

LE TEMPS

ANALYSE Lundi 29 avril 2002

L'évaluation de la PME: le piège des multiples financiers

Par Frank Guemara, Corporate Finance Lombard Odier & Cie

Le prix de vente d'une PME tient souvent compte de faibles perspectives de croissance.

Les conseillers financiers intervenant dans la cession d'entreprise constatent bien souvent que leurs propriétaires prétendent avoir une idée assez précise de la valeur de leur société. A leurs yeux, loin d'être une simple appréciation intuitive, elle ressort de l'utilisation d'un ou plusieurs multiples, glanés lors de discussions ou extraits de la presse financière, qu'ils appliquent aux chiffres de leur comptabilité. Force est de constater que cette valorisation rejoint rarement l'évaluation que fera un financier utilisant les différentes formules reconnues par la pratique, notamment celles impliquant le recours à des multiples!

Il est ainsi parfois difficile pour le patron d'une florissante petite entreprise de distribution de s'entendre dire, sans explications complémentaires, que sa société ne «vaut», dans le meilleur des cas, que 0,5 fois son chiffre d'affaires et 9 fois son bénéfice net, alors que son voisin à la tête d'un laboratoire pharmaceutique a été racheté à 4 fois son chiffre d'affaires ou 25 fois son bénéfice net.

Afin de permettre une comparaison entre différentes sociétés cotées en Bourse, les analystes financiers ont pour habitude d'apprécier la valeur d'une société relativement à son chiffre d'affaires ou résultat net. Les multiples qui en découlent sont évidemment pertinents mais cela pour des univers et dans des circonstances clairement définis. Ainsi pour deux sociétés leaders du SMI, Novartis et UBS, la valeur de la première, représentée par sa capitalisation boursière, atteint plus de 5 fois son chiffre d'affaires alors que pour la seconde, le multiple n'est que de 1,2 fois. A priori, il n'y a pas lieu de considérer que l'une est largement sous-évaluée par rapport à l'autre; d'ailleurs les deux sont traitées à un peu plus de 20 fois leur résultat net. Simplement, la structure de leurs marges, liée à leurs activités respectives, diffère. Cela est confirmé par l'analyse du Credit Suisse dont la capitalisation boursière représente 0,9 fois son chiffre d'affaires, multiple comparable à celui de UBS.

Cette notion enfin assimilée par le chef d'entreprise, les affres du conseiller dans le cadre de leurs discussions ne cessent pas pour autant. Une fois l'univers clairement identifié, il existe encore des distinctions à faire; selon le stade de maturité de l'entreprise, sa taille et ses perspectives de croissance, les multiples varient. Pour le SMI, la prise en considération de deux sociétés pharmaceutiques, Novartis et Serono, fait ressortir un multiple du résultat net (P/E ratio) d'environ 25 pour la première et supérieur à 40, pour la seconde. A nouveau, il ne s'agit pas d'une sous-évaluation de l'une par rapport à l'autre mais de la prise en considération des perspectives de croissance plus fortes de Serono.

Dans la majorité des cas, une PME proposée à la vente est une entreprise faisant face à un problème de succession, ayant atteint un certain stade de maturité, et où le dynamisme du fondateur s'est passablement émoussé au fil des ans. Sans l'influx de sang neuf, dans un environnement compétitif, la simple reconduction des résultats passés représente déjà un défi. Par conséquent, tant en ce qui

concerne les multiples du chiffre d'affaires que ceux du résultat, la prise en considération de la fourchette basse des multiples de l'univers de référence sera la plus pertinente afin de déterminer une valeur de marché de la société.

La nature humaine étant ce qu'elle est, le patron, quant à lui, aura bien évidemment, parmi tous les exemples qui lui auront été rapportés, retenu la fourchette haute...

LE TEMPS © 2009 Le Temps SA