



FRANÇOIS POUPÉE EST DIRECTEUR GÉNÉRAL DE PALUEL-MARMONT CAPITAL. D'abord consultant chez Bossard Consultants à partir de 1988, puis investisseur chez Dexia en Europe de l'Est, puis en *Private Equity* chez Quilvest et Atria Capital, François Poupée a ensuite été entrepreneur, en 2011, en rachetant une PME de rénovation du bâtiment qu'il a dirigée, et en créant une structure de conseil en M&A. Fin 2017, il reprend la direction du pôle *Private Equity* du groupe Paluel-Marmont. François Poupée est diplômé d'HEC et membre de la SFAF.

Évaluation sur marchés cotés et non cotés : les pratiques différentes

Fin 2019, suite à la publication du « Manuel de l'évaluateur »¹, François Poupée, directeur général de Paluel-Marmont Capital, filiale de *Private equity* de la Compagnie Lebon, s'est exprimé sur les différences d'approches d'évaluation des entreprises entre marchés boursiers et marchés du non coté.

Valorise-t-on différemment les entreprises selon que l'on se situe dans le monde du coté ou dans le monde du *Private equity*? Distinction volontairement provocatrice, comme si ces deux mondes s'ignoraient, voire s'opposaient. Je dirais, pour ma part, qu'ils sont dans une situation de saine concurrence. Si, en effet, les praticiens de l'un le sont rarement de l'autre, nous avons pu constater au cours de cette conférence² que nous parlions bien le même langage et que la problématique de valorisation était essentielle à tous ; c'est déjà un bon point de départ ! Ensuite, nous partons tous, et c'est heureux, des fondamentaux de l'entreprise et de son *business plan*. À cet égard, il existe bien plus de similitudes entre coté et non coté d'une part, qu'entre capital-risque et capital-développement ou transmission au sein du non coté d'autre part.

Spécialiste du non coté, je me limiterai à formuler quelques commentaires ou comparaisons issus de ma pratique et de nos échanges lors de la conférence

du 1^{er} octobre 2019², sans priorisation ni théorisation.

L'ÉVALUATION N'EST PAS UNE SCIENCE EXACTE

Comme dans l'investissement en Bourse, il est évident que l'évaluation tient une place cruciale dans le métier d'investisseur en *Private equity*. Ce métier consiste à investir dans une entreprise, à l'accompagner quelques années, puis à la revendre, avec entretiens, en général, peu de dividendes et une liquidité plus aléatoire. Le *Private equity* vit donc beaucoup plus sur la plus-value de cession que sur les dividendes, ce qui rend d'autant plus importante l'évaluation d'entrée et les anticipations d'évaluation future.

Mais l'évaluation n'est pas une science exacte - même si chacun a lu son Brealey-Myers³ ou son Vernimmen⁴ - et c'est encore plus vrai pour le *Private equity*, peut-être plus praticien que théoricien. En particulier, là où la théorie financière et les travaux de la SFAF indiquent que les méthodes intrinsèques devraient être prédominantes dans l'approche de la valorisa-

tion, les évaluateurs en *Private equity* se fondent beaucoup plus sur les méthodes analogiques, avec comme ratios de prédilection l'Ebit ou l'Ebitda plutôt que le PER. Bien sûr, nous utilisons les DCF (*Discount Cash Flow*), mais ce n'est pas la grille de lecture première et les débats sur le taux d'actualisation, ou le taux de croissance à l'infini, nous paraissent plus complexes que les demi-points de multiple à ajouter ou retrancher ici ou là... Pour autant, les méthodes analogiques ne sont pas simples non plus et, plus les sociétés sur lesquelles on travaille sont de petite taille, ou sur des niches de marché, moins les « comparables » sont comparables, quand ils existent. Autre sujet complexe lorsqu'il s'agit de comparaison avec des sociétés cotées : les décotes d'illiquidité et les primes de contrôle car le *Private equity* est, en France en tout cas, plus orienté vers des transactions majoritaires que minoritaires.

NON COTÉ ET SOLITUDE DE L'ÉVALUATEUR

Une grande différence d'approche réside dans le fait que, ►

- lors d'une transaction sur les marchés non cotés, il n'existe pas, au préalable, un « prix de marché » qui s'imposerait et sur lequel les évaluateurs feraient leurs anticipations de baisse ou de hausse ; à l'instar du cours du Bourse qui, lui, est bien là, comme un repère ou point de départ sur lequel les évaluateurs, à partir des différentes méthodes, dont les DCF et l'analyse technique, fondent leurs anticipations. Même s'il dispose de *benchmark* de valorisation, notamment avec la multiplication des LBO secondaires ou tertiaires (mais que vaut, en vrai et en théorie, une référence de prix datant d'il y a 4 ou 5 ans ?), l'évaluateur est un peu plus « seul » face à son évaluation. Il lui revient de « faire le prix ». Enfin, s'ajoutent, dans le domaine du *Private equity*, des critères plus « contextuels »
- pouvant avoir des impacts sur la valorisation sans être facilement mesurables : pour une même entreprise, le fait que la transaction consiste en une liquidité partielle des actionnaires (*Owner Buy-out*, OBO), une transmission à un management en place (*Management Buy-out*, MBO) ou, au contraire, à un nouveau manager (*Management Buy-in*, MBI) a un effet sur le niveau de risque mais aussi la dynamique nouvelle de l'entreprise, donc sur sa valorisation... Reste à mesurer ces effets contraires.
- Qu'en conclure ? Les pratiques diffèrent car les contextes diffèrent et le credo général est que le « non coté » reste moins cher que le coté – il faut bien que les acteurs du *Private equity* « rêvent » d'introduire en Bourse leurs participations ou que les groupes cotés - et

Là où la théorie financière et les travaux de la SFAF indiquent que les méthodes intrinsèques devraient être prédominantes dans l'approche de la valorisation, les évaluateurs en Private equity se fondent beaucoup plus sur les méthodes analogiques, avec comme ratios de prédilection l'Ebit ou l'Ebitda plutôt que le P&R.

sous-entendu « surcotés » - les leur rachètent ! Alors que la théorie nous explique que les approches devraient converger. Cela me paraît rester un sujet de recherche intéressant et peu couvert.

Nous en reparlerons. ■

(1) Plus d'informations via ce lien : <http://www.sfaf.com/publication-manuel-evaluateur-sfaf/>

(2) Lors de la conférence organisée par la SFAF le 1^{er} octobre 2019 « La communication comptable et financière à l'heure de la digitalisation »



(3) "Principles of Corporate finance" par Richard Brealey, Stewart Myers et Franklin Allen, 1980 - 13^e édition 2020 chez Mc Graw-Hill.

(4) "Finance d'entreprise" par Pierre Verimmen, Pascal Quiry et Yann Le Fur, édition 2020, chez Dalloz.



la SOCIÉTÉ FRANÇAISE
des ANALYSTES FINANCIERS

Le département Emetteurs
à votre service

Optimisez votre visibilité financière...

Renforcez votre présence auprès des analystes et gérants de la Place...



Anne Dufraisse
Responsable Émetteurs
01 56 43 43 13 - adufraisse@sfaf.com

Odette Ung
Chargée Événementiel Financier
01 56 43 43 19 - oung@sfaf.com

Benjamine Prouvost
Responsable commerciale et transformation
01 77 45 39 01 - bprouvost@sfaf.com

Thomas Segouin
Chargé de communication financière
01 77 45 39 02 - tsegouin@sfaf.com