

Convergence

Février 2018

HORS-SÉRIE - N°3
(Vendu seul)

TARIFS

Adhérent : 40 €

Non-adhérent : 60 €

OBSERVATOIRE DES VALORISATIONS 2018 TAUX D'ACTUALISATION ET MULTIPLES

NOTE MÉTHODOLOGIQUE

Coordnatrice des travaux :
Maud BODIN-VERALDI

En collaboration avec :
Zoé CONSTANTIN,
Olivier GRIVILLERS,
Étienne LANGER,
Joëlle LASRY-SITBON,
Michel TERNISIEN

Propriété intellectuelle :
©CCEF



Compagnie des Conseils
et Experts Financiers



CCEF

Compagnie des Conseils
et Experts Financiers

Cours sur **2 ans**
Formation continue

DEVENEZ

SPÉCIALISTE EN ÉVALUATION D'ENTREPRISES

Formation

Spécialisation en évaluation d'entreprises

Formation dispensée à des professionnels par des professionnels, tous praticiens de l'évaluation d'entreprises et de droits sociaux.

Les objectifs de la formation consistent :

- à **approfondir** et **actualiser** les connaissances de ces professionnels.
- à **développer** une application professionnelle et pragmatique,
- et, à **créer** un environnement d'échanges d'expérience entre les participants.

La formation a notamment pour objet de développer chez ces praticiens une approche de conseil leur permettant de faire évoluer leur pratique professionnelle.

Compagnie des Conseils & Experts Financiers - Formation "Spécialisation en évaluation d'entreprises"

6 avenue Mac Mahon - 75017 PARIS

Contact : Sylvie Gaillet-Latté, déléguée générale

Téléphone : 01 44 94 27 70 - Télécopie : 01 44 94 14 89

ccef@ccef.net - site : www.ccef.net

Homologuée par :
Le Comité scientifique placé
auprès de la Compagnie
nationale des Commissaires
aux Comptes pour
certaines heures



ACIFTE
adossés aux entreprises

Formation validante pour les
adhérents ACIFTE en application
de l'instruction AMF 2013-07

Soutenue par :



Taux d'actualisation et multiples de valorisation sociétés cotées et non cotées

Sommaire

Préface

André-Paul Bahuon, Président de la CCEF 3

Avant-propos

par Maud Bodin-Veraldi, Coordinatrice du groupe de travail de la CCEF 5

● Partie I

Méthodologie de calcul pour la détermination du coût du financement en fonds propres – société cotée / société non cotée 7

● Partie II

Méthodologie de calcul pour la détermination du coût moyen pondéré du financement des capitaux investis 19

● Partie III

Méthodologie de calcul pour la détermination des multiples de valorisation des sociétés non cotées 23

Annexe 1 :

Exemple de calcul du taux d'actualisation d'une PME non cotée 27

Annexe 2 :

Calcul de la prime de taille 29

Annexe 3 :

Comment les multiples d'EBITDA ont-ils été calculés ? 30

Annexe 4 :

EBITDA versus EBE 32

Annexe 5 :

Liste des abréviations 32

Convergence - Hors-série n°3 de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF) - Association Loi 1901 - Propriété intellectuelle : ©CCEF
Directeur de la publication : André-Paul Bahuon.
Hors-série n°3 « Observatoire des valorisations 2018 - Taux d'actualisation et multiples ».
Rédacteurs en chef : Maud Bodin-Veraldi et Michel Ternisien - Assistés de Sylvie Gaillet-Latté.

ISSN : 2270-8413- dépôt légal à parution
Éditeur : © BGC Toscane - Photos : © Shutterstock
Imprimeur : Imprimerie Drouin

CCEF - 6 avenue Mac Mahon, 75017 Paris - Tél : 01 44 94 27 70
Tarif adhérent : abonnement annuel à 48 € TTC / Hors-série 40 € TTC
Tarif non-adhérent : abonnement annuel à 72 € TTC / Hors-série 60 € TTC



Cursus sur 5 jours
Formation continue

FORMATION

ÉVALUATION DES PRÉJUDICES

Formation

Évaluation des préjudices économiques et financiers

Formation innovante et certifiante n'ayant pas d'équivalent dans ce domaine. Elle s'adresse aux divers intervenants dans le domaine du contentieux.

Elle est construite par des professionnels, avocats spécialisés et experts judiciaires rompus à ces missions, au bénéfice des professionnels.

Les objectifs de la formation consistent à :

- **Donner** les moyens d'accompagner les entreprises dans la procédure judiciaire.
- **Apporter** les connaissances techniques et juridiques permettant de définir la stratégie à suivre pour défendre les intérêts de l'entreprise,
- **Développer** :
 - l'interprofessionnalité entre les experts juridiques et les experts financiers,
 - de nouvelles missions dans le cadre de la collaboration nécessaire en la matière entre avocats et experts financiers.
- **Bénéficier** d'un certificat de compétence délivré par la CCEF.

Compagnie des Conseils & Experts Financiers
Formation "évaluation des préjudices"

6 avenue Mac Mahon - 75017 PARIS

Contact : Sylvie Gaillet-Latté, déléguée générale

Téléphone : 01 44 94 27 70 - Télécopie : 01 44 94 14 89

ccef@ccef.net - site : www.ccef.net

Homologuée par :
Le Comité scientifique placé
auprès de la Compagnie
nationale des Commissaires
aux Comptes pour
28 heures

Préface



Par André-Paul Bahuon
Président de la CCEF

La CCEF a lancé l'an dernier cet « Observatoire » des taux et multiples de valorisation pour les sociétés non cotées. Il faut reconnaître que cette initiative a porté ses fruits, au-delà de ce que l'on pouvait imaginer ou espérer.

Tout d'abord, au sein de notre Compagnie, les travaux conduits sur ce thème nous ont obligé à réfléchir de manière plus approfondie aux méthodes de valorisation que nous utilisons ou que nous enseignons dans notre cursus de formation. Par exemple, les concepts de non-négociabilité des titres, de prime de taille, de dépréciation liée à une insuffisance du marché... ont fait l'objet d'une réflexion plus aboutie et nous le devons, sans aucun doute, au groupe de travail que la CCEF a constitué il y a maintenant plus d'un an.

Ensuite, cette initiative a eu un retentissement non négligeable « hors des murs » de notre Compagnie. La presse spécialisée s'est faite l'écho de ce travail et souvent en des termes que l'on pourrait qualifier d'élogieux.

Dans cette logique, plusieurs régions de notre Compagnie ont demandé à leur tour de mieux faire connaître ces travaux et ont organisé des réunions ouvertes avec un certain succès, il faut bien le dire.

Bref, un mouvement vertueux s'est amorcé dans lequel la CCEF se voit récompensée du sérieux de ses réflexions et de la qualité du travail qu'elle a entrepris.

Quel avenir peut-on tracer pour cet Observatoire ? Tout d'abord, en termes de pérennité, je constate avec une grande satisfaction que le groupe est maintenant animé et coordonné par Maud Bodin-Veraldi, avec l'aimable complicité de Michel Ternisien – Économiste, ce qui veut dire que la transmission des connaissances qui est toujours difficile à opérer, est désormais assurée.

Ensuite, il faudra élargir encore la notoriété de cet Observatoire. Je dois avouer une ambition qui me tient à cœur, qui serait que les données de cet Observatoire deviennent LA référence, de sorte que dans l'avenir, lorsque l'on évoquera le domaine de la valorisation, on associe automatiquement les travaux et les réflexions de la CCEF.

Cette ambition se réalisera dans le temps mais avec patience et persévérance. La qualité et le sérieux finissent toujours par s'imposer.

Votre dévoué,

Avant-propos



Par Maud Bodin-Veraldi

Coordinatrice du groupe de travail de la CCEF



Maud Bodin-Veraldi
Coordinatrice des travaux,
Membre du collège des experts en évaluation d'entreprises certifié CCEF,
Expert-comptable et Commissaire aux comptes



Zoé Constantin
Évaluation & performance
financière



Étienne Langer
Chef de mission Audit – Évaluation



Olivier Grivillers
Membre du collège des experts
en évaluation d'entreprises
certifié CCEF,
Expert-comptable et Commissaire
aux comptes



Joëlle Lasry-Sitbon
Membre du bureau de la CCEF
Expert financier



Michel Ternisien
Membre du collège des experts
en évaluation d'entreprises,
Économiste, Conseil, Auteur

Pour cette nouvelle édition des « taux et multiples de valorisation », nous avons apporté un certain nombre de modifications qui tiennent compte de l'expérience accumulée à travers le temps, mais aussi des critiques et remarques qui nous ont été formulées lors des nombreuses conférences que le groupe de travail a tenues tout au long de l'année 2017.

Si modifications il y a, il n'en demeure pas moins que la méthodologie reste fondamentalement la même que celle déployée les années précédentes. C'est, pour paraphraser une formule bien connue, « le changement dans la continuité ».

Au titre de la continuité, la détermination du taux d'actualisation se réfère, plus que jamais, au modèle MEDAF (ou CAPM) dont les prémisses théoriques remontent maintenant aux années 60. Ce modèle qui a fait l'objet d'une très abondante littérature, si souvent décrié et remis en cause, demeure, qu'on le veuille ou non, la base doctrinale de notre travail et de nos réflexions¹.

De même, nous avons poursuivi l'idée que la prime de taille pouvait s'exprimer de la meilleure façon par une fonction logarithmique donnant une prime additionnelle au modèle MEDAF, cette prime étant liée à la taille de l'entreprise, mesurée par le niveau structurel de l'EBITDA.

Des critiques nous ont été formulées sur ce point. Mais la littérature la plus pertinente qui s'intéresse à ce thème résout la difficulté de cette manière² et nous avons travaillé dans cette continuité.

Au titre des transformations maintenant. Elles sont nombreuses. Tout d'abord, nous avons retenu une autre base de données que celle sur laquelle les calculs avaient été déterminés les années précédentes. Les différences entre ces deux applications informatiques ne sont pas toujours substantielles, mais nous savons tous que chaque base a ses « secrets », ses raccourcis, ses savoir-faire qui peuvent retentir sur les chiffres obtenus in fine.

Nous avons ensuite affiné nos modalités de calcul concernant la détermination de nombreux paramètres dont notamment le coût du financement en fonds propres, en essayant chaque fois de s'appuyer sur des données structurelles qui nous permettent ainsi de s'abstraire des aléas que la conjoncture introduit nécessairement.

Enfin, pour la prime de taille, nous avons effectué de nombreux tests qui nous ont confortés dans la démarche que nous avons retenue. Nous pensons que fournir un taux qui s'ajoute au coût du financement en fonds propres était le meilleur moyen d'appréhender de manière rationnelle le taux d'actualisation pour des entités de petite taille.

Nous pensons ainsi rendre service aux nombreux professionnels qui quotidiennement accomplissent leur mission sur des entreprises qui, pour diverses raisons, n'accèdent pas aux marchés financiers.

¹ Voir les travaux de Franck BANCEL : « Le coût du capital : théories, mesures et pratiques », RB Edition, 2014. Voir aussi : « De la difficulté de mesurer le coût du capital », Franck BANCEL et al. Revue Française de Gestion N°242 / 2014, Pages 103 à 118.

² Voir notamment sur ce point les travaux conduits chaque année par le cabinet DUFF & PHELPS dans leur ouvrage de référence « Valuation Handbook ».