

## • Edito

Les dernières années n'ont pas été simples pour les PME. Dans ce contexte, l'accompagnement du cédant ou de l'acquéreur par des professionnels aguerris se pose avec acuité

**1. L'expérience, les bonnes certifications et l'actualisation régulière des connaissances** constituent des critères d'importance dans le choix du « bon » professionnel. A la Financière de Norway, la détention des agréments professionnels adhoc et du certificat d'expert en évaluation d'entreprise délivrée par la CCEF après une formation de deux ans traduisent notre volonté constante de nous tenir à jour au niveau réglementaire et professionnel.

**2. L'insertion du conseil dans l'écosystème de la transmission** ensuite. Des relais efficaces autorisent le débouclage des opérations selon un calendrier compatible avec les attentes des parties prenantes. L'appartenance au réseau indépendant Franchise est gage d'efficacité et apporte les relais nécessaires à la recherche de contreparties à l'échelon national et au-delà.

**3. Le réflexe de l'interprofessionnalité** enfin. Les cessions-acquisitions sont par nature des opérations complexes. Le recours à des compétences pointues sur des sujets ponctuels est générateur de bonnes solutions.

Jugez votre conseil à l'aune de ce triptyque,  
Bonne année 2016 !

*Jean-Michel Wattiez, Bertrand Cuir, Associés*

## • Sommaire

- Edito
- Focus technique : l'évaluation par les Discounted Cash Flows
- Le lièvre et la tortue
- L'actualité de la Financière de Norway
- Contact



## • Focus technique : l'évaluation par les Discounted Cash Flows par Bertrand Cuir et Jean-Michel Wattiez, Associés Financière de Norway

A l'occasion de pourparlers, il n'est pas rare de constater que l'une des parties, souvent mal informée, critique vigoureusement le prévisionnel de flux établi dans le but de déterminer la valeur d'entreprise. Elle rejette le prévisionnel au motif que « l'on fait dire ce que l'on veut » aux chiffres, préférant l'application mécanique d'un multiple sur un agrégat de référence du dernier exercice, usuellement l'EBE ou le REX (l'EBITDA ou l'EBIT pour les anglo-saxons).

L'approche par les DCF (Discounted Cash Flows) consiste quant à elle à projeter les flux de trésorerie futurs de l'entreprise en tenant compte de son profil de risque et de financement afin de déterminer la valeur actuelle de ces flux. Lors de l'établissement du business plan, les prévisionnels des exercices immédiatement à venir sont habituellement bâtis sur des hypothèses propres à chaque exercice. Au-delà, souvent à l'horizon 3 à 5 ans, il est éventuellement appliqué un taux de croissance à l'infini au flux de référence.

Plaçons-nous dans l'hypothèse où le taux de croissance est applicable dès l'exercice n+1. Dans l'hypothèse où les amortissements sont représentatifs des investissements et que le BFR est stable, le flux de référence rapporté aux apporteurs de financement s'assimile au résultat d'exploitation après impôt :

$$FCF_{to Firm} = \text{Rex} \times (1 - T_{IS}) + \text{Amort.} - \Delta \text{BFR} - \text{Invest.} \approx \text{REX} \times (1 - T_{IS})$$

La valeur d'entreprise s'obtient par le calcul suivant :

$$V_E = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{FCF_t}{(1+k)^t} = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{\text{Rex}_{ap.IS} \times (1+g)^t}{(1+k)^t}$$

Pour les férus de mathématique, il s'agit de la valeur actuelle d'une rente perpétuelle croissante à l'infini :

$$V_E = \frac{\text{Rex}_{ap.IS} \times (1+g)}{k-g}$$

Ou encore :

$$V_E = \text{Rex}_{ap.IS} \times \text{multiple}$$

avec :  $\text{multiple} = \frac{1+g}{k-g}$

Revenons maintenant à notre apprenti évaluateur. En appliquant simplement un multiple au flux de référence, ce dernier retient l'hypothèse implicite d'un flux constant et d'un taux de croissance nul. Il ignore alors qu'il simplifie à l'extrême le raisonnement qui précède ( $g = 0$ ). La valeur d'entreprise correspond alors à la valeur actuelle d'une rente perpétuelle et le multiple prend la valeur inverse du taux de capitalisation (multiple =  $1 / k$ ).

$$V_E = \frac{\text{Rex}_{\text{ap. IS}}}{K} = \text{Rex}_{\text{ap. IS}} \times \text{multiple}$$

En choisissant d'appliquer « simplement » un multiple sur un agrégat de référence, notre apprenti évaluateur qui critique le prévisionnel fonde son raisonnement sur des hypothèses encore plus réductrices, à savoir la répétition à l'infini des performances de l'exercice de référence !

## • Le lièvre et la tortue *par Bertrand Cuir, Associé*

Quel type de repreneur êtes-vous ? Les démarches du repreneur sont souvent longues et ingrates. Le projet à l'étude depuis de longs mois peut échapper au repreneur au dernier moment nécessitant de tout recommencer à zéro ! Pendant ces recherches, le candidat à la reprise ne jouit plus du statut confortable dont il bénéficiait dans ses fonctions précédentes. Tant que son projet ne s'est pas concrétisé, il pâtit également de l'image négative du candidat repreneur n'ayant pas concrétisé son projet. Et, il n'est malheureusement pas encore devenu le brillant chef d'entreprise que son entourage souhaite qu'il devienne.

En moyenne, 15 à 20 mois sont nécessaires pour mener à bien une reprise d'entreprise. Certains repreneurs développent un activisme tout azimut, enchaînant l'étude de dossiers au risque de se décrédibiliser en devenant des « candidats repreneurs professionnels » à vie, le nième projet étant encore à l'étude que déjà le n+1ième, voire le n+2ième se profilent à l'horizon. D'autres progressent plus lentement, plus sélectifs, à l'abri d'une carapace nécessaire pour aborder les complexités de l'écosystème de la transmission d'entreprise. Mais à un moment donné, il faut se lancer, une reprise ne se faisant pas sans dossier.

Qui du lièvre ou de la tortue concrétisera le premier son projet ? Le pronostic est difficile et le juste milieu délicat. Dans tous les cas, il faudra le moment venu donner du rythme à la négociation sous peine de la voir achopper.

## • L'Actu de la Financière de Norway : Au fil des missions et de l'actualité ...

- La profession d'évaluateur connaît des évolutions notables et se structure. Fondée par René Ricol, la Compagnie des Conseils et Experts Financiers développe un cursus de 2 ans de spécialisation en évaluation d'entreprises, sanctionné par la remise d'un certificat. La formation est entre-autre référencée par la CFPC. Le collège des experts en évaluation rassemblent les experts certifiés au niveau national. Son rôle est notamment de rédiger et de diffuser des publications sur le sujet. La Financière de Norway y est représentée par deux de ses associés, Jean-Michel Wattiez et Bertrand Cuir.
- La loi dite Hamon impose aux PME deux obligations d'information des salariés en matière de reprise d'entreprise, sous peine d'une amende civile d'un montant de 2% du montant de la vente. La première est générale ; elle impose une information des salariés tous les trois ans sur les conditions d'une telle reprise en l'absence même d'un projet de cession concret. La seconde vise à informer les intéressés sur un projet concret de cession. Au travers d'une offre de service dédiée, la Financière de Norway prend en charge l'organisation des séances d'information triennales à la demande du chef d'entreprise, le libérant pour d'autres tâches. Plus d'information : nous contacter.
- Fin d'année riche pour la Financière de Norway : le cabinet conseille un ingénieur-manager d'expérience, docteur en mécanique, M. Sacha Tolegano-Jourdren, dans la reprise de la société VALLA à Villeurbanne (69). Fondée en 1961, la société fabrique des pièces techniques, de l'outillage et des ensembles mécaniques à très forte valeur ajoutée pour des marchés innovants et de niche de l'industrie.

### Financière de Norway

Conseil en cession-acquisition et en rapprochement d'entreprises  
Evaluation & Levée de fonds  
[www.financieredenorway.com](http://www.financieredenorway.com)



Jean-Michel Wattiez  
Tél. : 06 61 07 18 75  
[jmw@financieredenorway.com](mailto:jmw@financieredenorway.com)



Bertrand Cuir  
Tél. : 06 89 54 58 75  
[bc@financieredenorway.com](mailto:bc@financieredenorway.com)

Nord-Pas-de-Calais : 8 rue Delesalle - 59110 La Madeleine (Lille) • Normandie : 15 rue de l'Inondation - 76400 Fécamp

Evaluation • Cession d'entreprise • Acquisition d'entreprise • Transmission • Croissance externe • Levée de fonds • Ingénierie financière

Membre du réseau



• Besançon • Bordeaux • Cannes • Fécamp • Lille • Lyon • Nantes • Paris • Rouen • Valence