



Observatoire Synextrans des prix de cession des PME

Un marché d'acquéreurs

ou :

Pourquoi les cédants doivent-ils modérer leurs ambitions

Synextrans
Les experts de la transmission d'entreprise

 **CCI RENNES**

Cinq prix Nobel de finance (1) et deux crises majeures plus tard :

Dans un monde fait de présent, de totale visibilité, la détermination des prix serait **immédiate et parfaite**. On en est loin !

**Valoriser aujourd'hui, c'est avant tout :
actualiser très fort des flux très incertains**

Car évaluer en 2013, c'est «punir doublement»(2)

- punir le temps : rémunérer l'impatience
- punir le risque : gérer l'inconnu

Mais que dire si, en plus d'être sévère, la punition infligée est mal administrée ou **injuste** ?

Comment rendre la punition **acceptable**, faute d'être agréable ?

C'est toute l'ambition de **l'Observatoire Synextrans**

(1) Nobel d'économie (financière), le prix Nobel de finance n'existant pas : Franco Modigliani (85), Merton Miller (90), Harry Markowitz & William Sharpe (90), Eugene Fama, Robert Shiller et Hansen (2013)

(2) L'arrogance de la Finance, Burguiat et Briys, éditions la Découverte, 2009. Voir aussi : John H. Cochrane

L'Observatoire Synextrans postule l'efficacité des marchés, appliquée au marché des cessions de PME

Le concept d'efficacité des marchés(1) est l'un des **fondements majeurs** de l'analyse économique

L'efficacité :

Ne le prenez pas au sérieux et *vous serez ruinés*
- c'est la leçon d'Eugène Fama (Prix Nobel 2013)

Prenez le trop au sérieux et *vous serez ruinés aussi*
- c'est la leçon de Robert Shiller (Prix Nobel 2013)

(1) L'efficacité des marchés repose sur l'idée du partage et de l'intégration par tous les agents économiques, en temps réel, de toutes les informations disponibles pertinentes. Le comportement rationnel des acheteurs et vendeurs se concrétise donc par un marché équilibré, «parfait». On ne peut donc s'en abstraire, que la société soit cotée ou non.

Observatoire Synextrans Octobre 2013

Les PME se négocient en **valeur d'entreprise**, hors trésorerie & dette financière :

- 3 ans d'Excédent Brut d'Exploitation (EBE)
- 4 ans de Résultat d'Exploitation (REX)
- la moitié du chiffre d'affaires (CA)

En **prix des actions** (versé au cédant), dette nette DN déduite (ou tréso. nette TN incluse) :
capitaux propres (CP) + 3 ans de bénéfice net (BN) ou CP + 2.5 CAF

Secteur	Indicateur	P/CP	P/BN	P/CAF	P/RN et CP	P/CAF et CP	P/CAF et TN	VE/CA	P/EBE et TN/DN	P/REX et TN/DN
							VE/CAF		VE/EBE	VE/REX
BTP	Moyenne	1,7	6,3	4,7	2,4	1,9	3,0	0,5	2,3	2,9
	Ecart-type	0,5	3,4	1,7	1,5	1,0	1,2	0,5	0,7	1,2
	Médiane	1,6	5,4	4,9	2,0	1,4	3,2	0,5	2,3	2,4
14 sociétés										
Industrie	Moyenne	1,9	7,4	5,1	2,8	2,1	4,8	0,5	3,8	4,7
	Ecart-type	0,9	4,1	2,1	1,7	1,0	1,7	0,2	1,6	2,2
	Médiane	1,6	6,9	4,9	2,7	2,1	4,7	0,5	3,4	4,5
22 sociétés										
Négoce & Distribution	Moyenne	2,5	7,4	5,8	3,6	3,3	4,9	0,5	3,7	4,4
	Ecart-type	0,8	4,3	2,6	1,6	1,8	1,4	0,3	1,5	2,3
	Médiane	2,3	6,2	5,4	3,1	2,7	5,2	0,5	3,7	3,9
18 sociétés										
Services	Moyenne	2,5	7,4	5,2	3,4	3,1	4,4	0,6	3,5	4,6
	Ecart-type	1,1	4,3	2,8	2,1	2,2	1,9	0,4	1,7	2,5
	Médiane	2,3	6,1	4,6	3,1	2,2	4,2	0,5	3,1	3,4
22 sociétés										
Tous secteurs	Moyenne	2,2	7,3	5,3	3,1	2,7	4,4	0,6	3,4	4,3
76 sociétés	Ecart-type	0,9	4,1	2,5	1,8	1,7	1,7	0,4	1,6	2,3
	Médiane	1,9	6,2	5,0	2,8	2,3	4,3	0,5	3,1	3,6

Evolution 2004 – 2013

Bref retour en arrière : Observatoire Synextrans, octobre 2004

Première observation : les ratios étaient du même ordre de grandeur

- le P/E (Prix/bénéfice net) ressort toujours à 6 - 7
- le ratio Prix/capitaux propres est stable à 2 fois
- le multiple VE/EBE reste centré autour de 3 à 3,5
- le multiple VE/REX tourne toujours à 4 – 5

Deuxième enseignement : pas d'écart sectoriels, hors BTP, pénalisé

Secteur	Indicateur	P/CP		P/RN		VE/CA		VE/EBE		VE/REX		Observation	
		Années	2013	2004	2013	2004	2013	2004	2013	2004	2013		2004
BTP	Moyenne		1,7	2,2	6,3	6	0,5	0,4	2,3	3,0	2,9	4,7	baisse
	Ecart-type		0,5	0,7	3,4	2,4	0,5	0,2	0,7	1,1	1,2	2,2	
	Médiane		1,6	2,0	5,4	5,5	0,5	0,3	2,3	2,7	2,4	4,0	
Industrie	Moyenne		1,9	2,5	7,4	8,0	0,5	0,4	3,8	4,3	4,7	6,3	légère baisse
	Ecart-type		0,9	0,9	4,1	2,9	0,2	0,2	1,6	1,7	2,2	2,4	
	Médiane		1,6	2,2	6,9	6,7	0,5	0,3	3,4	3,7	4,5	5,0	
Négoce & Distribution	Moyenne		2,5	2,1	7,4	7,3	0,5	0,5	3,7	3,8	4,4	6,0	stable/ hausse
	Ecart-type		0,8	0,8	4,3	3,2	0,3	0,3	1,5	1,7	2,3	2,9	
	Médiane		2,3	1,8	6,2	6,2	0,5	0,4	3,7	3,3	3,9	4,6	
Services	Moyenne		2,5	2,7	7,4	7,3	0,6	0,5	3,5	3,3	4,6	5,2	Légère hausse
	Ecart-type		1,1	1,2	4,3	3,8	0,4	0,3	1,7	1,5	2,5	2,9	
	Médiane		2,3	2,3	6,1	5,7	0,5	0,4	3,1	2,9	3,4	4,0	
Tous secteurs	Moyenne		2,2	2,3	7,3	7,2	0,6	0,5	3,4	3,6	4,3	5,7	stable
	Ecart-type		0,9	0,9	4,1	3,2	0,4	0,3	1,6	1,6	2,3	2,7	
	Médiane		1,9	2,0	6,2	6,0	0,5	0,3	3,1	3,1	3,6	4,5	

Troisième donnée : les multiples croissent nettement avec la taille

Relation confirmée vers le haut : Epsilon Research VE/EBE = 6,7

Grands groupes français internationaux cotés : VE/EBE = 15 à 20

P/E 2013E du marché de Paris : 14

Taille	Indicateurs	P/CP	P/RN	P/CAF	VE/CA	P/RN et CP	P/CAF et CP	P/EBE et TN	P/REX et TN	P/CAF et TN
P > 1500 k €	Moyenne	2,3	8,7	6,4	0,7	3,7	3,3	4,0	4,9	5,1
29 sociétés	Ecart-type	0,9	4,1	2,3	0,4	1,6	1,8	1,6	2,4	1,6
	Médiane	2,6	8,3	6,4	0,7	4,7	3,8	4,1	5,1	5,7
750 < P < 1500 K €	Moyenne	2,1	7,8	5,6	0,5	3,4	2,8	3,4	4,4	4,5
21 sociétés	Ecart-type	0,9	4,1	2,8	0,2	1,8	1,7	1,5	2,1	1,5
	Médiane	2,1	6,9	5,5	0,5	3,4	2,6	3,2	4,1	4,5
P < 750 K€	Moyenne	2,1	5,4	3,9	0,4	2,2	1,8	2,9	3,6	3,5
26 sociétés	Ecart-type	1,0	3,5	1,7	0,2	1,6	1,1	1,6	2,2	1,7
	Médiane	2,5	4,7	3,9	0,5	2,7	1,8	3,1	3,8	3,9

Chart 1 : Argos Mid-Market Index June 2013 (*)



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

(*) EV / EBITDA median for transactions closed in last 6 months (last 12 months prior to December 2010) /
médiane EV / EBITDA pour les transactions des 6 derniers mois (les 12 derniers mois avant décembre 2010)

Observatoire Synextrans : Validation des indicateurs statistiques

Les coefficients de corrélation R^2 et les tests statistiques usuels sont incontestablement de bon niveau

Les tests de 2013 confirment la validité des approches de 2004

Les régressions multiples, qui mesurent la relation entre prix de marché des PME et deux variables (ex : prix par trésorerie nette et EBE), indiquent que les approches de valorisation sont pertinentes, logiques :

Indicateur	P/RN et CP	P/CAF et CP	P/EBE et TN	P/REX et TN	P/CAF et TN
R^2	80%	89%	80%	81%	92%
Fisher	oui	oui	oui	oui	oui
Pearson	89%	90%	95%	90%	95%

Pourquoi les multiples des PME sont ils si bas ? Pourquoi des négociations si longues et difficiles ?

Trois explications

- 1/ l'angle de valorisation
- 2/ les modalités de transaction
- 3/ La préparation à la cession

Première explication :

L'angle de valorisation, le cœur du différend

Il n'est de prix que d'acquéreurs (1)

Exprimé plus brutalement : « *le cédant n'est pas l'agent économique à privilégier* »
(2) surtout s'il quitte définitivement le système. En effet, il découle :

- de la **logique des approches** de valorisations actuelles = l'espérance mathématique des flux (3)
- de la contrainte de **financement** = l'acquéreur paie ce qu'il (en fait : la cible) peut financer, sur la base d'une répartition optimale capitaux propres/dette senior (société existante ou holding de reprise ad hoc)

1/ Un constat : aucune logique financière à (sur)payer comptant des rentrées

- a/ (très) incertaines
- b/ (trop) différées

2/ Une conclusion : je paie comptant les capitaux propres (éventuellement réévalués) et j'échelonne les règlements d'une fraction substantielle du surplus, communément appelé *goodwill* (survaleurs, écart d'acquisition)

1) Paraphrasé de la formule « Il n'est de richesses que d'hommes », Jean Bodin, juriconsulte et philosophe, 16^{ème} siècle

(2) Tournier & Tournier, L'évaluation d'entreprise

(3) Pour rappel : concept introduit par Blaise Pascal, en... 1654

D'où un apparent paradoxe

Les **P/E** de l'Observatoire sont bas = la moitié du CAC 40 (rappel : 7 vs 14)

Or le **ratio prix /CP** est équivalent à celui du CAC 40 (environ 2)

Explication :

- la **rentabilité et la croissance** des PME sont globalement comparables aux grandes sociétés ; leur goodwill est justifié par un surcroît de rentabilité (sur-bénéfice)
- c'est la prise en compte du **risque** qui est **pénalisante** : faible crédibilité des prévisions sur les petites sociétés, d'où l'importance de leurs fonds propres, surtout dans un environnement agité. L'acquéreur de PME paie quelques courtes années de flux ; l'investisseur boursier achète 25 fois l'Oréal, LVMH, Essilor...

Les clés du paradoxe, ce sont le **terme et l'aléa** :

1/ On «punit» le temps par des horizons courts de plans d'affaires (BP) :

2/ On «punit» l'incertitude par des taux d'actualisation très élevés

En PME, cette double punition s'explique :

Une *incertitude structurelle* caractérise la génération des flux, pour les raisons mille fois évoquées mais pas suffisamment identifiées, intégrées :

- ***Intuitu personae*** du dirigeant autodidacte (ce qui n'est pas nécessairement un défaut) et souvent autocrate (ce qui en revanche en est un...) et par corolaire une structure managériale légère
- **Concentration** excessive du portefeuille de **clients**
- **Gamme** de produits limitée
- Implantation restreinte au marché **local**, distribution non maîtrisée
- Contenu **technologique** et savoir-faire assez faibles
- Absence **d'image et de marques propres**
- Absence de réelles « **barrières à l'entrée** » de concurrents (Mike E. Porter)
- Faible capacité à imposer les prix (***pricing power***)

En outre, la conjoncture ne favorise pas les cédants

1/ Les erreurs de prévision sont **amplifiées** en période de crise : les graves problèmes de solvabilité rencontrés par certains LBO en attestent (1)

2/ Les aléas conjoncturels assombrissent **l'horizon de prévision** au-delà de quelques années, voire quelques mois dans certains secteurs cycliques

3/ En période de crise, les investisseurs sont davantage **averses au risque**

Effet induit : la **durée de remboursement** de l'investissement se raccourcit encore (le classique *pay-back*)

(1) Materis/ Wendel, Terreal /LBO France, Saint Gobain Desjonquères/ CVC - Sagard, Monier/Paribas AI (250 M €), Frans Bonhomme, la Saur...

Conséquences concrètes : la BDD Synextrans

Il semble justifié aujourd'hui par le marché de **valoriser** une PME sur les bases suivantes :

Prix = capitaux propres (éventuellement réévalués) + goodwill estimé à 3 ou 4 fois le résultat net courant retraité après impôt

En Valeur d'entreprise : 3 fois l'EBE (ou 4 ans de REX)

En rente de goodwill, il ne semble pas judicieux d'entrer des durées supérieures à **3 ou 4 ans**

Quant au **taux d'actualisation**, 15% à 20% semble approprié (1)

Chacun mesurera toute la puissance punitive d'un facteur d'actualisation quasiment *déflaté* de cette ampleur : les flux espérés sont divisés par 2 en 4 ans (20%) à 5 ans (15%)

(1) Et non 8% à 10% comme le suggèrerait abusivement un CMPC (WACC) mal conduit



Deuxième facteur : les modalités ou : comment réconcilier des points de vues



Si le postulat de départ n'est pas contesté (la valeur résulte des flux futurs stochastiques), comment concilier des **positions antagonistes** ?

Les parties devront s'écarter d'une conception réductrice de la transaction. Le cédant devra *partager l'avenir avec l'acquéreur*, puisque l'espérance fonde l'essentiel de la valeur

Les montages, la structuration juridique des transactions, devront **intégrer davantage les aléas** liées à l'extériorisation des flux : le versement de **compléments de prix variables indexés sur les résultats futurs**, à mesure de leur perception, *l'earn-out (1)*, est cohérent avec la logique du goodwill

(1) L'earn-out est une **voie cohérente, efficace**, sous réserve que la clause soit bien rédigée et les référentiels comptables correctement établis. C'est un outil puissant pour réconcilier, faute de pouvoir s'accorder sur le seul prix comptant, les deux extrémités du processus (Cf. article earn-out sur le site Synextrans)

Les observatoires synthétisent le prix, elles ne peuvent tout cerner en quelques chiffres

Constat : l'Observatoire Synextrans fait ressortir **d'importants écarts –types**

Explication : de multiples paramètres interviennent, **au-delà du prix** :

- les modalités de fixation du prix **définitif** (ajustements)
- sa **révision** (audits d'acquisition)
- le **calendrier** de son paiement (earn-out, crédits vendeurs)
- les **financements** (banques, fonds)
- le **réinvestissement** partiel du cédant dans le holding
- les GAP (conséquences ultérieures) et garanties de ces garanties
- l'accompagnement et ses modalités...

Troisième explication : la préparation ou : comment le cédant peut-il rétablir l'équilibre

Si 80% de la valeur de l'entreprise dépend des flux (EBE, CAF...), il importe d'en **maximiser l'historique** avant de penser à... vendre un futur de plus en plus incertain !

Une réalité de marché : acquéreurs et financiers renâcleront à introduire dans leurs modèles des données **retraitées pro forma** (charges de direction, sur-loyers de SCI familiale...), même parfaitement documentées

Or le refus d'intégrer tout ou partie de ces ajustements est extrêmement **pénalisant** pour le cédant

Première peine à la sortie : **l'effet multiplicateur** est dévastateur car c'est 4 fois le delta que le cédant perdra à la vente (hypothèse : $VE = 4 \times REX$)

Deuxième peine si le cédant se verse ante cession de copieux **dividendes**

Car tous les professionnels raisonnent : prix = valeur d'entreprise + **cash** (net)

Ce choix de gestion, contraire à la logique actuelle, induit mécaniquement un second écart de prix à l'euro l'euro

Au total : c'est la **double peine**, qui s'ajoute à **la double punition** !

Conclusions

Les prix des petites PME sont **stables** depuis 9 ans ; ils restent bas, quels que soient les ratios, car plusieurs facteurs cumulatifs pénalisent le cédant, pour partie responsable de sa propre « punition » :

1/ les nouvelles approches d'évaluation sont conçues **du point de vue de l'acquéreur** : le raisonnement par les **flux futurs, le financement**, deviennent les facteurs-clés

2/ le contexte économique obscurcit les **horizons prévisionnels**, majore les **taux d'actualisation** et réduit les **durées** de capitalisation de flux que l'acquéreur n'acceptera plus de régler comptant

La punition est sévère et en outre :

3/ le cédant **prépare souvent bien tard, bien peu et bien mal la transaction** de sa vie.

Ce faisant, il nuit à ses intérêts, difficiles à faire valoir car :

4/ les flux qui fondent et justifient l'essentiel de la valeur de son entreprise sont

a/ souvent **minorés dans leur historique** et

b/ reposent sur un **avenir qui ne lui appartient plus**, sur des anticipations que l'acheteur ne lui concédera que très partiellement, dans un contexte qui fut rarement aussi troublé.

L'Observatoire Synextrans : « mathématiquement et équitablement juste » ? (Blaise Pascal)

L'Observatoire Synextrans : reflet d'un marché efficient, équilibré ? (Eugene Fama)

Tout observatoire est par construction un outil ultra synthétique donc réducteur ; il peut aider à cerner les prix, pas les modalités

Or des **modalités inventives** sont de nature à réconcilier les points de vue, pour autant que le comportement rationnel des parties et surtout le professionnalisme des intervenants y concourent

Sur la durée, le cédant qui partagera les aléas avec l'acquéreur en recueillera les fruits, sans doute plus tardifs mais aussi... **plus abondants**

C'est à cette condition, somme toute raisonnable en regard des enjeux, que les parties aboutiront à un **compromis riche, efficace**, qui confortera leur relation au lieu de l'appauvrir

C'est à ce prix que l'acquéreur ne sera pas **ruiné** par les *marchés efficients*.
C'est à ce même prix que le cédant n'en sortira **pas... ruiné non plus** !