



# OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

>

3<sup>EME</sup> EDITION  
OCTOBRE 2015



CNCC  
COMPAGNIE  
NATIONALE DES  
COMMISSAIRES AUX  
COMPTES

# EDITO



Cette troisième édition de l'observatoire de la valeur des moyennes entreprises (ETI françaises ayant des fonds propres en 15 et 50 millions €) présente des indicateurs sur :

- l'évolution des multiples des moyennes entreprises en France ;
- l'évolution de l'activité M&A et LBO ;
- la structure du marché et la typologie des acquéreurs ;
- l'impact des marchés action / PME-ETI.

Ces indicateurs incluent des comparaisons avec les données de la Zone euro.

Cette édition comporte également un article du Professeur Philippe Raimbourg portant sur l'évaluation des start-up.

En effet, il nous a semblé particulièrement intéressant de traiter de ce véhicule fondamental de l'entrepreneuriat, dès lors que les méthodes habituelles d'évaluation sont difficilement applicables à ce cas de figure.

Nous espérons que cette publication semestrielle réponde à vos attentes et nous remercions toutes celles et ceux qui y ont contribué.



# SOMMAIRE

## **Observatoire de la Valeur des Moyennes Entreprises ..... 4**

1. Evolution des multiples de Moyennes  
Entreprises en France
2. Evolution de l'activité M&A / LBO
3. Structure du marché et typologie des  
acquéreurs
4. Impact des marchés action / PME-ETI

## **L'évaluation des start-up : difficultés et précautions ..... 6** par le Professeur Ph. Raimbourg

“ . . . ”



# OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES



## 1. Évolution des multiples de Moyennes Entreprises en France

Évolution du prix d'achat des Moyennes Entreprises françaises (entre 15m€ et 50m€ de valeur de fonds propres), mesuré par le ratio VE/EBITDA historique médian – Graphe 1

- Elles constituent un segment de l'Indice Argos Mid Market (transactions de la zone euro entre 15m€ et 500m€), qui a été recalculé sur 12 mois glissants afin de permettre la comparaison - Graphe 2. Les prix des ME françaises ont repris 6% depuis le 2ème semestre 2014 à 7,2x l'EBITDA, mais ils restent sous leur niveau du 1er semestre 2014.

- L'écart se confirme et reste élevé - de 1x l'EBITDA - avec les prix de la zone euro, tels que mesurés par l'Indice Argos Mid Market.

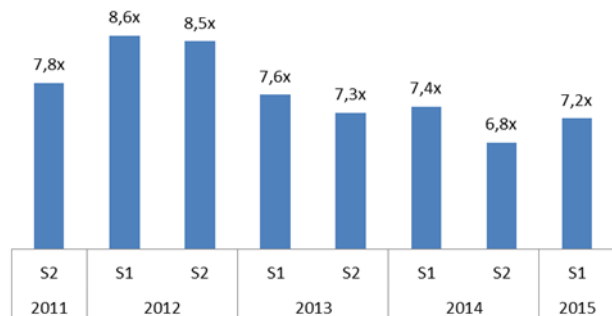
- La valorisation des moyennes entreprises françaises ne bénéficie pas du contexte financier très favorable (politique monétaire, taux d'intérêt, taux de change, cours du pétrole), qui soutient la hausse des multiples européens depuis deux ans.

## 2. Évolution de l'activité M&A / LBO

- Mesure de l'évolution de l'activité M&A (acquisitions majoritaires, LBO) des Moyennes Entreprises françaises, en volume et valeur – Graphe 3. Avec une cinquantaine d'opérations, l'activité M&A des ME s'est stabilisée au 1er semestre 2015 – à un niveau cependant très faible. Le mid market français est resté largement à l'écart de la reprise du M&A mondial.

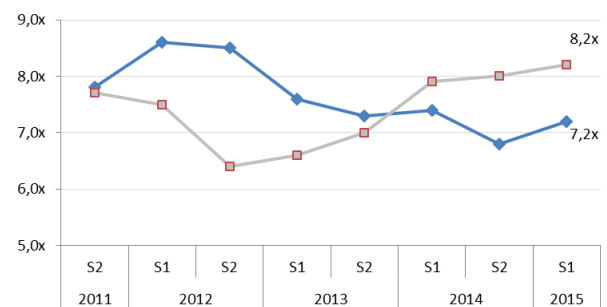
- La période d'instabilité réglementaire et fiscale entre 2012 et 2014 a marqué durablement la confiance des acheteurs et, conjuguée à la stagnation de l'économie française, continue de peser sur l'activité comme sur les prix des Moyennes Entreprises.

Graphe 1 - Evolution du prix d'achat des M.E. françaises  
Médiane, VE/EBITDA historique, 12m glissants



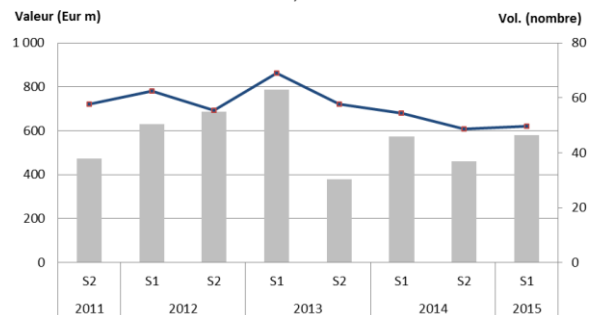
Source: Epsilon Research / EMAT

Graphe 2 - Evolution comparative des prix - France / Zone Euro  
Médiane, VE/EBITDA historique



Source: Epsilon Research — Multiple Moyennes Entr. France — Indice Argos Mid Market (zone euro), recalculé sur 12m glissants

Evolution du marché des acquisitions de Moyennes Entreprises  
France, 15-50m€ VFP



Source: Epsilon Research / EMAT, Experian Corffin — Valeur (e) des transactions renseignées (Eur m) — Nombre (e) de transactions

### Méthodologie

#### 1. Evolution des prix

Echantillon: acquisitions majoritaires (M&A, LBO) de PME françaises, tous secteurs, 15-50m€ de valeur des fonds propres (VFP)  
L'échantillon retenu représente ~1/4 des transactions du marché  
Multiple: Valeur d'Entreprise (VE)/EBITDA historique médian sur 12 mois glissants  
Source: base EMAT d'Epsilon Research

#### 2. Evolution de l'activité M&A / LBO

Périmètre: acqu. majoritaires, cibles: PME françaises, 15-50m€ VFP  
Activité en valeur: valeur cumulée des deals déclarés / en volume: estimée (ME comptabilisées + part estimée des deals sans prix)

### Informations complémentaires (en ligne):

[www.epsilon-research.com/Market/CNCC](http://www.epsilon-research.com/Market/CNCC)

Historique de l'évolution des multiples, et de l'activité du marché M&A /LBO  
Liste des transactions M&A sous-jacentes  
Statistiques de l'échantillon  
Méthodologie détaillée

> Accès réservé aux membres de la CNCC et à nos lecteurs



## OBSERVATOIRE DE LA VALEUR DES MOYENNES ENTREPRISES

### 3. Structure du marché et typologie des acquéreurs

**Évolution de la répartition des acquéreurs de Moyennes Entreprises françaises par type (industriels vs. financiers), nationalité (français vs. étrangers) ou selon leur actionnariat (cotés vs. privés).**

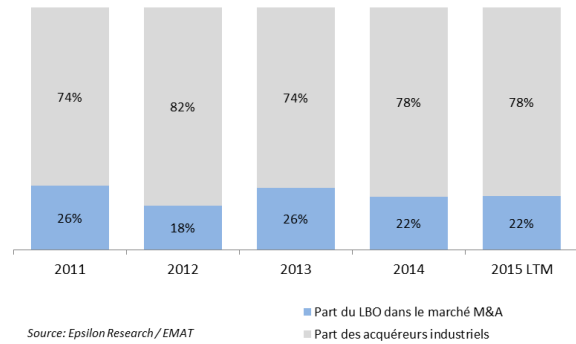
- Le marché du capital-transmission se contracte : le nombre de LBO a baissé d'un tiers au cours des 12 derniers mois par rapport à 2013, et représente 22% des acquisitions de ME françaises, en deçà de son niveau des dix dernières années (24% sur 2003-2013). La concurrence s'est en effet renforcée avec les industriels pour les plus beaux dossiers.
- Pour autant, les acquéreurs industriels ne sont pas beaucoup plus actifs. Le volume d'activité s'est stabilisé par rapports à 2014, et le retrait des acquéreurs étrangers se confirme : ils ont représenté 38% des industriels, avec deux fois moins d'opérations qu'en 2013. Les acquéreurs européens se sont effacés (moins de 30% des deals), au bénéfice des nord-américains (60%) qui ont bénéficié de la baisse de l'Euro.

### 4. Impact des marchés action / PME-ETI

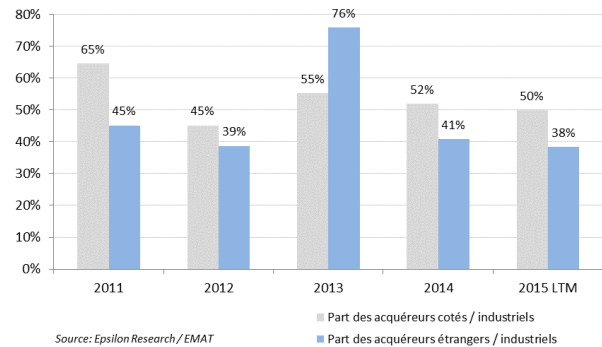
**Suivi de l'indice et de l'activité d'Alternext, afin de pouvoir comparer l'évolution des prix des PME cotées et non cotées.**

- La reprise des marchés actions au 1er semestre (+16% sur Alternext) n'a pas eu d'impact sur les valorisations des ME françaises, bien que la part d'acquéreurs cotés parmi les industriels soit restée élevée (50%).

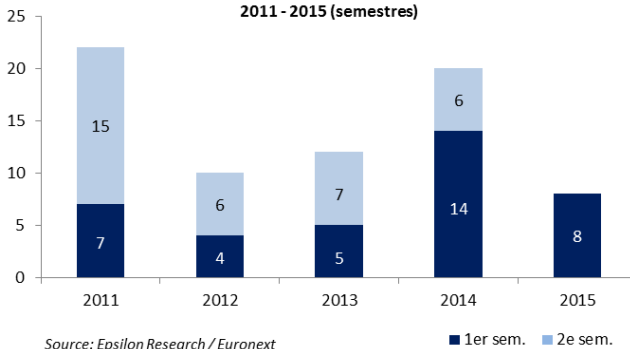
Graphe 4 - Structure du marché M&A (Moyennes Entr.)  
Acquéreurs industriels / LBOs



Graphe 5 - Structure du marché M&A (Moyennes Entr.)  
Part des acquéreurs cotés / étrangers parmi les acquéreurs industriels



Graphe 6 - Nombre d'introductions sur Alternext Paris,  
2011 - 2015 (semestres)



Graphe 7 - Alternext All-Share Index, 2011 - S1 2015



#### Méthodologie

Typologie des acquéreurs sur la base des transactions recensées dans la base EMAT d'Epsilon Research  
Nombre d'introductions sur Alternext comptabilisées par Epsilon, sur la base des informations données sur le site d'Euronext

#### Indicateur & informations complémentaires (en ligne):

> Disponibles gratuitement pour les membres CNCC, à partir d'un compte propre qu'ils peuvent se créer sur : [www.epsilon-research.com/Market/CNCC](http://www.epsilon-research.com/Market/CNCC)  
> Code à entrer lors de l'inscription : CNCC2014



# L'évaluation des start-up : difficultés et précautions

PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG



*Les avancées technologiques de ce début de millénaire ont fait naître des sociétés nouvelles sur des créneaux ou segments de marché inexistant auparavant. Nécessitant parfois des ressources financières importantes ces sociétés innovantes ont fréquemment sollicité des fonds d'investissement en vue d'accroître leurs capitaux propres, posant ainsi très concrètement la difficile question de leur évaluation. On aimerait aborder ici cette question.*

## 1 – La difficulté d'application des méthodes traditionnelles

La nouveauté du produit ou du service réalisé par la start-up, l'inexistence a priori d'un marché, que l'on doit au contraire construire au fil du temps, emportent les conséquences suivantes :

- l'impossibilité de trouver des multiples,
- la difficulté d'asseoir des prévisions de *cash flow* de moyen ou de long terme,
- l'impossibilité de mesurer l'incertitude entachant ces prévisions de *cash flow*, c'est-à-dire le risque de la société, et, en conséquence, de déterminer un taux d'actualisation.

On le voit, on est dans l'impossibilité d'appliquer sans aménagement les méthodes phares que sont les DCF ou les multiples.

## 2 – Une démarche alternative

Une méthode alternative consiste à substituer au projet initial de valorisation de la société une démarche plus volontariste se rapprochant du contrôle de gestion où l'on se fixera un objectif en tentant de contrôler les moyens permettant de l'atteindre. Dans cette optique, l'investisseur se donne une rentabilité et une valeur de sortie souhaitées compte tenu de l'investissement qu'il compte réaliser ; il retiendra à cet effet des multiples généralement compris entre 3 et 10 selon qu'il fait partie ou non des investisseurs de premier tour. Le choix de ce multiple est bien sûr déterminant. Il en déduit le *cash flow* désiré en fin de période. Ce *cash flow*-cible étant déterminé, l'investisseur est à même de construire



un plan d'affaires et d'y intégrer éventuellement tous les appels de fonds (aux effets dilutifs) nécessités par la croissance de la société. Il ne lui restera plus qu'à s'interroger sur la viabilité du plan d'affaires ainsi obtenu. Cette démarche n'a bien sûr de sens que si l'investisseur dispose de quelques moyens d'imposer ses vues quant à l'évolution de la société. Il s'agit donc d'une démarche d'investisseur majoritaire (même s'il s'agit de majorité relative) ou tout au moins d'investisseur important.

L'élément essentiel de cette démarche est le choix du multiple. Il est conseillé de s'inspirer des multiples de transactions récentes (moins d'un an) et en partie comparables à celle étudiée. Plusieurs éléments sont essentiels dans le choix de ce multiple.

Tout d'abord, la nouveauté du projet. Est-il vraiment en rupture avec l'existant ? S'agit-il d'un changement dans les habitudes de consommation ou dans les techniques de production ? Le nouveau bien (ou service) va-t-il se substituer à des prestations préexistantes ou devra-t-il créer sa propre demande ? Les techniques de production sont-elles protégées par des brevets ?



## L'évaluation des start-up : difficultés et précaution PAR LE PROFESSEUR PH. RAIMBOURG

À côté des techniques, il y a bien sûr les hommes et les femmes qui, pour une entreprise dont les processus de production et de vente ne sont pas encore pleinement définis, sont déterminants. Les principaux managers ont-ils une expérience en matière de création de société ? S'agit-il de *serial* entrepreneurs ? Quelles ont été leurs performances passées ? Ont-ils tenu leur plan stratégique ? Quelles erreurs ont-ils commises ?

Le modèle économique est bien sûr essentiel. La rencontre des techniques et des hommes est-elle à l'origine d'un modèle économique viable ? Le projet est-il créateur de valeur pour les actionnaires ? Peut-on espérer une certaine pérennité des taux de marge, ou au contraire la concurrence risque-t-elle de nous contraindre à diminuer nos prix de vente ?

Les perspectives de sortie doivent aussi être prises en compte. Peut-on identifier dès aujourd'hui des entreprises qui seraient intéressées par racheter la nôtre ? Comment s'insérerait notre activité dans celle de ce repreneur ? Peut-on en inférer des multiples de valorisation de sortie ?

Enfin, les capacités de l'investisseur doivent aussi être considérées. Un tour de table pour une jeune société n'est pas une simple opération financière, c'est aussi une opération stratégique. L'investisseur, outre sa compétence, apportera en effet ses réseaux et sa réputation.

### 3 – Des mécanismes correcteurs.

Malgré cette tentative de rationalisation, la détermination d'un prix d'entrée demeure un exercice périlleux qui expose l'initiateur à des déconvenues. Il paraît alors raisonnable de mettre en place *ab initio* des mécanismes auto-correcteurs ayant pour objectif de limiter l'impact des erreurs de valorisation et des divergences de point de vue entre parties prenantes. Prenons quelques exemples.

Supposons que des investisseurs de premier ou second tour aient des perspectives moins optimistes que les associés-fondateurs et n'acceptent pas les primes d'émission demandées par ces derniers pour leur donner accès au capital. Une solution envisageable consiste à réaliser l'augmentation de capital à des valeurs proches de celles proposées par les investisseurs tout en octroyant aux associés-fondateurs un nombre suffisant de BSPCE au prix d'exercice tel qu'ils leurs permettent de récupérer la création de valeur en excès par rapport aux objectifs des investisseurs.

A l'inverse, si les associés-fondateurs ne souhaitent pas être trop dilués et préfèrent émettre un nombre restreint d'actions au prix relativement élevé, ils pourront rendre leur offre acceptable en diminuant le

risque des investisseurs et en leur proposant d'autres produits financiers autorisant néanmoins un accès au capital. Il pourra s'agir d'actions de préférence bénéficiant d'une priorité de rémunération en cas de cession de la société, ou encore d'obligations convertibles à coupons capitalisés (convertibles PIK) permettant au porteur de bénéficier à terme d'une rémunération conséquente en cas de non-conversion ainsi que d'accéder aux plus-values en capital si l'évolution de la société est exceptionnelle (et ce malgré le faible effet dilutif des convertibles).

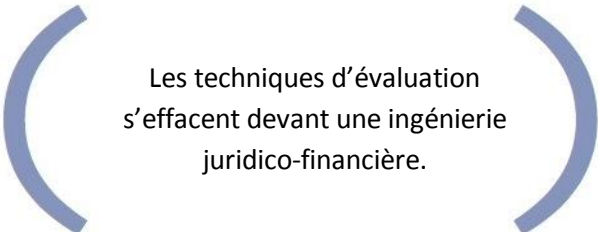
La mise en place dès l'origine de *BSA full ratchet* en faveur des associés-fondateurs permettra en outre de leur éviter d'être dilués si un tour de financement s'effectue à des prix de cession trop faibles et de conserver tout leur poids dans le capital de la société.

Les outils de régulation des droits de vote sont tout aussi nombreux que ceux relatifs au droit aux bénéfices. Les actions à droit de vote double, les actions de préférence, les obligations convertibles ou remboursables en actions offrent des spécificités intéressantes. Par ailleurs, des pactes d'actionnaires pourront organiser les votes de la collectivité des détenteurs d'actions.

Ainsi, face à la difficulté d'établir la juste valeur d'une société innovante, les investisseurs mettent en place des dispositifs juridico-financiers destinés à protéger tant leurs droits de vote que leurs droits financiers. Des mécanismes auto-correcteurs sont ainsi prévus dès l'origine, et de leur capacité à faire face à des situations aussi diverses qu'imprévues dépendra la viabilité de la démarche d'investissement : les techniques d'évaluation s'effacent devant une ingénierie juridico-financière.

> Ph. Raimbourg  
Université Panthéon-Sorbonne  
et ESCP Europe.

Retrouvez nos conférences sur :  
[www.ingefi.academy](http://www.ingefi.academy).



Les techniques d'évaluation  
s'effacent devant une ingénierie  
juridico-financière.



16, avenue de Messine  
75008 Paris  
Tel. +33 1 44 77 82 82  
Fax +33 1 44 77 82 28

[www.cncc.fr](http://www.cncc.fr)