

# Les résultats 2019 de l'Observatoire de la CCEF sur la valorisation des PME

PAR MICHEL TERNISIEN, ÉCONOMISTE, MEMBRE DU COLLÈGE DES EXPERTS EN ÉVALUATION D'ENTREPRISES DE LA CCEF.

*La Compagnie des conseils et experts financiers (CCEF) a rendu publics, pour la 3<sup>e</sup> année consécutive, les résultats de son « Observatoire des valorisations » permettant la détermination des taux d'actualisation et des multiples de valorisation applicables aux PME non cotées*

(Convergence, hors-série 5 « Observatoire des valorisations 2019 »).

*Deux points méritent d'être soulignés dans cette nouvelle mouture :*

– *la méthodologie de calcul des taux et multiples a subi un certain nombre d'évolutions que nous analysons ;*

– *nous tirons ensuite les principaux enseignements de cette étude sur la valorisation des entreprises de petite et moyenne tailles qui ne font pas appel au financement par les marchés financiers, avec un exemple à l'appui.*

## UNE MÉTHODOLOGIE EN ÉVOLUTION

### La démarche de base

Rappelons brièvement la méthodologie suivie par l'étude de la CCEF depuis ses débuts. Elle se déploie en deux temps successifs :

– dans un premier temps, on prend appui sur les données provenant de sociétés cotées sur les marchés financiers. Lors de cette étape, la pertinence des données recueillies repose sur la notion centrale de « liquidité » des titres ;

– dans un second temps, on introduit dans les taux et multiples précédemment obtenus une variable supplémentaire, exprimée en taux, qui mesure le risque lié uniquement à la taille de l'entreprise. Plus l'entreprise prend de l'importance en taille, plus la prime de taille s'amenuise.

À partir de ces deux étapes, il est possible d'obtenir des taux d'actualisation et des multiples de valorisation applicables aux PME et de faire res-

sortir le taux de décote entre une société cotée et une société non cotée du même secteur d'activité (voir RF Comptable 461, juin 2018, dossier « Valoriser l'entreprise par les DCF » et 467, janvier 2019, dossier « La valorisation des entreprises par les multiples »).

### Une définition plus précise de la notion de « liquidité » des actions

L'une des évolutions les plus importantes opérées sur la méthodologie de la Compagnie concerne la définition qu'il convient de donner à la notion de « liquidité » des actions. En effet, pour calculer un taux d'actualisation, les professionnels ont recours au modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF), qui est en quelque sorte la base doctrinale de la plupart des professionnels de la finance.

Or, ce modèle, qui permet de calculer ce que l'on appelle le « coût du capital » ou le « coût du financement en fonds propres », repose sur un certain nombre d'hypothèses dont la plus importante est la liquidité des titres. Cette dernière notion

exprime la possibilité pour un investisseur de se dessaisir à tout moment de sa position en vendant ses actions ou en achetant d'autres actions.

Le groupe de travail de la Compagnie a enrichi le repérage d'un titre liquide, en émettant les trois conditions cumulatives suivantes.

**1<sup>re</sup> condition : le flottant** – Le flottant correspond à la part du capital susceptible d'être effectivement échangée en bourse. Il est souvent exprimé en pourcentage de la capitalisation boursière. Le groupe de travail a estimé que le flottant minimum était de 50 %.

**REMARQUE** Ce critère est le fruit d'une observation empirique. On note le plus souvent qu'une entreprise cotée dont le flottant est faible a généralement des titres faiblement négociables.

**2<sup>e</sup> condition : le différentiel entre le prix demandé et le prix offert** – Le différentiel entre le prix demandé et le prix offert est que l'on appelle en jargon boursier le « Bid-Ask Spread ». Le bid-ask spread désigne l'écart de prix entre :  
– le « bid » qui représente le prix que l'animateur de marché est disposé à déboursier pour acquérir un titre ;  
– et le « ask » qui représente le prix auquel l'animateur de marché décide de vendre le titre.

Cet écart est mesuré par la CCEF sur 5 jours consécutifs de transactions avec un différentiel de prix fixé à un seuil inférieur à 0,1 %.

**REMARQUE** En quoi cet indicateur est-il le reflet de la liquidité d'un titre ? Dans les faits, le faible écart entre le prix offert et le prix demandé est un indice, parmi d'autres, qui permet de mesurer le niveau d'animation du marché et donc sa liquidité. Le fait de le mesurer sur 5 jours consécutifs conforte l'idée que le titre est liquide ou non.

**3<sup>e</sup> condition : le nombre de jours de transactions sur une année boursière** – Le critère du nombre de jours de transactions sur une année boursière montre si le titre est acheté ou vendu sur un grand nombre de jours boursiers. Il a été fixé par la CCEF à un minimum de 235 jours de transactions consécutives sur l'année.

**REMARQUE** Ce critère est le plus explicite. Le nombre de jours où le titre est acheté ou vendu est un indicateur de son degré de négociabilité sur les marchés financiers.

**Si ces 3 conditions sont réunies de manière cumulative, alors l'action d'une société prise en particulier est considérée comme étant liquide.**

### La prime de taille a été ajustée pour l'année 2019

La fonction mathématique qui permet de déterminer, pour les PME non cotées, la prime de taille qui s'ajoute au coût du financement en fonds propres (ou « coût du capital ») a été ajustée pour tenir compte des données financières disponibles à la fin de l'année 2018.

**Cette fonction, mise à jour, permet ainsi de calculer un coût des fonds propres qui tient compte de deux risques majeurs pour la PME : le risque de non-négoiability de ses titres, d'une part, et le risque inhérent à la taille de l'entreprise, d'autre part.**

Nous donnons ci-dessous pour les lecteurs de RF Comptable quelques valeurs de cette prime de taille en fonction du niveau moyen d'EBITDA (exprimé en M€).

#### Taux additionnel au « coût du capital » pour des PME non cotées

EBITDA (M€)	0,5	1	5	10	20
Taux additionnel (%)	5,9%	5,3%	4,0%	3,5%	2,9%

#### EXEMPLE

Ainsi, pour une PME ayant 5 M€ d'EBITDA en moyenne sur les trois dernières années, le taux additionnel est de 4 %.

### Mise en avant d'un nouveau multiple de valorisation : le multiple d'EBIT

Le groupe de travail de la CCEF avait jusqu'alors considéré l'EBITDA comme l'indicateur de référence. Toutefois, avec l'entrée en vigueur, à partir de 2019, de la norme IFRS 16 sur les contrats de location, l'EBITDA d'un grand nombre de sociétés risque de perdre une partie de sa pertinence au profit d'un autre indicateur, l'EBIT.

**RAPPEL** IFRS 16 impose de traiter sur le plan comptable tous les contrats de location suivant un modèle unique qui consiste à enregistrer :

— au passif, l'obligation locative égale à la somme des paiements futurs actualisés ;

— et à l'actif, un droit d'utilisation, ce dernier étant amorti sur la durée du contrat de location. Cette durée prend en considération la période optionnelle lorsqu'il est raisonnablement certain que l'option sera exercée.

L'Observatoire des valorisations de la CCEF a donc pris la décision de publier, pour 2019, les multiples d'EBIT en plus des multiples d'EBITDA, avec l'idée sous-jacente que la première information sera probablement, à terme, la plus pertinente.

### EXEMPLE

Nous donnons ci-dessous quelques valeurs des multiples moyens d'EBIT et d'EBITDA en fonction de la taille de l'entreprise et tous secteurs confondus.

Évolution des multiples d'EBITDA et d'EBIT en fonction de la taille pour des sociétés non cotées					
EBITDA (M€)	0,5	1	5	10	20
Multiple moyen d'EBITDA	4,9	5,1	5,9	6,2	6,6
EBIT (M€)	0,5	1	5	10	20
Multiple moyen d'EBIT	7,4	7,7	8,8	9,4	10

## QUELS ENSEIGNEMENTS TIRER DE CETTE ÉTUDE ?

L'étude élaborée par la CCEF fait ressortir un certain nombre d'enseignements.

### Concernant le coût du capital des sociétés cotées

Tout d'abord, le coût du capital a été fixé pour 2019 à 8,68 % pour un coefficient bêta (volatilité des actions) de 1. Cette donnée concerne le marché financier français dans son ensemble. Elle correspond à des sociétés cotées de grande taille dont les titres sont liquides et qui ne dépendent pas d'un secteur d'activité en particulier. Que penser de ce taux ?

Il est d'un niveau élevé, alors que le taux sans risque n'est en France que de 0,78 %. Cela signifie que la prime moyenne de risque du marché des actions est de 7,90 % (8,68 % - 0,78 %).

C'est cette prime qui est importante. Elle est le reflet d'un pays (la France) où les risques (tout au moins leur perception) demeurent élevés (chômage important, dette publique non maîtrisée, inflation supérieure à 2 %...).

### Concernant le passage des sociétés cotées aux sociétés non cotées

Le taux de 8,68 % est le point de départ pour la détermination du coût du capital des sociétés non cotées. Comment passer de l'un à l'autre ?

### EXEMPLE

Soit une PME informatique LCD dont le métier est l'infogérance du parc informatique de petites entreprises. Les contrats qu'elle conclut sont de longue durée.

Elle réalise un chiffre d'affaires de 5 M€ pour un EBITDA de 1 M€, un résultat net de 0,6 M€ et des capitaux propres comptables de 1,5 M€.

L'entreprise LCD n'est pas endettée. Quel est le coût du capital de cette société ?

Par ailleurs, la croissance à long terme du secteur est légèrement supérieure à celle du PIB de la France, soit 2 %. Quel est le multiple de valorisation de LCD ?

Le secteur d'activité de LCD est celui de la « Technologie ». La volatilité à dette nulle des actions de ce secteur est de 1,09. L'entreprise n'étant pas endettée, le bêta corrigé de la dette est le même. Le coût du capital est donc de :

$$0,78\% + 1,09 \times 7,90\% = 9,39\%$$

Cette donnée ne prend pas en compte la prime de taille. L'EBITDA de LCD est de 1 M€ et le taux additionnel de 5,3 % (voir tableau ci-avant).

Le coût du capital de LCD est donc de :

$$9,39\% + 5,3\% = 14,7\%$$

Avec une croissance de 2 % à long terme, le multiple du résultat net (PER) peut être estimé à :

$$\text{PER} = \frac{1}{14,7\% - 2\%} = 7,9 \text{ fois le résultat net.}$$

Ceci valorise les capitaux propres en valeurs de marché à 0,6 M€ × 7,9 = 4,7 M€ pour des capitaux propres en valeurs comptables de 1,5 M€, soit un multiple de 4,7 M€ / 1,5 M€ = 3,1 fois.

On voit, à travers cet exemple, tout l'intérêt du travail de l'Observatoire publié par la Compagnie. Il constitue une aide aux professionnels dont le

métier est de valoriser des entreprises de petite ou de moyenne taille et qui n'ont pas accès au marché financier.

## L'essentiel

- ▶ Pour cerner au plus près la notion de négociabilité des titres, 3 conditions cumulatives chiffrées sont définies par la CCEF.
- ▶ La prime de taille (taux additionnel au coût des fonds propres selon le MEDAF) a été ajustée pour 2019.
- ▶ En plus des multiples d'EBITDA, l'Observatoire publie cette année les valeurs d'un nouveau multiple de valorisation, le multiple d'EBIT.