

# REMERCIEMENTS

Bien que le travail d'écriture soit très souvent un travail solitaire, un livre est un projet collectif, l'aboutissement d'un cheminement fait de rencontres. Le mien ne fait pas exception à la règle et je me dois de remercier ici et maintenant ceux qui ont contribué à faire de moi le financier que je suis maintenant et ceux qui m'ont offert l'opportunité d'écrire cet ouvrage qui, je l'espère, vous plaira.

Commençons par les premiers. Une reconnaissance infinie à mes professeurs – du lycée au doctorat à l'École Polytechnique – en citant notamment mon professeur d'optique au lycée M. Jean Augereau ou encore mes tuteurs de thèse de physique M. Aurélien Houard et M. André Mysyrowicz. Être un bon physicien m'a permis d'être un bon financier en combinant la rigueur des mathématiques au pragmatisme de la physique. Un énorme merci à ceux qui m'ont mis le pied à l'étrier en *quantitative finance* (finance de marché sur les produits dérivés) et qui sont très majoritairement Outre-Manche et Outre-Atlantique (Paul Wilmott, Daniel Duffy, Barbara Mack ou encore le très regretté Peter Carr). Pour la finance d'entreprise, le M&A et le *private equity*, la liste serait trop longue pour être exhaustive. J'ai une pensée particulière pour Pascal Quiry (notre maître à tous), Patrick Legland (mon professeur de M&A à HEC) et bien évidemment Olivier Meier, mon co-auteur pour le présent ouvrage. Un remerciement spécial à Jean Montagne, car le chapitre de la partie stratégie est le fruit de nos nombreux débats stratégiques !

Une infinie reconnaissance aux centaines d'étudiants de l'École Polytechnique, de l'ESSEC et – dans une moindre mesure – d'HEC Paris que j'ai eu la chance d'encadrer et qui sont maintenant des professionnels de talent. La même reconnaissance va aux centaines de professionnels que j'ai pu former en banque de financement ou banque d'investissement par le biais de First Finance. J'ai la chance extraordinaire de croiser beaucoup de monde et ces interactions ont toujours été plus qu'enrichissantes.

Une grande reconnaissance à Gaël Letranchant pour la confiance pour ce premier livre d'une collection qui, j'espère, apportera aux professionnels, aux étudiants et aux curieux de l'investissement en *private equity* des réponses aux questions qu'ils pourraient se poser.

Enfin un énorme merci à ma famille, notamment mon épouse Vinciane et mes deux filles, Gabrielle et Diane. Le temps consacré à l'écriture de ce livre est du temps que je n'ai pas passé avec elles.

Enfin merci à vous qui lisez ces lignes. Ce livre est pour vous.

# INTRODUCTION

Vous êtes un chef d'entreprise et vous vous posez la question de vendre votre entreprise. L'une des interrogations fondamentales qui vous taraude est la suivante : « Combien vais-je pouvoir vendre mon entreprise ? » Vous êtes peut-être un expert-comptable ou un commissaire aux comptes accompagnant votre client PME et vous aimeriez l'aider sur la problématique précédemment annoncée. Vous êtes un analyste ou un *associate* dans une boutique M&A, dans une banque d'affaires, dans un cabinet de conseil en *corporate finance* ou dans un fonds de *private equity* et vous voulez juste avoir un rafraîchissement sur les méthodes de valorisation afin d'être le plus rigoureux possible dans votre process. Enfin, vous êtes peut-être tout simplement un étudiant en école de commerce ou en école d'ingénieur, voire un curieux (et c'est votre droit !), désireux de découvrir l'envers du décor sur la détermination de la valeur d'un actif.

Ce petit livre XXL est fait pour vous. « Petit » car l'objectif n'est pas de donner une encyclopédie académique sur le sujet mais une « boîte à outils ». La raison d'être de ce livre est simplement de vous expliquer comment un professionnel de la finance (banquier d'affaires ou gérant de fonds de *private equity*) procède. Il est fort probable qu'à la fin de la lecture de ce livre vous soyez en mesure de faire la valorisation de votre propre entreprise tout seul. Cela vous aidera à négocier des meilleurs *deals* et aussi à mieux interagir avec vos interlocuteurs financiers. Pourquoi « XXL » ? Car une bonne boîte à outils est une boîte à outils complète. Nous aborderons les différentes étapes de la valorisation de l'entreprise. Le process débute par l'analyse stratégique

et l'analyse financière de la société et sert de « cadre » à toute la valorisation. Nous verrons ensuite en pratique les différentes techniques mises en œuvre comme le « *discounted cash flow* », les comparables boursiers, les transactions précédentes, la méthode de l'actif net réévalué (très prisée par les PME), encore la méthode du « *LBO model* » (méthode reine pour un fonds de *private equity*), la méthode *venture capital* pour les *start-up* ou encore la valorisation d'entreprise en « situation spéciale » (mot poli bancaire pour dire en détresse financière !). Enfin, afin de conclure, un petit chapitre sur un sujet complexe : la négociation de *deal*.

Le livre se focalise sur des entreprises de la petite PME au grand groupe international, bien que le cœur de cible soit la grosse PME/ETI.

Cet ouvrage est, comme beaucoup d'opportunités business en finance d'ailleurs, issu d'une rencontre improbable. Rencontre entre un professeur reconnu, enseignant chercheur et expert académique en stratégie, et un professeur en grandes écoles, praticien de la finance et formateur/coach de banquier/banquier d'affaires. Ainsi, ce livre sera une « boîte à outils » pratique mais avec néanmoins des bases théoriques solides. Nous sommes dans l'alliance du « stratégiste » (celui qui analyse les grandes batailles pour découvrir les bonnes pratiques) et du « stratège » (celui qui est actuellement dans la bataille et doit commander les manœuvres).

Comment est organisé le livre ? Il est divisé en chapitres courts, pouvant être consultés de manière indépendante. Chaque chapitre est agrémenté de tableaux et de schémas pour illustrer le propos. Il y a aussi des équations et des calculs car en finance les chiffres valent tous les longs discours. De plus, toujours dans une logique de concision, chaque chapitre est clôturé par une *checklist* listant les « points essentiels à ne pas manquer ». Enfin, dernier point important, ce livre est écrit avec un point de vue « acheteur de fonds de *private equity* ». Pourquoi ce choix ? Déjà parce que les acteurs du *private equity* sont des acheteurs massifs de PME/ETI. D'autre part car, étant des professionnels de la finance, leur processus de valorisation est en général extrêmement rigoureux.

La valorisation d'entreprise est un art, une technique et une science.

Déjà un art. L'un des auteurs est professeur à Polytechnique et il arrive régulièrement qu'un élève ingénieur (et donc bien cartésien) pose la question fatidique : « Monsieur, quelle est la VRAIE valeur de cette société ? », comme s'il y avait une valeur totalement intrinsèque inscrite sur des « tablettes de la loi de la haute finance ». Malheureusement, ce n'est pas le cas et alors que nous aimerions répondre à nos élèves « Bien sûr, c'est 358,923 M€ ! », la réponse est en général beaucoup plus nuancée : « Alors difficile à dire de manière

précise, on ne peut donner qu'une fourchette. » La vérité est que toutes les méthodes que vous verrez dans ce livre ont deux objectifs : vous aider à négocier le prix (surtout quand on est vendeur) et s'assurer que l'on réalise un bon investissement (quand on est acheteur). Alors que le prix est une donnée chiffrée (écrite sur le protocole d'accord de cession), la valeur est un concept beaucoup plus flou et subjectif. Comme dirait Warren Buffett : « *Price is what you pay, value is what you get!* » Veillez surtout à ne pas confondre les deux. Comme échangé un jour avec un banquier d'affaires marseillais lors d'une discussion un peu âpre : « Ce n'est pas parce que vous voulez me vendre votre Twingo le prix d'une Ferrari qu'elle fera du 250 km/h sur circuit. »

Ensuite une technique. Car même si la valorisation d'entreprise n'est pas une « science dure », ce n'est pas non plus du « doigt mouillé » totalement empirique et il faut notamment se méfier de la moyenne. Prenons un exemple concret. Votre entreprise est dans le secteur des logiciels et services avec une forte croissance du chiffre d'affaires, une rentabilité supérieure à la moyenne du secteur, une propriété intellectuelle solide et différenciante par rapport à la concurrence et surtout une base client diversifiée et stable. Votre entreprise génère l'année de sa vente un résultat d'exploitation comptable de 2 M€. Imaginons que l'acheteur vous dise : « Alors, dans votre secteur, le comparable boursier EV/EBIT d'une société à 1 M€ d'EBIT est à 5,49x et en prenant une décote de liquidité à 20 % qui est la moyenne de toutes sociétés confondues et bien on arrive à une valeur d'entreprise de 8,78 M€. Vous êtes d'accord avec cela ou pas ? » Après la lecture du livre, vous pourrez donner la réponse suivante : « Alors post acquisition, l'EBIT retraité notamment de ma rémunération et des *management fees* de ma *holding* personnelle sera de 2,5 M€. De plus, vous m'indiquez un multiple de 5,49 fois l'EBIT pour un EBIT de 1 M€ ; dans la même base de données de comparable boursier, pour un EBIT de 2,5 M€, j'ai un multiple EV/EBIT de 5,82x. Enfin, comme vous l'avez vous-même admis, mon entreprise a un profil supérieur à la moyenne et donc le multiple doit être ajusté à la hausse. Je propose une réévaluation du multiple à 15 % de plus soit 6,69 fois l'EBIT. Vous avez raison d'appliquer une décote de liquidité, néanmoins étant donné que je suis en discussion avancée avec deux autres acheteurs potentiels, je trouve que 20 % est sévère. Je propose de réduire à 10 % cette décote. De plus, le potentiel de synergie avec votre entreprise est très grand et je demande donc une rétrocession partielle de ces synergies à travers une prime de contrôle de 20 %. Ainsi, pour moi, la valeur d'entreprise est de 18,1 M€, très loin des 8,78 M€ que vous proposez. » Une valorisation bien documentée et des discussions avec plusieurs acheteurs sont des arguments de poids pour augmenter le prix. Ainsi, même dans une optique de « couper la poire en deux », où l'acheteur vous propose

13,45 M€ (la moyenne entre les deux estimations), vous partez avec 4,67 M€ en plus !

Enfin, une science quelque peu car les techniques de valorisation sont aussi basées sur de la recherche académique, recherche d'ailleurs plutôt ancienne et éprouvée. Alors, oui la valorisation d'entreprise est très loin d'être de la physique avec ses équations immuables, mais néanmoins il y a des bases théoriques servant de fondations aux modèles et des équations qui, même si elles n'ont pas valeur de « vérités absolues », sont utilisées quotidiennement par les professionnels de l'industrie et donc ces modèles, quoique imparfaits, sont devenus ainsi des standards de marché.

Maintenant il est temps de décrire le plan du livre avant que vous ne vous plongiez dedans. On commence par le chapitre sur l'analyse stratégique et l'analyse financière de l'entreprise. Vous apprendrez comment on analyse l'environnement et le secteur d'une entreprise, comment on juge de la qualité de son équipe de direction, comment on juge de la pertinence de sa stratégie et enfin comment on porte un regard critique sur l'organisation de l'entreprise dans l'exécution de sa stratégie. Vient ensuite la partie analyse financière avec un focus sur les points comptables critiques à analyser finement avant de « dérouler » l'analyse financière à proprement parler. Le plan d'analyse financière est issu de la méthodologie enseignée à HEC et peut être appliqué à de très nombreux secteurs d'activité. L'objectif de l'analyse financière est de bien faire le lien entre la stratégie/l'organisation et la performance financière, afin d'une part de faire des projections financières fiables et d'autre part d'avoir une « *equity story* » (le discours que vous allez faire aux acheteurs) crédible.

Le deuxième chapitre traite de la méthode DCF en essayant de démystifier cette dernière. Nous parlerons de comment faire un *business plan* réaliste et crédible, du choix difficile du taux d'actualisation et enfin du calcul de la valeur terminale.

Le troisième chapitre traite des comparables boursiers. On parlera du choix des comparables évidemment mais aussi des différents « retraitements » usuels sur l'EBITDA, des différentes décotes à appliquer pour valoriser votre PME non cotée. On reste ensuite sur les comparables mais les comparables de transactions précédentes. Encore une fois, on parlera de choix de transactions précédentes mais aussi de la notion de prime de contrôle et de décote de minoritaire.

Le quatrième chapitre traite des méthodes alternatives. Vous verrez ainsi la notion d'actif net réévalué, la méthode reine pour le dirigeant de PME (et secondaire pour bien des financiers professionnels). L'idée est de bien

comprendre la méthode et de bien appréhender les réévaluations d'actifs, notamment les immobilisations incorporelles (comme le fameux « fonds de commerce »).

La deuxième méthode alternative est le modèle LBO. Cette technique est le juge de paix quand l'acheteur est un fonds d'investissement. L'idée est très simple. Un fonds d'investissement est un professionnel financier qui achète votre entreprise pour la revendre environ cinq ans plus tard en ayant fait une plus-value. Le modèle LBO permet de répondre à la question : « Pour avoir mon retour sur investissement minimum sur cinq ans étant donné le *business plan* et le financement du *deal*, quel est le prix maximum que je devrais payer pour cette entreprise ? »

La troisième méthode alternative est la méthode *venture capital*, méthode dont l'objectif est de mettre un peu de rigueur dans la valorisation d'un animal complexe : la *start-up*.

Et pour terminer, la quatrième méthode concerne les ajustements à faire quand la cible à valoriser est en difficulté et que le risque de faillite est non nul.

Enfin, l'ultime chapitre traite de la « négociation de *deal* ». Vous arrivez à une estimation de la « valeur » de votre entreprise mais ce qui vous intéresse c'est le prix sur le contrat. Nous vous montrerons les points les plus importants à négocier dans une approche globale (*spoiler alert* : il y a bien plus que le prix à négocier !). Et enfin, le chapitre se conclura avec quelques « tactiques » de négociation permettant notamment de faire jouer la concurrence tout en évitant le « bras de fer ».

Maintenant que nous vous avons présenté les différentes étapes du voyage, il ne reste plus qu'à se mettre en route. Attachez vos ceintures et bonne lecture !