement du repreneur par le cédant qui ne sera pas gratuit. Le versement d'une

rémunération au cédant, parfois au conjoint qui travaille dans l'entreprise, sera exigé», détaille Thierry Lamarque. Autre élément du prix, la garantie d'actif passif (GAP) qui permet à l'acquéreur de limiter les risques inhérents à la société cible. Il s'agit d'un contrat conclu entre les deux parties, garantissant l'authenticité des éléments comptables qui ont permis de valoriser la société lors des négociations. Par la signature d'une telle garantie, l'acquéreur se protège contre les passifs non déclarés par le vendeur. «Il s'agit entre autres des risques prud'hommes ou fiscaux, des nantissements hypothécaires, des problèmes liés à l'environnement», précise Pierre-Louis Amancic. «Mais aussi de l'état du matériel. Et c'est patent dans les entreprises de transport. Un camion rutilant peut cacher un moteur défectueux».

Le repreneur pourra être indemnisé sur la totalité des dettes non déclarées. Autant dire que le cédant a intérêt à être tout à fait transparent au moment de l'évaluation de sa société. Sinon il peut avoir des mauvaises surprises. Si dans la phase ultérieure de l'acquisition des différences apparaissent à l'actif ou au passif, le vendeur sera contraint d'indemniser l'acquéreur à hauteur du poste non révélé. «La bonne stratégie par rapport au prix c'est le gagnant-gagnant. Si l'une des deux parties est perdante on

court au conflit avec le risque que la transaction soit annulée», affirme Thierry Lamarque.

DES CONSEILS À LA RESCOUSSE

Pour éviter qu'une reprise tourne mal, il est recommandé de ne pas faire l'économie de conseils extérieurs qui assistent vendeur et acheteur dans la négociation puis dans la réalisation de la cession. Pierre-Louis Amancic est clair : «On est là pour raisonner le vendeur et conseiller l'acheteur». De plus, le côté psychologique de la post-négociation est important : un vendeur accepte difficilement les vérifications que lui impose le repreneur et l'audit est souvent vécue comme une violation. Or, gérée par un tiers, la pilule passe mieux. Pour une valorisation juste en vue d'une bonne négociation, il est préférable que chacune des parties soit accompagnée par son propre conseiller. Il faut être clair, la valorisation d'une entreprise relève de la compétence de professionnels.

Anne
CALLOT

LE POINT DE VUE D'UN REPRENEUR

En 2006, **Louis Nègre** recherchait une entreprise à reprendre sur une activité de niche, avec une bonne rentabilité et une structure légère. **Pigeon Propre** semble répondre à tous ces critères. «L'activité de Pigeon Propre consiste à éloigner les pigeons par électro-répulsion de lieux spécifiques allant par exemple de l'Arc de Triomphe à la maison individuelle. Sans avoir réalisé une analyse financière sérieuse, le vendeur avait un prix en tête. Aidé par Althéo et un expert comptable, j'ai réalisé

une analyse basée sur la rentabilité dans la mesure où il n'y avait pas d'immobilisation. De surcroît, la société créée en 1996, n'était rentable que depuis 3 ans. Au final, après un diagnostic approfondi, notre évaluation était inférieure à celle du vendeur : -25%. La transaction s'est bien passée et je suis en très bon terme avec le cédant. Il a accepté de rester gérant pendant quelques mois. Ce qui est exceptionnel».

