



Ecole Nationale des Ponts et Chaussées

Mars – Juin 2005

Projet de Département SEGF

Philip COUREAU  
Jean-Christophe DALL'AVA  
Benjamin KIEFFER  
Julie LAUG  
Romain PIGE

Application des méthodes d'évaluation d'entreprise  
aux Offres Publiques d'Achats

Tuteur Ecole : Monsieur Dominique JACQUET

# Table des matières

<b>Table des matières .....</b>	<b>2</b>
<b>Introduction .....</b>	<b>4</b>
<b>I – Les Offres Publiques.....</b>	<b>5</b>
1°/Développement et prise de contrôle : le cas de l'offre publique.....	5
a) Quelques repères .....	5
b) Le rôle des actionnaires.....	6
c) Les mécanismes des offres publiques .....	7
d) Calendrier d'une offre publique normale.....	9
e) Offres concurrentes et surenchères .....	10
f) L'offre publique de retrait (OPR) .....	11
g) L'offre publique simplifiée.....	12
h) Le ramassage en bourse .....	13
i) Les certificats de valeur garantie (CVG).....	14
2°/ OPA et OPE : Le rôle du Conseil des Marchés Financiers .....	15
a) Opérations spécifiques aux marchés réglementés : articles essentiels du règlement du CMF .....	15
b) Conséquences sur le déroulement des procédures d'offres publiques .....	16
<b>II – Les méthodes d'évaluation.....</b>	<b>22</b>
1°/ La méthode patrimoniale .....	22
a) Evaluation des actifs .....	23
b) Utilité des valeurs patrimoniales.....	26
2°/ La méthode des multiples.....	26
a) Les principes de la méthode des multiples.....	26
b) Les multiples boursiers .....	28
c) Les multiples de transaction.....	34
3°/ La méthode des Discounted Cash Flow.....	35
a) Principes Généraux .....	35
b) Les quatre étapes du DCF .....	36
4°/ L'obligation à bon de souscription d'actions remboursables .....	42
a) Présentation.....	42
b) Le côté obligataire de l'OBSAR .....	45
c) Le BSAR, un dérivé pas comme les autres .....	46
<b>III – Analyse d'une OPA.....</b>	<b>51</b>
1°/ Présentation et montage de l'opération.....	51
a) Contexte de l'opération .....	52
b) Réalisation des opérations prévues au protocole d'accord de 7 octobre 2004 .....	52
c) Réalisation des opérations prévues au protocole d'accord des 24 et 31 décembre 2004 .....	57
2°/ Evaluation financière de l'offre par les comparables boursiers .....	57
▪ Pôle Services Aéroportuaires .....	58
▪ Pôle Services aux Entreprises .....	58
3°/ Evaluation financière de l'offre par les transactions comparables .....	60
4°/ Vérification de la valorisation financière multi-critère .....	62
a) Vérification des valeurs obtenues pour le Pôle Services Aéroportuaires.....	62
b) Pôle Services aux Entreprises .....	63
c) Synthèse des éléments d'appréciation du prix d'Offre .....	64
5°/ Evaluation financière de l'offre par la méthode des free cash-flow.....	65

a) Flux futurs de trésorerie .....	65
b) Valeur terminale.....	66
c) Taux d'actualisation.....	66
6°/ Evaluation financière de l'offre faite sur les B.S.A.R. ....	68
a) Principales caractéristiques des OBSAR.....	68
b) Evaluation du prix d'offre pour les BSAR.....	70
c) Résultats.....	73
<b><i>IV – Etude statistique : quelles sont les méthodes d'évaluation les plus utilisées ? .....</i></b>	<b>76</b>
1°/ Synthèse des OPA étudiées.....	76
2°/ Quelques limites et prolongements .....	81
<b><i>Conclusion .....</i></b>	<b>82</b>
<b><i>Bibliographie .....</i></b>	<b>83</b>
<b><i>Annexes.....</i></b>	<b>85</b>
Annexe 1 : Programmes de pricing des B.S.A.R. avec Scilab .....	86
Annexe 2 : Détail des OPA étudiées.....	88

# Introduction

---

Quel que soit le secteur économique, la tendance est à la concentration. Ainsi, les Offres Publiques se multiplient, afin de créer des groupes toujours plus puissants et diversifiés, afin de « manger pour ne pas être mangé ». Les entreprises s'achètent et fusionnent, de manière plus ou moins amicale, dans un environnement qui se complexifie et soumis à une tension grandissante. Dès lors, étant donné les conséquences néfastes d'un échec, de telles opérations doivent être parfaitement pilotées. Pour cette raison, les entreprises font appel à des cabinets d'avocats, comme par exemple Skadden Arps, pour les conseiller dans le montage juridique de leurs Offres Publiques. Ces cabinets seront alors amenés à travailler étroitement avec le département fusion-acquisition de la banque mandatée par leur client.

Dans la perspective de mieux comprendre les tendances juridico-financières du marché, nous avons réalisé une étude statistique sur un échantillon d'Offres Publiques d'Achat, afin d'étudier des éventuelles corrélations entre les différentes caractéristiques de ces dernières (prime, bêta, méthode d'évaluation) et leur réussite.

Pour ce faire, notre projet s'est articulé en trois temps. En effet, étant tous novices en la matière, nous avons du tout d'abord nous documenter sur les tenants et les aboutissants des différents types d'Offres Publiques. Dès lors, puisque la réussite d'une telle opération dépend grandement du prix proposé par l'acquéreur, nous avons été amenés naturellement à étudier les différentes méthodes d'évaluation d'une entreprise. Nous avons ensuite souhaité confronter la théorie à un cas pratique, que nous avons étudié en détail. Enfin, nous avons réalisé l'étude statistique demandée sur un échantillon de vingt OPAs. Notre démarche se justifie par le fait que nous souhaitions être suffisamment sensibilisés aux différentes nuances que peut comporter une OPA afin de pouvoir fournir des résultats fiables et réfléchis.

# I – Les Offres Publiques

---

## 1°/Développement et prise de contrôle : le cas de l'offre publique

### a) Quelques repères

D'origine anglo-saxonne, l'Offre Publique d'Achat (OPA) ou d'Échange (OPE) peut se définir comme la démarche par laquelle une personne morale ou physique fait connaître publiquement aux actionnaires d'une société qu'elle est disposée à acquérir tous leurs titres à un prix déterminé.

Le but recherché est la prise de contrôle. C'est essentiellement un moyen de rapprochement des entreprises (croissance externe) bien que l'opération puisse être lancée à d'autres fins : renforcement de contrôle, retrait du marché, but purement financier, etc. La vague d'offre publique que connaît le marché français depuis la fin des années 90 est surtout liée à la nécessité d'avoir une taille critique dans son secteur au niveau européen et mondial et au désir des sociétés mères de contrôler leurs filiales cotées (quelquefois avec une finalité de radiation de la cote). La prise de contrôle se paie, c'est-à-dire que le prix offert aux actionnaires, intègre le plus souvent une prime par rapport au cours de bourse.

Lorsque l'on désire acquérir une société, deux cas de figure peuvent être envisagés, l'acquisition totale ou partielle d'une société non cotée et le rachat en bourse de tout ou partie des actions d'une société cotée.

Dans le premier cas, le rapprochement se fera de manière amicale, c'est-à-dire avec accord des parties, sauf cas exceptionnel de rachat de société en dépôt de bilan. Dans le second cas, le rapprochement pourra être réalisé soit sous une forme amicale (cas le plus fréquent en France). soit inamicale, et à ce deuxième type d'opportunité, correspondent des procédures réglementées :

- les procédures normales d'offre publique d'achat (OPA), d'offre publique d'échange (OPE), d'offre publique hybride ou alternative (OPA et OPE) ;
- l'offre publique d'achat simplifiée qui regroupe quatre mécanismes ;
- l'offre publique de retrait (OPR) et l'offre publique de retrait obligatoire (OPRO) ;
- le ramassage en bourse.

L'offre publique d'achat ou d'échange ne concerne que les sociétés cotées en bourse. Elle est fondée sur l'obligation de proposer aux minoritaires les mêmes conditions qu'aux autres actionnaires. Différents acteurs participent à ce processus.

## **b) Le rôle des actionnaires**

Trois types d'acteurs sont particulièrement concernés : les actionnaires, les salariés et les dirigeants. Les actionnaires apparaissent souvent comme les gagnants de ce type de procédure. Il est évident qu'avant toute opération financière, ils font l'objet d'une attention particulière de la part des dirigeants et retrouvent le véritable rôle de partenaires de l'entreprise. Une politique de relation suivie avec les actionnaires, fondée sur la confiance, est le meilleur gage anti-offre publique. Ces derniers peuvent, en outre, faire échec à l'offre publique s'ils jugent le prix anormal.

Jusqu'au 18 mars 1992, s'ils bénéficiaient d'un prix de cession bien plus favorable dans le cadre d'une offre publique que dans celui d'une fusion classique, le problème des minoritaires restait malgré tout posé. En effet, la loi imposait à tout acquéreur qui franchissait seul ou de concert le seuil du tiers en capital ou en droits de vote, l'obligation de présenter une offre publique sur les deux tiers au moins du capital de la société cible. Il n'était pas de ce fait obligé de maintenir son cours d'offre sur la totalité des titres. Mais, dans la mesure où la société acheteuse n'était tenue d'acquérir que les deux tiers du capital après prise en compte de sa participation, cette offre se limitait en fait au tiers du capital au maximum. Le taux de

réduction des ordres, c'est-à-dire de demandes non satisfaites, pouvait donc être très important.

Depuis la loi du 18 mars 1992, les offres publiques doivent porter sur 100 % du capital. Un dispositif réglementaire garantit aux actionnaires

- l'égalité devant l'information (l'initiateur doit fournir aux actionnaires de la société visée toute l'information pour une prise de décision objective) ;
- l'égalité devant le prix (en cas de surenchère, la nouvelle offre s'applique aussi à ceux qui ont déjà cédé leurs titres).

Le seul défaut de cette loi concerne le développement d'une réglementation trop stricte et les possibilités de stratégies anti-offre publique qu'elle engendre. Ces dernières découragent les opérations les moins rentables et privent ainsi certains actionnaires des opportunités de gains offertes.

### **c) Les mécanismes des offres publiques**

Face au développement des offres publiques et afin d'anticiper une réglementation européenne en gestation, le législateur français a reformulé entièrement le droit des OPA/OPE.

L'objectif de la loi du 2 août 1989 sur la sécurité et la transparence était double : d'une part assurer un équilibre de traitement entre les diverses parties prenantes de l'offre, et, d'autre part, tenter d'éliminer les obstacles aux offres publiques.

Le 18 mars 1992, l'ancien Conseil des Valeurs en Bourse (CBV) a modifié son règlement général afin de rendre obligatoire l'acquisition de 100% du capital des sociétés visées par l'offre publique. Autre innovation, cette offre est obligatoire, dans l'hypothèse où l'un des seuils prévus pour lancer une offre publique obligatoire est franchi.

Deux types d'offre publique peuvent exister :

- l'offre spontanée, par laquelle l'initiateur désirant acquérir le contrôle d'une société fait librement une offre aux autres actionnaires ;
- l'offre obligatoire par laquelle l'initiateur se trouve « légalement » obligé de lancer une offre publique.

Par ailleurs, un outil récent est fréquemment utilisé dans le cadre de ces offres publiques, les Certificats de Valeur Garantie (CVG).

Le déroulement d'une opération reste très réglementé et s'organise comme suit :

- présentation d'un dossier d'offre irrévocable au Conseil des Marchés Financiers (CMF) par un ou plusieurs établissements relevant de la loi bancaire qui doivent garantir financièrement l'exécution des engagements pris par l'initiateur ;
- simultanément et dans certains cas (investissement étranger en France, secteur d'activité sensible tel que la banque, le domaine militaire, etc.), dépôt d'une demande auprès d'une instance spécifique ;
- établissement d'une note d'information à faire viser par la COB, qui peut, en cas d'opération amicale, être contresignée par les dirigeants de la société visée, faute de quoi ils auront à produire un document spécifique ;
- suspension des cotations dans l'attente de l'avis du CMF déclarant l'offre recevable ;
- reprise des cotations puis diffusion de la note d'information dans le public après visa de la COB ;
- déroulement de l'offre sur, au minimum, 20 jours de bourse ;
- clôture de l'opération.

Tous les ordres doivent être centralisés au plus tard trois jours après la clôture de l'offre et ce, quel que soit le marché sur lequel les titres sont inscrits. Pour leurs opérations



propres, les intermédiaires ont à communiquer leurs réponses à l'entreprise de marché qui centralise les ordres le lendemain de la clôture de l'offre. Le résultat définitif d'une offre est désormais publié neuf jours après la clôture contre douze jours auparavant.

En 2000, des modifications ont été adoptées par le CMF concernant les conditions suspensives de vente, en donnant la faculté à l'initiateur de renoncer à son offre en deçà d'un seuil qu'il fixe et dont le Conseil apprécie le niveau. De plus, il peut renoncer à son offre

- en cas d'offre concurrente par un tiers sur la même société ou de surenchère par un compétiteur déjà déclaré et ce dans les cinq jours suivant l'ouverture de cette offre ou de la surenchère ;
- si la société visée adopte des mesures d'application certaines et immédiates modifiant sa consistance.

Enfin, l'initiateur d'une offre qui a réussi aura la faculté de demander la réouverture automatique de celle-ci. Cette option sera ouverte à condition que l'initiateur détienne à l'issue de l'offre les deux tiers au moins des droits de vote, seuil ramené à 50,01 % lorsque plusieurs offres auront été en concurrence.

L'initiateur peut agir sur le marché, mais s'il achète à un cours supérieur à 102 % du prix stipulé dans son offre, celle-ci est revalorisée automatiquement, ce qui rétablit une égalité de traitement entre les actionnaires. Les autres acheteurs n'ont pas de restriction réglementaire particulière à l'encontre de leurs achats. Quels qu'ils soient, les opérateurs détenant ou venant à détenir 5 % des droits de vote de la société doivent publier quotidiennement leurs opérations sur le titre.

#### **d) Calendrier d'une offre publique normale**

Le Calendrier d'une offre publique normale suit les étapes suivantes :

- Préparation du projet d'offre : J - 20

- Dépôt de l'offre auprès du CMF et de la COB : J-9
- Avis SBF de dépôt d'une offre, suspension du cours de la société cible et début de la période d'offre : J-9
- Remise à la société cible du projet de note d'information : J-9
- Recevabilité de l'offre par le CMF : J- 2
- Visa de la COB sur la note d'information : J- 2
- Remise à la société cible de la note d'information visée par la COB : J- 2
- Avis de la SBF sur la recevabilité et l'ouverture de l'offre : J- 2
- Reprise des cotations : J
- Ouverture de la période d'offre : J
- Dépôt par la société cible de son projet de note d'information de réponse à la COB : J + 5
- Visa de la COB sur la note de la société cible : J + 9
- Clôture de l'offre : J + 30
- Avis de résultat de l'offre : J + 39

### **e) Offres concurrentes et surenchères**

Les offres concurrentes peuvent être déposées jusqu'à 5 jours de bourse avant la clôture de l'offre initiale et doivent représenter une surenchère (d'au moins 2 % sur le prix), appréciée discrétionnairement par le CMF, s'il s'agit d'une OPE. Les ordres déjà donnés en réponse à l'offre initiale deviennent caducs.

L'initiateur de la première offre, dans les 5 jours de bourse suivant la publication de l'avis d'ouverture de l'offre concurrente, fait savoir s'il :

- maintient son offre d'origine ;
- abandonne l'offre ;
- en modifie les termes ;
- surenchérit.

## **f) L'offre publique de retrait (OPR)**

L'offre de retrait, qui a connu un très fort développement en 2000 et 2001, s'entend comme la simple faculté offerte aux actionnaires de vendre leurs actions, assortie de l'obligation pour le groupe de contrôle de les acquérir. Elle est fréquemment suivie d'un retrait obligatoire.

Les cas obligatoires de mise en oeuvre de cette procédure sont les suivants :

- transformation de la société en société en commandite par actions ;
- flottant ramené à moins de 5 % des droits de vote. Dans ce cas, offre de retrait peut être proposée par le majoritaire ou par le minoritaire. Le prix minimum de l'OP doit être égal à la moyenne des 60 dernières bourses. Lorsque l'offre de retrait est présentée par l'actionnaire principal, la procédure d'OPR comporte à son issue, quel que soit son résultat, la radiation des titres de la cote.

La sortie forcée des actionnaires minoritaires (squeeze-out), demandée par l'actionnaire majoritaire, est désormais légale en France à condition que la valorisation des titres ait été réalisée sur une base multicritères et qu'un expert indépendant soit nommé (avec droit de veto de la COB et du CMF). À l'issue de ce processus, la société initiatrice détient 100 % du capital.

Il arrive, à l'occasion d'un événement particulier dans la vie de l'entreprise, que le CMF conseille une OPR. Dans ce cas il étudie, avec l'accord des actionnaires majoritaires, les conséquences des opérations au regard des droits et intérêts des actionnaires minoritaires.

Il s'agit notamment des cas où :

- l'on propose à l'AGE des actionnaires, des modifications significatives des dispositions statutaires (forme de société, conditions de cession et de transmission des titres et des droits qui y sont attachés, etc.) ;
- la société décide le principe de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal de ses actifs, de la modification de son activité sociale, de la suppression pendant plusieurs exercices de toute rémunération des titres de capital.

Indépendamment de l'aspect obligatoire de l'OPR, on estime que d'autres types de raisons poussent les sociétés à initier ce type d'opération, parmi lesquelles on peut citer :

- l'arbitrage entre les dividendes et le rachat d'actions, dans la mesure où les rachats permettent de verser des montants importants aux actionnaires sans engagement pour les années ultérieures,
- la résolution des conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants qui disposent de stock options et qui ont intérêt à substituer des rachats d'actions aux dividendes qui ont un impact sur la valeur de leurs options,
- le renforcement du pouvoir des actionnaires en place,
- l'asymétrie d'information qui entraîne une redistribution de la liasse vers les actionnaires informés qui choisira le rachat d'actions,
- le réajustement du ratio d'endettement.

### **g) L'offre publique simplifiée**

Elle correspond essentiellement à quatre cas :

- le premier cas est une offre de rachat par le groupe de contrôle (offre de renforcement du contrôle) ;

- le deuxième cas consiste en une offre d'achat de blocs de contrôle : la procédure de négociation de blocs (dite à présent offre publique d'achat simplifiée réalisable par garantie de cours) suppose le désir de prise de contrôle de la société. Elle a une portée plus limitée que l'offre publique car elle nécessite l'accord de l'actionnaire qui détient le contrôle.
- Le troisième cas concerne une offre limitée à 10 %, notamment pour permettre à la société de racheter ses propres actions ; c'est l'assemblée générale des actionnaires, sur proposition du conseil d'administration délibérant à l'unanimité, qui doit autoriser la mise en place de ce programme, définir ses modalités, son plafond et sa durée qui ne peut excéder dix-huit mois. Les modalités de rachat sont variées : les actions peuvent être achetées progressivement sur le marché (au fil de l'eau), par bloc hors marché (à un prix égal ou inférieur au cours de bourse), par offre publique simplifiée ou par l'utilisation de produits dérivés (options d'achat ou de vente).
- Le quatrième cas correspond à une offre d'achat de titres ne donnant pas de droits sur le capital (ADP, CI, etc.).

On dit de cette offre qu'elle est simplifiée dans la mesure où

- elle est réalisée par achats directs sur le marché et peut être centralisée non pas par la SBF mais par l'établissement financier présentateur de l'offre ,
- étant amicale, elle ne donne lieu qu'à l'établissement d'une seule note d'information ;
- elle peut être limitée à 10 jours de bourse dans le cadre d'une OPA et 15 jours de bourse dans le cadre d'une OPE, contre 20 dans le cas normal.

Du fait de cette procédure, le prix proposé par l'initiateur ne peut être inférieur (sauf autorisation) à la moyenne des cours (pondérée par le volume) des 60 dernières bourses précédant l'offre.

## **h) Le ramassage en bourse**

Il s'agit d'un point qui a été également prévu par le législateur car l'achat progressif en bourse n'était généralement pas connu de l'actionnaire individuel ou minoritaire. Depuis la modification de la loi sur les prises de contrôle, il y a obligation de déposer une offre publique dès qu'une personne franchit le seuil de 1/3 du capital ou lorsque, si elle détient entre 1/3 et 1/2 du capital, elle augmente sa participation de 2 %.

### **i) Les certificats de valeur garantie (CVG)**

Outil récent au service des offres publiques, les CVG représentent une garantie de valeur à une date future remise aux personnes qui gardent leurs titres. Si elle est appelée à jouer, elle prendra la forme juridique d'un droit de créance sur le patrimoine de la société. Toutefois, on considère en général <sup>1</sup> que dans leur utilisation, on s'éloigne de l'idée initiale de garantie pour se rapprocher de la notion de titre porteur d'une valeur propre. Les CVG peuvent être indifféremment utilisés dans le cadre d'OPA ou d'OPE. Lorsque l'offre à titre principal est une OPA, on peut envisager un règlement partiel et un CVG. Lorsque l'offre est une OPE, il peut y avoir remise, en échange, de titres et de CVG. Les CVG sont des engagements hors bilan pour la société émettrice qui constituent un complément du coût d'acquisition des titres reçus. Leur prix peut être estimé à partir soit du modèle de Black et Scholes soit du modèle binomial.

Si les CVG permettent à un acquéreur de limiter le prix payé dans le cadre d'une OPE en proposant de garantir, pour le futur, un prix de l'action offerte supérieur au cours lors de l'opération, ils peuvent se révéler très coûteux lors d'un retournement de tendance du marché. En effet, en émettant des CVG, l'émetteur anticipe une hausse future des cours (dans le cadre d'une OPE, il s'agit du cours de l'initiateur tandis que dans le cadre d'une OPA, il s'agit du cours de la cible). Face aux risques courus, certains émetteurs ont profité d'une hausse des cours (et donc d'une baisse des CVG) pour racheter les certificats émis antérieurement. C'est le cas du groupe BNP-Paribas qui a racheté en 2000, au cours le plus bas, le quart des CVG qu'elle avait émis au profit des actionnaires de Paribas.

## 2°/ OPA et OPE : Le rôle du Conseil des Marchés Financiers

### a) Opérations spécifiques aux marchés réglementés : articles essentiels du règlement du CMF

Voici quelques articles du règlement du Conseil des Marchés Financiers qui réglementent les Opérations Publiques :

#### Section 1 Offres publiques d'achat et d'échange

##### **Art. L. 433-1 :**

*Afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence des marchés, le règlement général du conseil des marchés financiers fixe les règles relatives aux offres publiques portant sur des instruments financiers négociés sur un marché réglementé ainsi que celles mentionnées aux articles L. 433-3 et L. 433-4.*

##### **Art. L. 433-2 :**

*La suspension, en période d'offre publique, des délégations consenties par l'assemblée générale au conseil d'administration pour réaliser des augmentations de capital est régie par le IV de l'article L. 225-129 du code de commerce reproduit ci-après :*

*« Art. L. 225-129. - IV. - Toute délégation de l'assemblée générale est suspendue en période d'offre publique d'achat ou d'échange sur les titres de la société, sauf si l'assemblée générale, préalablement à l'offre, a autorisé expressément, pour une durée comprise entre les dates de réunion de deux assemblées appelées à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé, une augmentation de capital pendant ladite période d'offre publique d'achat ou d'échange et si l'augmentation envisagée n'a pas été réservée. »*

#### Section 2 Obligation de déposer un projet d'offre publique

##### **Art. L. 433-3 :**

*I. - Le règlement général du conseil des marchés financiers fixe les conditions dans lesquelles toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert au sens des dispositions de l'article L. 233-10 du code de commerce et venant à détenir, directement ou indirectement, une fraction du capital ou des droits de vote d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, est tenue d'en informer immédiatement le conseil et de déposer un projet d'offre publique en vue d'acquérir une quantité déterminée des titres de la société ; à défaut d'avoir procédé à ce dépôt, les titres qu'elle détient au-delà de la fraction du capital ou des droits de vote sont privés du droit de vote.*

*II. - Le règlement général du conseil des marchés financiers fixe également les conditions dans lesquelles le projet d'acquisition d'un bloc de titres conférant la majorité du capital ou des droits de vote d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé oblige le ou les acquéreurs à acheter les titres qui leur sont alors présentés au cours ou au prix auquel la cession du bloc est réalisée.*

### Section 3 Offres publiques de retrait et retrait obligatoire

#### Art. L. 433-4 :

*I. - Le règlement général du conseil des marchés financiers fixe les conditions applicables aux procédures d'offre et de demande de retrait, lorsque le ou les actionnaires majoritaires d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou dont les titres ont cessé d'être négociés sur un marché réglementé détiennent de concert, au sens des dispositions de l'article L. 233-10 du code de commerce, une fraction déterminée des droits de vote ou lorsqu'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé prend la forme d'une société en commandite par actions.*

*II. - Le règlement général du conseil des marchés financiers fixe également les conditions dans lesquelles, à l'issue d'une procédure d'offre ou de demande de retrait, les titres non présentés par les actionnaires minoritaires, dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote, sont transférés aux actionnaires majoritaires à leur demande, et les détenteurs indemnisés ; l'évaluation des titres, effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs tient compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité. L'indemnisation est égale, par titre, au résultat de l'évaluation précitée ou, s'il est plus élevé, au prix proposé lors de l'offre ou la demande de retrait. Le montant de l'indemnisation revenant aux détenteurs non identifiés est consigné.*

## **b) Conséquences sur le déroulement des procédures d'offres publiques**

### **Phase préliminaire**

#### ***Présentation d'une demande***

Tout projet d'OPA ou d'OPE doit faire l'objet d'une demande présentée au CMF. Le rôle du CMF est de vérifier le projet d'offre au regard de la loyauté et de la transparence du marché boursier. Le conseil n'a pas à apprécier la finalité industrielle, commerciale ou sociale de l'opération (Paris 27 oct. 1993, Bull.COB n° 275, déc. 1993)



Dès que le conseil est saisi du projet la SBF suspend la cotation. Elle informe du dépôt le Ministre de l'économie et la COB. La publication de l'offre publique marque le début de la période d'offre publique.

Le ou les établissements présentateurs doivent présenter un dossier dont le contenu et la présentation sont réglementés. Le CMF instruit le dossier et se prononce sur la recevabilité dans un délai maximal de cinq jours suivant le jour du dépôt du dossier.

Le CMF peut demander le réexamen du projet s'il n'estime pas acceptable :

- le **prix** ou les **parités d'échange** proposés, en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus et des caractéristiques de la société visée ;
- le **seuil**, exprimé en nombre minimal de titres présentés, de la faculté de renonciation de l'initiateur ;
- la **nature**, les **caractéristiques**, la **cotation** ou le **marché des titres** proposés en échange.

Tout actionnaire dispose d'un droit propre à exercer un recours contre la décision prise par le CMF. Le recours se fait par dépôt au greffe contre récépissé.

### ***Note d'information***

Les initiateurs et les sociétés visées par une offre publique d'achat doivent établir une note d'information. Celle-ci est soumise, avant diffusion, au visa préalable de la COB.

Le contenu de ce document est précisé par une instruction de la COB. La COB peut assortir son visa de tout avertissement qu'elle estime utile.

La COB dispose d'un délai de cinq jours de bourse suivant le jour du dépôt du projet de la note d'information pour y apposer son visa;

### **Déroulement de la procédure**

#### ***Les principes à respecter par les intervenants***

La COB a délimité les principes devant être respectés lors du déroulement d'une offre publique. Elle pose le principe du libre jeu des offres et de leurs surenchères.

### *L'OPA et le contrôle des dirigeants*

Le règlement n°89-03 impose aux dirigeants des sociétés concernées par une offre publique d'achat des obligations de vigilance dans leurs déclarations.

Tout acte dépassant la gestion courante doit être porté à la connaissance de la COB afin de lui permettre de veiller à l'information du public et de faire, le cas échéant, connaître son appréciation sur l'opération concernée.

Dès le dépôt du projet d'offre, les dirigeants de la société visée doivent s'abstenir d'accroître les participations d'auto-contrôle existantes.

Une clause d'agrément ne peut être opposée à l'initiateur de l'offre pour les titres qui lui seraient apportés dans le cadre de son offre.

Les promesses de cession conclues antérieurement au dépôt du projet d'OPA et ayant donné lieu à une information régulière du public ne contreviennent pas aux dispositions du règlement COB n° 89-03. Dès lors qu'elles en concernent qu'une quantité de titres limitée et ne sont donc pas de nature à rendre vaine toute surenchère, ces promesses, mêmes faites à titre irrévocable, ne sont pas susceptibles de porter atteinte au libre jeu des offres et des surenchères (CA Paris 27 octobre 1993, RJDA 4/94 n°422)

Le conseil d'administration ou le directoire d'une société dont les titres font l'objet d'une OPA ou d'une OPE peut procéder, pendant la période de l'offre, à une augmentation de capital sur délégation de l'AGE sous réserve que les conditions suivantes aient été respectées(ART. L 180-IV) :

- l'AGE doit avoir expressément autorisé le CA ou le directoire à augmenter le capital social pendant une OPA ou une OPE
- l'augmentation de capital ne doit pas avoir été réservée à une ou plusieurs personnes déterminées.

### ***Possibilité de surenchérir***

L'initiateur peut surenchérir sur le temps de son offre jusqu'à la cloture de celle-ci. Les offres publiques d'achat concurrentes et les surenchères sont libellées à un prix supérieur d'au moins 2% au prix stipulé pour chacun des titres de la société visée par l'offre publique d'achat ou la surenchère précédente.

Toutefois une offre publique d'achat concurrente ou une surenchère peut être déclarée recevable si son initiateur supprime la condition d'un nombre minimal de titres.

### **OPA ou OPE obligatoires**

Lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert avec d'autres, vient à détenir plus du tiers du capital ou plus du tiers des droits de vote d'une société française dont les titres sont inscrits à la cote officielle ou au second marché, elle doit en informer immédiatement le CMF et déposer un projet d'offre publique visant la totalité des titres de capital ou des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote.

Cette obligation s'impose même si le franchissement de seuil est réalisé, en tout ou partie, indirectement par la prise du contrôle d'une autre société (cotée ou non) dès lors que les titres détenus par celle-ci représentent une part essentielle de ses actifs.

Le dépôt d'une offre publique s'impose également aux personnes qui, détenant déjà directement ou indirectement plus du tiers du capital ou des droits de vote d'une société cotée, augmentent, dans un laps de temps inférieur à un an, leur participation d'au moins 2% du nombre total des actions ou droits de vote existants.

Il est en effet considéré qu'en cas de montée en puissance lente, assortie d'une information du public, les actionnaires minoritaires peuvent décider en connaissance de cause de l'attitude qu'ils veulent adopter. L'obligation qui était imposée lorsque le seuil de la majorité était franchi a été supprimée.

Le franchissement du seuil qui déclenche l'obligation de faire une OPA n'est pas nécessairement par une acquisition. Il peut s'agir d'un pacte d'actionnaires (sous réserve de dispense) ou d'opérations de fusion.

Pour le calcul du seuil en droits de vote il convient de déduire les actions à dividende prioritaire sans droit de vote, les actions d'auto-contrôle, les actions privées du droit de vote pour défaut de notification d'un franchissement de seuil, etc.

### ***Dispenses :***

Le CMF peut dispenser les intéressés de l'obligation de dépôt d'une OPA

- si l'acquisition résulte soit d'une transmission à titre gratuit, soit d'une augmentation de capital en numéraire réservée à des personnes dénommées, soit d'une opération de fusion ou d'apport partiel d'actif approuvée par les actionnaires de la société dont les titres ont été acquis. Cette dérogation est maintenant expressément limitée à la recapitalisation des entreprises en difficulté que le repreneur doit renflouer
- l'acquisition du nombre de titres de capital ou de droits de vote au delà du seuil du tiers n'excède pas 2% du nombre total des titres ou des droits de vote et les acquéreurs s'engagent à reclasser les titres excédentaires dans un délai de dix-huit mois ;
- le dépassement de seuil résulte d'une réduction du nombre total des actions ou des droits de vote ;
- la société est déjà contrôlée majoritairement par un ou plusieurs actionnaires agissant de concert ;
- le ou les intéressés ont acquis les titres de personnes extérieures au groupe auquel ils appartiennent, alors que ce groupe contrôle déjà la société émettrice dans le cadre d'une consolidation des comptes ;
- le franchissement de seuil résulte d'un reclassement de titres à l'intérieur d'un groupe de personnes qui contrôle la société émettrice, sans que ce reclassement ait pour effet de modifier de manière significative l'équilibre des personnes associés dans le groupe.

A défaut de dépôt de l'OPA ou de l'OPE les titres que l'intéressé détient au delà du tiers du capital ou des droits de vote sont privés du droit de vote.

Après avoir présenté les modalités des Opérations Publiques, nous allons nous attacher aux cibles de ces Opérations, c'est-à-dire aux entreprises sur lesquelles portent ces opérations. Ces opérations ne se font pas sans une évaluation préalable des entreprises.

## II – Les méthodes d'évaluation

---

Il existe trois méthodes d'évaluation des entreprises cible :

- la méthode patrimoniale ;
- la méthode des multiples ;
- la méthode des Discounted Cash Flow.

Nous allons présenter successivement chacune de ces méthodes.

### 1°/ La méthode patrimoniale

La méthode patrimoniale revient à évaluer séparément les différents actifs du bilan engagements de l'entreprise et à en faire la somme algébrique :

$$\text{Actif net} = \text{Actifs} - \text{Dettes}$$

La méthode patrimoniale est simple. Elle consiste à étudier la valeur de chacun des actifs et des passifs inscrits au bilan d'une entreprise. Les valeurs comptables étant souvent éloignées des valeurs réelles, ces dernières doivent donc être corrigées, réévaluées, pour déterminer un actif net réévalué.

$$\text{Actif net réévalué} = \text{Actif net ajusté par réévaluation des principaux postes du bilan}$$

C'est donc au niveau de chaque actif et de chaque passif exigible que se pose le problème de l'évaluation. Il s'agit d'être cohérent dans les estimations, même si les méthodes appliquées peuvent être différentes.

On peut ainsi distinguer plusieurs types de valeurs patrimoniales :

- La valeur de marché : c'est la valeur que l'on pourrait retirer d'un bien en le vendant. Si cette valeur peut paraître incontestable d'un point de vue théorique elle suppose pratiquement que l'acheteur se place dans une optique liquidative, ce qui est rarement le cas puisque sa motivation d'achat est la synergie industrielle ou commerciale.
- La valeur d'usage : elle représente la valeur d'un actif au sein du processus d'exploitation, une sorte de coût de remplacement.

La méthode patrimoniale sera d'autant plus facile à utiliser et d'autant moins contestable que les actifs ont une valeur sur un marché indépendamment de leur inclusion dans le processus d'exploitation d'une entreprise.

Il existe donc toute une panoplie de valeurs, que l'on peut utiliser dans une approche patrimoniale. Puisque plusieurs optiques sont possibles (cessation de l'activité brutale, en douceur, poursuite de l'exploitation...), il s'agit de faire preuve de cohérence, en conservant la même approche tout au long de l'évaluation.

## **a) Evaluation des actifs**

### Les actifs Corporels

Les actifs de production peuvent être évalués à partir de la valeur de remplacement, à partir de la valeur de liquidation ou encore de toute autre valeur. Il faut néanmoins souligner que ce qui importe dans l'approche patrimoniale est la valeur globale de l'outil industriel et commercial. Il ne s'agit donc pas de chercher à décomposer les actifs en sommes d'actifs unitaires mais de raisonner globalement en considérant des ensembles d'actifs suffisamment importants et qui ont une valeur intrinsèque.

Il ne faut pas oublier non plus de prendre en compte la fiscalité. Ceci rend plus que jamais nécessaire de savoir dans quelle optique on se place en cas d'utilisation d'une méthode d'évaluation patrimoniale.

- Dans une optique liquidative, les actifs théoriquement vendus font apparaître des plus-values ou des moins-values. Les impôts théoriques viennent donc abaisser la valeur et les crédits d'impôts viennent l'accroître.
- Dans une optique de continuité d'exploitation, l'entreprise achète indirectement des actifs à travers l'acquisition de titres. De ce fait elle ne peut réévaluer ces actifs et les amortira donc sur la base d'une valeur plus faible que si elle avait pu les acheter directement. D'où des amortissements plus faibles entraînant des impôts supplémentaires. Enfin généralement dans une optique de continuité l'impact fiscal est négligé.

### Les Stocks

Dans le cas des sociétés industrielles, la valorisation des stocks ne pose en général pas de problème majeur, sauf s'ils contiennent des produits obsolètes ou en mauvais état. Dans ce cas il faudra appliquer une décote à leur valeur comptable, décote qu'un inventaire permettra d'estimer.

Toutefois il convient parfois de réévaluer les stocks de certaines entreprises dont le cycle de production est long, ce qui peut entraîner des plus-values sur stocks : champagnes, cognac, spiritueux... Ici encore, les réévaluations opérées devront tenir compte de l'impact de l'impôt sur les bénéfices. En faisant ceci, il faut avoir conscience que l'on achète déjà les bénéfices des années futures.



## Les Actifs Incorporels

Il peut apparaître paradoxal de retenir une valeur patrimoniale pour l'évaluation des actifs incorporels dont la valeur liquidative a très longtemps été considérée comme faible. Mais il est à présent admis que le patrimoine d'une entreprise se compose aussi d'actifs incorporels dont la valeur est loin d'être nulle (marque, fond de commerce).

On retiendra notamment :

- Le droit au bail : Il s'agit du droit à la jouissance des lieux loués par un titulaire d'un bail commercial. Il est égal à la somme actualisée des différences entre le loyer au prix du marché et le loyer effectivement payé.
- La marque : Il s'agit de valeur particulièrement difficiles à évaluer, mais dont l'importance est croissante.

Il existe généralement trois méthodes pour les estimer.

- La première méthode considère une valeur de reconstitution égale au montant des dépenses publicitaires après impôts nécessaires pour reconstituer la marque. Cette méthode est totalement empirique.
- La deuxième méthode consiste à actualiser les royalties touchées ou qui pourraient être touchées de par l'exploitation de la marque.
- La troisième méthode d'évaluation consiste à analyser le fondement même de la marque, dont l'utilité est principalement de faire vendre plus, et plus cher, moyennant des coûts supérieurs, notamment par rapport au produit sans marques. La valeur actuelle de ce « super bénéfice » sur une certaine durée permet d'approcher la valeur de la marque. Il ne faut cacher que cette approche est difficile à appliquer concrètement, notamment dès qu'on ne dispose de produit « sans marques » de référence. Les praticiens actualisent les flux différentiels de trésorerie imputables à l'existence d'une marque (marge d'exploitation supplémentaire moins coûts d'exploitations supplémentaires, BFR et investissement supplémentaires) pour isoler la valeur d'une marque.

## **b) Utilité des valeurs patrimoniales**

La valeur patrimoniale est surtout utile pour évaluer des petites entreprises sans valeur stratégique. La valeur patrimoniale est d'autant plus applicable que l'entreprise est industrielle et dispose d'actifs pour lesquels il existe un second marché.

Les principales limitations de cette méthode proviennent du fait qu'elle est statique (photographie à un moment donné) et qu'elle ne tient compte ni de la rentabilité des actifs ni des perspectives de croissance de l'entreprise.

## **2°/ La méthode des multiples**

La simplicité apparente de cette méthode et la rapidité avec laquelle il est possible de la mettre en œuvre en font un outil très apprécié. Cette méthode présente cependant quelques pièges que nous aborderons. Après les principes généraux de la méthode, nous présenterons les différents types de multiples boursiers et leur application pratique, avant de découvrir les multiples de transaction.

### **a) Les principes de la méthode des multiples**

La méthode des multiples permet de passer de la comptabilité à la valeur. Elle repose sur l'application aux principaux soldes comptables historiques ou anticipés de l'entreprise à évaluer, de multiples calculés à partir d'un échantillon d'entreprises cotées comparables.

$$\text{Valeur} = (\text{multiple}) \times (\text{solde comptable historique ou anticipé})$$

Le plus connu des multiples est certainement le PER, qui permet d'établir la valeur des capitaux propres d'une entreprise à partir de son résultat net historique ou estimé. On dira ainsi qu'une entreprise vaut 18 fois son résultat net de l'année. Cette approche a le mérite de

la simplicité et du pragmatisme pour établir la valeur *stand alone* d'une entreprise : faire comme si elle était cotée. On dit parfois qu'il s'agit d'une méthode de minoritaires car la référence boursière exclut toute prime de contrôle relative à une acquisition.

L'approche par les multiples est fondée sur l'hypothèse forte d'efficacité des marchés : le cours d'une action est le reflet à tout moment des anticipations de création de valeur de l'entreprise par les investisseurs et ce niveau de valorisation peut être transposé d'une entreprise à une autre. En pratique, un cours de bourse est souvent affecté par des problèmes d'illiquidité, des phénomènes spéculatifs, des décotes de holding voire des phénomènes de mode (comme lors de la bulle Internet) qui limitent la pertinence de cette approche. En outre, tout « l'art » de cette méthode réside dans la difficulté à trouver un échantillon d'entreprises vraiment comparables, notamment en Europe continentale où le nombre de sociétés cotées est faible ; et dans le fait que le multiple résume en un seul chiffre plusieurs facteurs pouvant avoir des influences contradictoires.

Certains facteurs sont susceptibles d'influer sur les multiples :

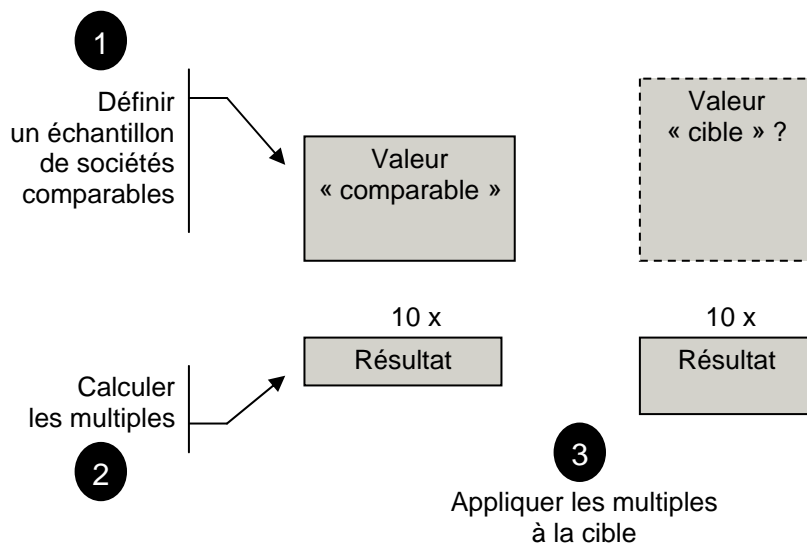
- Les perspectives de croissance des soldes considérés influencent directement le niveau des multiples. En effet, une forte croissance donnera des multiples élevés tandis qu'une croissance modeste aura plutôt tendance à être associée à des multiples faibles.
- Le risque opérationnel et le risque financier constituent deux autres facteurs importants. A risque fort correspondent des multiples faibles ; inversement, à risque faible correspondent des multiples élevés. Mais il faut dissocier le risque opérationnel lié à l'activité de l'entreprise du risque financier, issu de l'adéquation de la structure financière aux perspectives d'activité de l'entreprise. Ainsi une entreprise de travail temporaire présente un risque opérationnel facilement perceptible : sensibilité à la conjoncture, à l'évolution du droit social ou au degré de qualification du personnel. De plus, si cette même entreprise est endettée, son point mort sera d'autant plus élevé et ses résultats seront plus sensibles au changement de conjoncture, d'où un risque supplémentaire. La structure financière agit donc comme un amplificateur du risque opérationnel de l'entreprise.

- Le niveau général des taux d'intérêt. A des taux d'intérêt élevés correspondent des multiples faibles, tandis qu'à des taux d'intérêt faibles correspondent des multiples élevés. Il existe un lien permanent entre les niveaux des taux et l'évolution du marché des actions. L'évolution des taux donne la tendance sur le long terme des marchés d'actions. Pratiquement, il y a donc une corrélation entre la fluctuation des taux et la fluctuation des PER.

Au total, derrière ce chiffre qu'est le multiple, se cachent nombre d'hypothèses et d'approximations, qui doivent rendre plus simple le travail d'évaluation selon cette méthode.

## b) Les multiples boursiers

La méthode se déroule en trois étapes comme le montre le schéma ci-dessous.



La première étape consiste à sélectionner un échantillon d'entreprises cotées comparables. Comparables ne signifie seulement qu'elles appartiennent au même secteur d'activité : les entreprises doivent présenter une dynamique de création de valeur comparable en terme de perspectives de croissance et de rentabilité économique. Il faut donc faire une analyse financière des sociétés de l'échantillon.

La comparaison des marges d'excédent brut d'exploitation, du résultat d'exploitation, du ratio de rotation de l'actif économique et de la rentabilité économique et du niveau de croissance attendue de l'activité est très utile pour positionner l'entreprise à évaluer par rapport aux sociétés de l'échantillon. Les titres financiers des sociétés de l'échantillon doivent être suffisamment liquides pour faire du cours de bourse un indicateur significatif. Au-delà des critères du flottant (part de l'actionnariat non stable par opposition à un ou plusieurs actionnaires pérennes) et du volume moyen quotidien de titres échangés sur le marché, les valeurs de l'échantillon doivent être suivies par au moins deux ou trois analystes financiers publiant régulièrement des prévisions d'activité. Il vaut mieux se limiter à un échantillon restreint mais fiable plutôt que d'avoir quinze sociétés aux caractéristiques disparates et dont la création de valeur diffère trop de la société à évaluer.

La seconde étape est le calcul des multiples des entreprises de l'échantillon. Celui-ci est effectué pour au moins trois exercices : les soldes comparables du dernier exercice disponible, les données estimées pour l'exercice en cours et les prévisions pour l'exercice suivant. Il existe deux familles de multiple : les multiples qui permettent d'obtenir ou se calculent à partir de la valeur de l'entreprise et les multiples permettant d'obtenir ou se calculant à partir de la valeur des capitaux propres.

### *Les multiples de la valeur d'entreprise (VE)*

Ce sont des multiples qui se calculent à partir des soldes du compte de résultat avant frais financiers, c'est-à-dire avant prise en compte de la structure financière.

$$\text{Multiple de chiffre d'affaires} = \text{VE} / \text{Chiffre d'affaires}$$

Le multiple de chiffres d'affaires est dangereux car il considère que toutes les entreprises ont le même niveau de rentabilité. On le retient généralement pour valoriser les sociétés dont les autres soldes sont négatifs.

### **Multiple de l'EBE = VE / Excédent Brut de l'Exploitation**

Le multiple de l'EBE est très utilisé car tous les groupes n'ont pas la même politique d'amortissement ; il permet donc de raisonner avant impact des charges calculées. Il a cependant le grave défaut de moyenniser l'importance capitalistique de l'entreprise.

### **Multiple de résultat d'exploitation = VE / Résultat d'exploitation**

Le multiple de résultat d'exploitation est le plus juste conceptuellement. Il prend en compte l'importance capitalistique et donne une image complète de la performance de l'exploitation de l'entreprise. Il devrait en théorie être calculé après impôt.

La valeur d'entreprise des sociétés de l'échantillon est calculée à partir de ses deux composantes de la façon suivante :

$$VE = \text{capitalisation boursière} + \text{valeur de la dette}$$

Soit :

$$VE = (\text{dernier cours de bourse} \times \text{nombre d'actions en circulation}) + \text{valeur de la dette}$$

La capitalisation boursière et la valeur de la dette utilisées sont les mêmes pour le calcul des trois années de multiples. L'idée est qu'un cours de bourse donné reflète un certain niveau de croissance (et de risque) traduisant des multiples en hausse (ou non) sur les trois années considérées : ainsi tel comparable sur la base de son cours actuel est valorisé dix fois le résultat d'exploitation de l'année précédente, neuf fois le résultat d'exploitation de l'année en cours, huit fois le résultat d'exploitation de l'année suivante.

Afin d'intégrer les informations les plus récentes, le calcul de la capitalisation boursière s'effectue sur la base du dernier cours de clôture à la date de l'évaluation et non pas en utilisant le cours moyen de l'action sur une certaine période. Tous les titres donnant accès au capital doivent être intégrés à l'analyse : les actions issues d'obligations convertibles qui sont « dans la monnaie » (c'est-à-dire dont la conversion se traduit par un gain immédiat) doivent être ajoutées au nombre d'actions en circulation.

En théorie, la valeur de la dette résulte de l'actualisation de son échéancier au taux  $K_D$ . En pratique, il est rare de disposer d'un échéancier complet de la dette, et l'évaluateur utilise la valeur comptable de la dette nette (négligeant ainsi l'impact des variations de taux d'intérêt) ou la valeur de la dette publiée par certaines sociétés de l'échantillon. Les estimations de la dette nette faites par les analystes étant souvent peu fiables, la dette nette utilisée doit simplement être la dernière dette publiée par l'entreprise à la date de l'évaluation.

Il est également souhaitable d'intégrer au calcul de la valeur de l'entreprise la valeur des intérêts minoritaires. Dans l'hypothèse où les minoritaires sont logés dans une filiale cotée, il convient de rajouter leur quote-part en valeur au calcul de la valeur d'entreprise.

### *Les multiples de capitaux propres*

Ces multiples se calculent à partir de la valeur des capitaux propres, d'où leur tendance à normaliser la structure financière des entreprises composant l'échantillon de comparables.

$$\begin{aligned} \text{PER (multiple de résultat net)} &= \text{Capitalisation boursière} / \text{Résultat Net} \\ &= \text{Cours de l'action} / \text{Bénéfice par action} \end{aligned}$$

Le PER (Pricing Earning Ratio) est le multiple le plus utilisé car il est simple et également le plus dangereux puisqu'il normalise la structure financière de la société à évaluer sur la moyenne de celle des sociétés de l'échantillon et peut conduire selon le cas à

survaloriser ou sous-valoriser les capitaux propres de l'entreprise à évaluer. Le PER a toutefois le mérite d'intégrer la contribution des sociétés mises en équivalence, les intérêts minoritaires et la situation fiscale de la cible, ce qui est plus difficile avec les multiples de la valeur d'entreprise.

$$\begin{aligned} \text{PCF (multiple de Cash Flow)} &= \text{Capitalisation boursière} / \text{Cash Flow} \\ &= \text{Cours de l'action} / \text{Cash Flow par action} \end{aligned}$$

Le multiple de Cash Flow au sens de la capacité d'autofinancement est assez peu utilisé sauf dans certaines industries lourdes comme l'industrie pétrolière

$$\text{PBR (multiple de capitaux propres)} = \text{Capitalisation boursière} / \text{Capitaux propres}$$

$$= \text{Cours de l'action} / \text{Capitaux propres par action}$$

Le multiple de capitaux propres étant très dépendant de la structure financière, il est rarement utilisé sauf dans le cas des établissements financiers et des compagnies d'assurance où la notion de valeur d'entreprise est inexistante.

Pour cette même raison de dépendance des capitaux propres, il faut privilégier les multiples de valeur d'entreprise et notamment le multiple de résultat d'exploitation qui est indépendant de la structure financière et reflète l'importance capitalistique de l'entreprise grâce à la prise en compte des amortissements.

Chacun des multiples est déterminé à la date courante : on ne fait pas de moyenne des résultats sur plusieurs années, ni de moyenne des cours boursiers. Cependant, il est possible de faire la moyenne du même type de multiples de plusieurs sociétés sur la même année. Plutôt que de faire des moyennes ou des médianes pour cacher des écarts importants, il faut d'abord éliminer les chiffres mathématiquement justes mais financièrement aberrants (PER négatif ou supérieur à 50, multiple de résultat d'exploitation supérieur à 25) et comprendre



pourquoi certaines sociétés de l'échantillon semblent mieux ou moins bien valorisés que les autres. Il faut comprendre la dynamique de croissance et de risque de croissance de chacune des entreprises.

Ce n'est qu'à l'issue de ce travail d'analyse que l'on peut appliquer les multiples issus de l'échantillon à la société dont on cherche la valeur, afin d'en déduire une première fourchette d'évaluation. Un raffinement souvent utilisé consiste à établir une régression linéaire entre certains multiples (Excédent brut d'exploitation ou résultat d'exploitation) et la croissance ou la rentabilité économique anticipée pour permettre de positionner l'entreprise par rapport à l'échantillon et en déduire par interpolation les multiples à lui appliquer.

Les principales questions à se poser lors de la mise en œuvre de la méthode des multiples boursiers sont les suivantes.

- Quelles sont les entreprises cotées comparables à l'entreprise à évaluer ?
- En quoi leur cours de bourse est-il suffisamment significatif ?
- En quoi leurs perspectives de croissance et de rentabilité d'exploitation sont-elles comparables à celles de l'entreprise à évaluer ?
- En quoi leur structure financière est-elle ou non comparable à celle de l'entreprise à évaluer ?
- Quelles sont les dernières informations financières publiées ?
- Quels sont le contenu et tendance des notes d'analystes financiers suivant ces valeurs ?
- Quelles sont les prévisions disponibles sur l'année en cours et l'année prochaine ?
- Quels sont les multiples pertinents dans le secteur ?
- Quelle est la valeur des intérêts minoritaires des entreprises cotées comparables ?
- Existe-t-il des éléments de hors bilan qui s'apparentent à la dette financière latente ?

- Quelles sociétés de l'échantillon semblent bien valorisées par les investisseurs ? Pourquoi ?
- Quel multiple faut-il privilégier dans l'analyse des données obtenues ? Pourquoi ?
- Quelle fourchette de valorisation finale faut-il retenir ?

### **c) Les multiples de transaction**

Contrairement aux multiples boursiers, les multiples de transaction sont calculés lorsqu'il y a un changement de contrôle. On parle ainsi de méthode majoritaire (primes de contrôle et de synergies comprises) qui consiste à essayer, d'après les prix payés, de déduire une référence de valorisation pour une transaction dans le même secteur. La démarche à mener est identique à celle des multiples boursiers :

- Choisir et analyser un échantillon de transactions récentes dans le même secteur ;
- Calculer selon les formules précédentes les multiples issus des prix payés par les acquéreurs, principalement sur l'année au cours de laquelle l'opération de changement de contrôle est intervenue ;
- Puis en déduire des moyennes par multiple afin de les appliquer aux soldes correspondants de l'année en cours de l'entreprise cible.

Le problème de cette méthode est qu'elle donne souvent des résultats hétérogènes et mélangent prix payé avec valeur d'entreprise. Parce que chaque transaction est particulière, le prix payé reflète aussi bien une anticipation de synergies, un processus de vente et un compromis de négociation. Ce prix n'est donc qu'un « écho » lointain de la valeur *stand alone* de l'entreprise ; les multiples implicites aboutissent en général à des chiffres élevés, souvent favorable aux intérêts des vendeurs qui en font forcément usages lors des négociations.

### 3°/ La méthode des Discounted Cash Flow

#### a) Principes Généraux

La méthode des flux futurs de trésorerie, également désignée sous le terme de Discounted Cash Flow (DCF), est très largement admise en matière d'évaluation d'actif et traduit financièrement qu'**un actif «vaut ce qu'il rapporte»**. Cette méthode consiste à calculer, par actualisation, la valeur actuelle nette des flux de trésorerie futurs attendus d'une activité. Dans le cadre d'une transaction, le montant ainsi déterminé correspond au prix qu'un acquéreur devrait accepter de payer pour un investissement donné, puisque cet investissement lui permettra de couvrir le coût des capitaux (dette et fonds propres) qu'il engage.

Un des principaux attraits de cette méthode est de **mettre en lumière l'ensemble des hypothèses sous-jacentes à une valorisation** (croissance, rentabilité, investissements) et ce, **sur une longue période** : les flux de trésorerie sont en effet modélisés, puis projetés sur le long terme.

Dans cette approche, la valeur d'entreprise (VE) correspond à la somme de ses cash flows disponibles prévisionnels actualisés au coût moyen pondéré du capital engagé (CMPC ou WACC) :

$$VE = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1 + CMPC)^i} + \frac{VT}{(1 + CMPC)^n}$$

et

$$V_{FP} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1 + CMPC)^i} + \frac{VT}{(1 + CMPC)^n} - V_D$$

avec :

**VE** : la valeur d'entreprise

**V<sub>FP</sub>** : la valeur des fonds propres

**CF<sub>i</sub>** : le flux de trésorerie (free cash flow) généré par l'exploitation au cours de l'année *i*

**CMPC** : le coût moyen pondéré du capital

**VT** : la valeur terminale

**V<sub>D</sub>** : la valeur de l'endettement financier net.

## **b) Les quatre étapes du DCF**

On peut décomposer la mise en œuvre d'une évaluation par la méthode du DCF en quatre phases qui, sans être totalement indépendantes, correspondent aux éléments les plus importants du modèle. Ces étapes sont les suivantes :

- modéliser les flux de trésorerie attendus;
- estimer le flux normatif;
- calculer le coût moyen pondéré du capital;
- déterminer la valeur d'entreprise.

### **Etape 1 : Modéliser les flux de trésorerie attendus**

Les éléments réunis lors du diagnostic stratégique et financier constituent, avec le business plan (prévisions d'activité) établi par la société, le point de départ d'une évaluation selon la méthode du DCF. Lorsqu'elles sont disponibles, ces prévisions sont souvent établies sur un horizon relativement court (de 3 à 5 ans).

Le rôle de l'évaluateur est d'examiner ces prévisions, afin **de les critiquer ou de les prolonger si nécessaire**. Dans certains cas, il pourra même être amené à établir ou à assister les dirigeants dans l'établissement de ces prévisions.

L'objectif recherché, dans cette première étape, est de disposer d'un modèle exempt d'erreurs matérielles et reflétant des hypothèses d'activité réalistes, cohérentes et pertinentes.

## **Etape 2 : Estimer le flux normatif**

Après avoir examiné les prévisions établies à 3 ou 5 ans, l'évaluateur doit estimer la performance financière que la cible est en mesure de maintenir à long terme.

Ce **flux de trésorerie «normatif»** va en effet permettre le calcul de la **valeur terminale**, qui correspond à la valeur de l'actif économique de la cible à la fin de l'horizon de prévision explicite. Il est important de souligner que la valeur terminale représente très souvent une **part prépondérante** (plus des 2/3) de la valeur d'entreprise. Cette proportion élevée s'explique par le fait que les prévisions sont établies sur un horizon relativement court par rapport à la durée de vie des actifs et que les prévisions intègrent leur renouvellement via les investissements.

Le calcul du flux normatif se base en général sur le dernier cash flow des prévisions, corrigé, dans le cas d'une société industrielle, des éléments suivants :

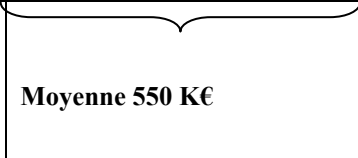
- la croissance du chiffre d'affaires doit être égale à la **croissance qu'il est possible de maintenir à long terme**. Souvent, on retiendra le même rythme que l'économie, soit environ 2 à 3 % selon le secteur;
- le **taux de marge doit tenir compte des éléments du diagnostic stratégique** (arrivée éventuelle d'un concurrent, dérégulation...);
- la **variation de BFR doit être calculée en tenant compte du taux de croissance à long terme**;

- les **investissements doivent être calculés afin de maintenir le ratio d'intensité capitalistique** (actif immobilisé/chiffre d'affaires) à un niveau cohérent avec celui constaté lors du diagnostic financier ou sur les principaux concurrents;
- les **amortissements sont fixés comme étant égaux aux investissements**, afin de permettre le calcul de l'impôt sur les sociétés normatif;
- les **différents retraitements peuvent conduire à un cash flow normatif sensiblement différent du dernier cash flow**, notamment lorsque le dernier cash flow a été déterminé en tenant compte d'une croissance forte et d'investissements importants.

#### Exemple chiffré :

Il convient de distinguer :

- les flux de trésorerie disponible (FTD) ou free cash flow sur la période de prévisions explicites. Ils sont **estimés à partir du business plan**, soit :

		2004	2005	2006	2007	2008
+	EBE	892	985	1002	1017	1031
-	Intéressement aux salariés	- 18	- 61	- 77	- 97	- 112
-	IS sur REX	- 91	- 136	- 162	- 180	- 190
-	Investissements	- 230	- 15	- 15	- 500	- 15
-	BFR	- 11	- 26	- 23	- 17	- 15
=	<b>Δ FTD</b>	<b>542</b>	<b>747</b>	<b>725</b>	<b>223</b>	<b>699</b>
						

- les FTD au-delà. On considère que l'entreprise dégagera à compter de la sixième année un flux minimum normatif de 550 K€ (moyenne des trois dernières années). Cette pondération s'explique par la nécessité d'investir régulièrement dans les machines pour bénéficier des évolutions technologiques afin de rester concurrentiel. Ce flux est capitalisé au CMPC. Il n'inclut aucun taux de croissance anticipé, pour fournir la valeur résiduelle.

### **Etape 3 : Calculer le Coût Moyen Pondéré du Capital**

Le **coût du capital** représente la rentabilité exigée par l'ensemble des investisseurs pour un actif. Ces «investisseurs» apportent principalement deux types de financement:

- les **capitaux propres** sont rémunérés via des dividendes et donnent accès à la propriété de tous les éléments composant le patrimoine de l'entreprise;
- la **dette financière** est la partie des dettes de l'entreprise qui porte intérêt: emprunts, comptes courants, etc.

S'ajoutent parfois à ces deux catégories de financement des moyens de financement «intermédiaires» dénommés dettes mezzanines, à travers notamment des emprunts obligataires (convertibles en actions ou non).

Le Coût Moyen Pondéré du Capital, ou CMPC, représente le coût qui résulte de la possibilité, pour les investisseurs, d'arbitrer entre plusieurs actifs et de baser leur choix sur le risque que présentent les revenus futurs de cet actif. Ainsi, plus un actif produira des revenus volatils, plus il sera «risqué» et plus la rentabilité exigée sera élevée (les investisseurs qui recherchent un placement plus sûr ont la possibilité de choisir, sur le marché, un actif présentant un risque moindre). **Cet équilibre entre risque et rentabilité constitue le socle de cette méthode.**

En résumé, les flux de trésorerie générés par l'entreprise peuvent se décomposer comme suit :

L'évaluation par les flux de trésorerie		
Cash flows	Flux de trésorerie avant intérêts et remboursement de dette	Flux de trésorerie après intérêts et remboursement de dette
Rémunération	Actionnaires et créanciers	Actionnaires
Taux	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	Coût des fonds propres (K <sub>CP</sub> )
Valorisation	Valeur d'entreprise (V <sub>E</sub> ) = Valeur des fonds propres (V <sub>FP</sub> ) + Valeur de l'endettement financier (V <sub>D</sub> )	Valeur des fonds propres (V <sub>FP</sub> )

*Calcul du CMPC :*

Le CMPC correspond à la moyenne pondérée des ressources utilisées par la société:

$$\text{CMPC} = K_{\text{CP}} \frac{V_{\text{FP}}}{V_{\text{FP}} + V_{\text{D}}} + K_{\text{D}} \times (1 - \text{IS}) \times \frac{V_{\text{D}}}{V_{\text{FP}} + V_{\text{D}}}$$

Avec :

**V<sub>FP</sub>**: la valeur des fonds propres

**V<sub>D</sub>**: la valeur de la dette

**K<sub>CP</sub>**: le coût des fonds propres

**K<sub>D</sub>**: le coût de la dette financière. Le facteur (1 – IS) reflète l'économie d'impôt liée à la charge d'intérêts, les flux de trésorerie tenant compte d'un impôt à taux plein.

La pratique actuelle de l'évaluation d'entreprise repose majoritairement sur le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF) qui permet de décomposer :

- le coût des fonds propres,
- le coût de la dette financière.



*Estimation du coût des fonds propres ( $K_{CP}$ ).*

Le coût des fonds propres est une question qui fait l'objet de nombreux débats. Ce modèle permet d'estimer la rentabilité exigée par un actionnaire selon la formule suivante :

$$K_{cp} = Rf + (Rm - Rf) \times \beta_{cp}$$

avec

**Rm** : le risque de marché

**Rf** : le taux sans risque

**$\beta$**  : le coefficient de sensibilité au risque

L'estimation de ces différents paramètres représente une **difficulté importante** du DCF et requiert, dans la plupart des cas, d'avoir accès à des bases de données financières, même si ces informations tendent à être assez largement diffusées.

Le **taux sans risque** ( $Rm$ ) correspond à la rémunération qu'on peut attendre d'un investissement en obligations sans risque: on peut ainsi retenir le taux des obligations assimilables du Trésor (OAT) à 10 ans.

La **prime de risque** correspond à la rémunération du risque systématique de l'ensemble du marché actions ( $Rm - Rf$ ), pondérée par un coefficient de sensibilité au risque ( $\beta$ ) destiné à tenir compte de la volatilité de l'entreprise par rapport au marché.

Le **coefficient  $\beta$  d'une société cotée** est défini par référence à la volatilité de son cours de bourse par rapport à l'évolution du marché. Cette mesure peut être obtenue directement sur les bases de données financières.

Pour les **sociétés non cotées**, il est possible de procéder par analogie avec le  $\beta$  mesuré sur des sociétés cotées. Toutefois, cette approche n'est pas nécessairement adaptée aux sociétés non cotées, en raison de leur faible diversification, de leur dépendance par rapport à quelques clients et hommes-clés, de la difficulté de négocier les titres de ces sociétés (liquidité), etc.

*Estimation du coût de la dette (KD).*

**KD doit correspondre au coût à long terme de la dette. Lorsque l'on considère une société isolée, sauf cas particulier, le coût constaté est une approche satisfaisante, mais on retiendra que le coût de la dette varie sensiblement avec le niveau de l'endettement.**

## **Etape 4 : Déterminer la valeur de l'entreprise**

Dans le modèle du DCF, la valeur d'entreprise est égale à la somme de tous les flux de trésorerie d'exploitation, c'est-à-dire à la fois ceux de l'horizon explicite et ceux attendus au-delà (le flux «normatif»). Il faudrait donc prolonger à long terme le plan d'affaires en répétant chaque année le «flux normatif» augmenté du taux de croissance attendu à long terme.

En pratique, une solution plus courante consiste à calculer la valeur de ce «flux normatif» ( $C_{FN}$ ), en utilisant une simplification arithmétique: en effet, on peut facilement démontrer que la somme d'un flux de trésorerie croissante à un taux et actualisé à :

$$\text{un taux de } \frac{(1+g)}{(1+CMPC)} \text{ est égale à } \frac{C_{FN} \cdot}{(CMPC - g)}$$

$$\text{Dès lors, la valeur terminale (VT) est égale à } \frac{C_{FN}}{(CMPC - g)} .$$

ATTENTION: Il convient de souligner que ce montant doit être actualisé au même taux que le dernier cash flow de l'horizon explicite.

### **4°/ L'obligation à bon de souscription d'actions remboursables**

#### **a) Présentation**

L'OBSAR est une obligation convertible synthétique, de durée moyenne (3-5 ans) et qui s'adresse naturellement à des sociétés aux capitalisations moyennes.

L'émergence du produit s'explique en analysant les circonstances actuelles :

- le marché ne permet pas aujourd'hui de bien réaliser des opérations classiques d'Introduction ou d'augmentation de capital .L'OBSAR, a été créée pour pallier ces circonstances d'assèchement et d'absence des investisseurs ;

- beaucoup d'entreprises demeurent très demandeuses de ressources financières nouvelles à moyen/long terme, dans le cadre de leurs programmes de croissance externe, de leurs paiements d'earn-out (suite aux nombreuses acquisitions effectuées entre 99 et mi-2001) ou encore d'accroissement de BFR en provenance de ces mêmes filiales. Pour certains, le recours à des financements de forme astucieuse et de coût optimal sera l'élément différenciateur permettant de sur-classer ses compétiteurs ;

- les banquiers commerciaux, même les plus conservateurs, savent qu'ils ne doivent plus camper sur le terrain des produits classiques, mais accepter - voire accompagner - le terrain des montages nouveaux parfois sophistiqués ;

- de plus, l'OBSAR, dite bancaire, s'adresse aux capitalisations comprises entre 50 et 500 M€ pour prendre une fourchette large, et plutôt 100-200 M€ pour citer la fourchette optimale. Il s'agit donc de mid-caps ; or face aux réels problèmes que rencontrent aujourd'hui maints grands groupes, certaines de ces mid-caps peuvent à juste titre attirer les banquiers prêteurs ;

- enfin, et cela en est presque un corollaire, le montage OCEANE, très en vue de 97 jusqu'en début d'année, peut pâtir aujourd'hui des douloureuses situations de nombreux émetteurs confrontés à un niveau élevé de dette in fine tandis que la conversion en actions est devenue tout à fait improbable... Rappelons que les programmes de rachat d'actions ont permis le développement de nouveaux instruments financiers : les obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes. Les sociétés ayant émis de tels produits peuvent en effet choisir d'attribuer aux porteurs de ces obligations (lorsqu'ils décident de procéder à la conversion) des titres qu'elles auront préalablement rachetés sur le marché. Cela leur permet de ne pas diluer leur capital en émettant de nouvelles actions. Les premières OCEANE ont été émises fin 1998 par la Société générale.

La conjonction de ces 5 facteurs (marché assez tari, besoin réel de ressources, adhésion croissante des banquiers à la nouveauté, fin de la stratégie bancaire du « Big is Safe » et image ébréchée de l'OCEANE), ajoutés à la volatilité des titres, a favorisé la mise au point du schéma OBSAR, dont les grands principes sont :

- placement (pré-placement) en scindant le produit en deux (obligation nue d'un côté, pur bon de souscription de l'autre) et en adressant chacune des couches aux populations « concernées » et donc à même d'en donner a priori le meilleur prix ;

- l'augmentation de capital, suscitée par l'exercice des bons, est destinée, par contrat dans la note d'opération, à rembourser l'emprunt ;

- l'émetteur a la possibilité, pendant une période définie de la vie du produit, de forcer l'exercice des bons si le cours atteint un niveau appréciable par rapport au cours lors de l'émission (par exemple à compter de la 4<sup>ième</sup> année si le cours a progressé de 50%) ; cette option permet à l'émetteur de forcer le remboursement de sa dette par les détenteurs de bons et ainsi de recouvrer pleinement sa capacité d'endettement.

L'OBSAR est donc une obligation equity-linked, émise et remboursée au pair, normalement mono-maturité (exemple 5 ans in fine), dont le coupon est à rythme court (trimestriel) et indexé sur l'euribor.

Sa mise en œuvre et ses caractéristiques -notamment de prix- pour un corporate donné, et les contreparties adressées, divergent cependant fortement d'une OCEANE. En effet, dans une OCEANE, les composantes dette et bon sont fondues dans un produit « tout en un ». L'ensemble est vendu de façon globale à des populations d'investisseurs diverses. A contrario, l'OBSAR est scindée dès le départ ; chacune des composantes peut disposer d'une vie boursière propre. Et chacune de ces composantes est adressée à des populations –banquiers pour la partie dette, investisseurs spécialisés pour la partie bons- distinctes.

Il en résulte que le paramétrage d'une OBSAR, produit plus « pur », est à la fois :

- précisément « calibré » car : d'une part les investisseurs en bons (le BSAR de OBSAR) sont à même d'affiner leur prix puisque c'est un produit simplement optionnel (agrégat de 2 positions acheteuses de Call et d'1 position vendeuse de Call, sur des durées et prix d'exercice différents, voir la suite) ; d'autre part les banquiers concernés par la composante dette ( le O de OBSAR) sont pourvoyeurs de dette par métier et sont donc à même d'accepter des rémunérations compétitives étant donné leur intérêt dans la relation globale avec le corporate ;

- raisonnablement « frugal » car le montant de l'opération est bien sûr calibré pour que le niveau de dette soit acceptable pour les banquiers et pour l'émetteur, dont les règles d'endettement sur Cash Flow doivent rester strictes et prudentes.

C'est ce principe de scission qui permet de construire une OBSAR avec des contreparties « spécialistes », permettant à la fois de satisfaire leurs intérêts et ceux du corporate-émetteur, le tout dans un contexte particulièrement difficile dont la persistance promet encore de beaux jours à ce type d'approche.

## **b) Le côté obligataire de l'OBSAR**

Qui dit OBSAR, dit presque toujours marge négative sur l'euribor : euribor-20 pb, euribor-100, euribor-50, etc... Aujourd'hui, seule l'opération Penauille Polyservices (Obsar de 160 M€ close le 10 mars 2004) affiche un spread positif avec un coupon à Euribor + 30 en raison de bons nettement "en dehors de la monnaie" (ie dont le prix d'exercice est très éloigné du prix de l'action lors de l'émission) afin de contenir l'importante dilution potentielle de cette opération. Toutes les autres opérations, comme Brime Technologies (février 2002) ou Cegid (février 2004), ont affiché une marge négative sur l'euribor. Avec un euribor à 3 mois (l'index utilisé dans 100 % des cas) qui oscille autour des 2%, ces marges négatives donne accès à un taux de financement souvent entre 1 et 2%.

Mais ce n'est que pure façade. Et c'est bien normal car l'OBSAR ne se cantonne pas à une seule fonction de crédit in fine puisqu'elle incorpore aussi une augmentation de capital susceptible de se déployer au fil de l'eau par l'entremise de l'exercice des BSAR sous-jacents.

Aussi, quitte à qualifier la "fonction" crédit in fine de l'OBSAR au travers de sa marge sur Euribor, les spécialistes préfèrent parler de taux équivalent global (TEG), autrement dit du taux all in, incluant tous les frais déboursés par l'entreprise.

En effet, raisonner taux effectif global, c'est avant tout recenser tous les flux afférents à l'opération, à commencer par ceux qui vont transiter dans les livres des banques participantes, dont dépend uniquement le coupon final.

Rappelons que celles-ci, en tant qu'établissements de crédit, n'ont a priori pas vocation à conserver les BSAR (celles qui les conservent, souvent bien judicieusement, calculent implicitement un prix, même futur, de cession desdits bons). Les banques participantes à ces OBSAR, qui représentent la quasi-totalité de la masse des purs obligataires, reçoivent donc, en plus des coupons et du nominal échangé en début et fin de vie de l'emprunt, le flux de cession des BSAR : il résulte de cet ensemble de flux un taux de rendement interne pour les banques de type Euribor + marge. Cette marge, elle, est assurément positive et le plus souvent se libelle avec 3 chiffres (xxx pb). Elle constitue bien entendu le point de départ, l'étape essentielle, dans la mise en œuvre d'une émission d'OBSAR. Cette marge actuarielle pour les banques est le reflet de leur adhésion vis à vis du risque crédit accepté en qualité de participant Obligataire.

On l'a compris, les banques assurent cette rémunération à l'aide de deux "canaux" de flux : la cession (le plus souvent à  $t=0$ ) des BSAR et les mises en paiement des coupons ultérieurs. Ainsi, contrairement aux apparences, le coupon est en quelque sorte déterminé en dernier lieu, en fonction de la valorisation (consensuelle ou garantie) des BSAR et de la marge aux obligataires "bancaires". Pour schématiser, les « vases communiquent entre le coupon et le bon » : plus valorisé est ce dernier, plus favorable sera le coupon pour l'entreprise, et vice versa ; ce principe de vases communicants permet de figer le taux servi aux banques au niveau minimal accepté par elles en Comité.

### **c) Le BSAR, un dérivé pas comme les autres**

Le BSAR est la vitamine indispensable au schéma de l'OBSAR. Le bon de souscription d'action remboursable, alias BSAR, est la composante « equity » d'une OBSAR. C'est une composante essentielle, presque au même titre que la composante obligation.

Dans le cadre d'une émission d'OBSAR, le BSAR remplit une triple fonction :

a. c'est le véhicule de l'augmentation de capital potentielle incorporée au montage : c'est le rôle naturel de tout bon de souscription : chaque exercice de ces bons constitue une « micro-augmentation » de capital pour l'émetteur ; et l'exercice de la totalité des bons concrétise une véritable augmentation de capital dont le montant est « calé », peu ou prou, au montant de l'émission. C'est pour cela que l'OBSAR est un produit 2 en 1, qui offre à la fois un crédit et une augmentation de capital ultérieure possible;

b. il renforce l'adhésion des participants à l'opération : la présence de BSAR est aussi de nature à renforcer l'adhésion indispensable du noyau de banques commerciales prenant part à l'opération. En effet, en qualité d'établissement de crédit, ces dernières fondent leur analyse sur plusieurs points complémentaires : sur la capacité de l'émetteur à rembourser normalement l'emprunt au travers la génération de son cash-flow estimée sur la période concernée; mais aussi en appréciant, à différents degrés selon les acteurs, la sortie en capital éventuelle du montage, puisque l'exercice d'un nombre suffisant de bons conduit contractuellement (au travers la note d'opération) l'entreprise à utiliser les fonds ainsi levés au remboursement par anticipation du nominal emprunté, donc des obligataires.

Conscients du niveau de probabilité d'exercice des BSAR (car le prix d'exercice est raisonnablement en dehors de la monnaie et la durée est assez longue), ces participants obligataires sont indéniablement confortés par la sortie en capital possible (mais non certaine) au travers de ces BSAR. Fort est de constater que les banques n'accordent quasiment plus de purs emprunts in fine à moyen terme pour les entreprises de taille moyenne concernées par le sujet OBSAR (c'est-à-dire avec un chiffre d'affaire inférieur à 1 milliard d'euros) ; en

revanche, dès lors qu'il s'agit d'une OBSAR, donc d'une dette equity-linked, un amortissement in fine n'est plus tabou et peut emporter l'adhésion de ces mêmes banques.

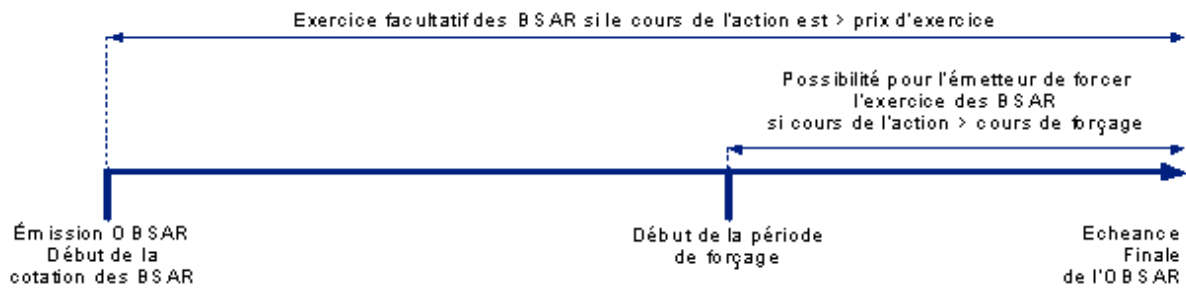
c. il en améliore le coût et la durée moyenne : la cession des BSAR constitue l'un des flux financiers propres à une OBSAR. Ce flux est reçu par les souscripteurs originaux aux OBSAR qui ne désirent pas ou n'ont pas vocation à conserver la composante dérivée dans leurs livres. Ceux là se limitent à un rôle de pur obligataire, de pur prêteur. Venant en complément des coupons perçus par la suite, le flux issu du BSAR, bonifie automatiquement le taux facial de l'emprunt.

Mais le BSAR n'est pas un bon tout à fait comme les autres. Le rôle central des BSAR conduit tout naturellement à examiner les caractéristiques et les valorisations – théoriques et constatées – de ces bons pas tout à fait comme les autres.

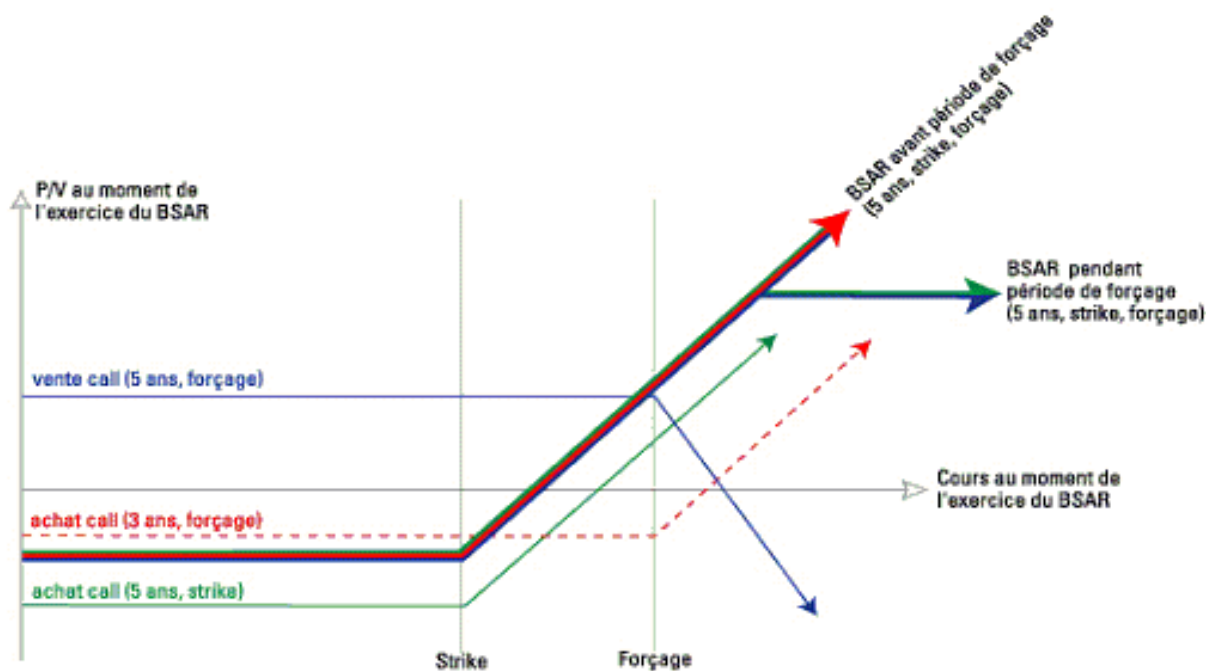
Un bon de souscription d'action remboursable est d'abord un bon de souscription d'action, c'est à dire une option d'acheter une action donnée, à un prix donné et ce, pour une période donnée (pendant toute la période, tel un call américain par opposition à un call européen, exerçable uniquement à l'échéance). Plusieurs modèles de valorisation de ces options existent, sont éprouvés et très largement utilisés par la communauté financière.

Mais comment appréhender la qualité « remboursable » de ces bons ? En fait, cette caractéristique nous dit que en général que: à compter du 3<sup>ème</sup> anniversaire de l'OBSAR et au-delà d'un certain cours - sous réserve de respect de la règle des 10 jours consécutifs parmi les 20 -, l'entreprise a la possibilité de rembourser tous les BSAR en circulation pour 0,01 €, autrement dit de contraindre les détenteurs à exercer lesdits bsar (il leur est évidemment préférable d'exercer un bon largement dans la monnaie plutôt que d'être remboursés d'une somme symbolique) :





La caractéristique « remboursable » du BSAR plafonne donc, à partir du 3ème anniversaire de l'émission, le gain potentiel de l'option. Il s'agit d'une sorte de barrière désactivante. L'intérêt pour l'émetteur est de conduire les détenteurs de BSAR à exercer leur option – en l'occurrence dans de bonnes conditions puisque celle-ci est largement dans la monnaie - et non pas attendre davantage. L'exercice des BSA concrétise l'augmentation de capital et permet de rembourser l'emprunt obligataire.



*P/V d'un détenteur de BSAR selon le spot lors de la cession du BSAR  
Combinaison des positions achat / vente synthétisant une position achat de BSAR*

Le détenteur de BSAR combine donc 3 positions (achat / vente) de simple BSA :

- un achat de BSA au prix d'exercice et à la période identiques à l'OBSAR
- une vente de BSA dont le prix d'exercice est le prix de forçage et la durée est celle de l'OBSAR

- un achat de BSA dont le prix d'exercice est le prix de forçage et la période limitée au 3ème anniversaire (en général) de l'OBSAR

Par exemple, détenir une position acheteuse de BSAR (5 ans, prix d'exercice 12 €, prix de forçage 15 €) revient peu ou prou à avoir une position acheteuse de BSA (5 ans, prix d'exercice 12 €), une position vendeuse de BSA (5 ans, prix d'exercice 15 €) et une position acheteuse de BSA (3 ans, prix d'exercice 15 €). Ainsi, pendant les trois premières années, le BSAR ne peut être « sous le coup d'un exercice forcé » et jouit donc des mêmes caractéristiques qu'un pur et simple bon de souscription d'actions. Cependant, une telle modélisation d'un BSAR ne tient cependant pas compte du fait que l'entreprise ne déclenche pas nécessairement l'exercice « forcé » exactement au niveau du seuil de "forçage", mais éventuellement à un cours supérieur. Ainsi, la plus-value des détenteurs de BSAR peut être sensiblement plus élevée ; cette modélisation est conservatrice à cet égard.

## III – Analyse d’une OPA

---

Afin de mettre en pratique les éléments théoriques que nous avons abordés précédemment, nous avons jugé utile d’étudier en détail une OPA. Nous aborderons en détail la structure du montage ainsi que les divers méthodes d’évaluation utilisées.

Nous avons choisi d’étudier l’OFFRE PUBLIQUE D’ACHAT SIMPLIFIEE visant les actions ordinaires et les bons de souscription d’actions remboursables (BSAR) de catégorie A, B et C de la société initiée par



et réalisée par l’intermédiaire de sa Filiale **DJC**.

L’offre, du 29 avril et 12 mai 2005, était la suivante :

- **7€ par action Penauille Polyservices**
- **0,67€ par BSAR de catégorie A**
- **0,41€ par BSAR de catégorie B**
- **0,31€ par BSAR de catégorie C**

### **1°/ Présentation et montage de l’opération**

#### ***Informations sur les parties en présence :***

##### **➤ CFF Recycling :**

Société anonyme de droit français au capital de 22 607 846,29 € divisé en 23 727 792 actions, entièrement libérées, dont le siège social est situé 119 avenue du Général Michel Bizot, 75012 Paris, identifiée sous le numéro 562 126 797 RCS Paris

##### **➤ Penauille Polyservices :**

Société anonyme de droit français au capital de 50 717 728 € divisé en 25 358 864 actions de 2 € de nominal, entièrement libérées et admises aux négociations sur Eurolist by Euronext

(codes ISIN FR 0000053381 et FR0010143974), dont le siège social est situé 6 allée des Coquelicots, 94470 Boissy Saint Léger, identifiée sous le numéro 352 980 601 RCS Créteil

➤ **JCP Participations :**

Holding de contrôle de Penaille Polyservices contrôlée par Monsieur Jean-Claude Penaille

**a) Contexte de l'opération**

Dans le cadre d'une réflexion visant au réaménagement de la structure de sa dette et au développement de ses deux activités (Services aux Entreprises et Services Aéroportuaires), Penaille Polyservices a initié des discussions durant l'année 2004 avec CFF Recycling pour évoquer la possibilité d'un rapprochement entre les deux groupes et la création d'un acteur majeur dans les services aux entreprises.

Suite à ces discussions, deux protocoles d'accord ont été signés et ont débouchés sur l'Offre Publique d'Achat Simplifiée.

Le premier en date du **7 Octobre 2004**, signé par CFF Recycling, JCP Participations et Penaille Polyservices

Le deuxième en date des **24 et 31 Décembre 2004**, signé par CFF Recycling, JCP Participations et Penaille Polyservices et les établissements bancaires prêteurs de Penaille Polyservices au titre de certains contrats de crédit et de la détention de certaines des obligations à bons de souscription d'actions remboursables Penaille Polyservices émises le 10 mars 2004 par la Société

**b) Réalisation des opérations prévues au protocole d'accord de 7 octobre 2004**

**Etape 1 :** Création et apport de titres Penaille Polyservices à une société holding nouvellement constituée, la société DJC.

JCP Participations et CFF Recycling sont tout d'abord convenues de créer une holding, DJC, à laquelle JCP Participations apporterait, dans un premier temps, l'intégralité

(moins deux actions) de sa participation au capital de Penauille Polyservices, libre de tout nantissement et de tout gage.

CFF Recycling deviendrait ensuite l'actionnaire majoritaire de cette holding grâce à une augmentation de capital en numéraire qui lui serait réservée.

La valeur d'apport des actions Penauille Polyservices par JCP Participations devait être déterminée sur la base du rapport d'évaluation des actions Penauille Polyservices, fondé sur une analyse multi-critères que devait conjointement réaliser Rothschild & Cie Banque et Société Générale, les deux banques d'affaires mandatées respectivement par Penauille Polyservices et JCP Participations, et par CFF Recycling

Ainsi, DJC a été constituée le 17 janvier 2005 par CFF Recycling avec un capital social de 40 005 €, divisé en 5 715 actions de 7 € de valeur nominale.

Le 4 avril 2005, après l'approbation de la prise de contrôle de Penauille Polyservices par les autorités de la concurrence, la société JCP Participations a apporté 7 829 760 actions Penauille Polyservices (soit l'intégralité de sa participation dans Penauille Polyservices moins deux actions) à DJC en contrepartie de l'émission de 7 829 759 actions ordinaires DJC de 7 € de nominal, et d'une action de préférence DJC de 7 € de nominal (les caractéristiques de cette action de préférence sont décrites ci-dessous), réalisée sur la base d'une valorisation de 7 € par action Penauille Polyservices. L'apport en nature des 7 829 760 actions Penauille Polyservices leur a fait perdre leur droit de vote double

#### ***Caractéristiques de l'action de préférence :***

Action dépourvue de droit de vote conférant pendant 6 ans à son propriétaire, sauf cas d'extinction anticipée de ce droit, le droit particulier exclusif d'exiger du Président directeur général de DJC qu'il sollicite et obtienne son accord préalable avant d'exercer, au sein des assemblées générales de Penauille Polyservices (i) tout droit de vote susceptible d'altérer la répartition par tiers des mandats d'administrateurs de Penauille Polyservices prévue aux termes du Protocole Initial (c'est-à-dire de modifier la répartition par tiers des mandats entre les administrateurs nommés sur proposition de CFF Recycling, les administrateurs nommés sur proposition de JCP Participations, et les administrateurs indépendants), ou (ii) tout droit de vote relatif à la révocation ou la nomination d'administrateurs (et plus généralement toutes

décisions susceptibles d'altérer les conditions d'exercice du mandat d'administrateur) désignés sur proposition de JCP Participations ou relevant de la catégorie des administrateurs indépendants définis audit protocole.

Il a été convenu que l'action de préférence serait attribuée *intuitu personae* à JCP Participations, eu égard à la situation de contrôle exercée par Monsieur Jean-Claude Penaille sur cette société, étant précisé que la notion de « contrôle » serait caractérisée par la détention, par Monsieur Jean-Claude Penaille :

i) de 90% du capital de JCP Participations ;

ii) de la totalité des fonctions d'associé commandité, directement ou par l'intermédiaire de sociétés dont il nomme et instruit seul tous les représentants légaux et dont il détient, seul ou avec ses descendants en ligne directe ou son conjoint, tout le capital ; et

iii) le tout de manière à pouvoir nommer et instruire seul les gérants de JCP Participations sans l'intervention d'une quelconque tierce personne.

L'action de préférence serait toutefois automatiquement convertie en une action ordinaire, et les droits particuliers y attachés cesseraient, si ce contrôle sur JCP Participations n'était pas conservé par Monsieur Jean- Claude Penaille ou si ce dernier décédait.

## **Etape 2 : Augmentation de capital de DJC réservée à CFF Recycling**

Après que l'apport a été réalisé, DJC a procédé, également le 4 avril 2005, à une augmentation de capital en numéraire d'un montant de 57 045 338 € par émission de 8 149 334 actions ordinaires nouvelles au prix de 7 € par action, intégralement réservée à CFF Recycling.

A l'issue de ces deux opérations, CFF Recycling a pris le contrôle de DJC puisqu'elle détient désormais 8 155 043 actions ordinaires de DJC représentant environ 51% du capital et des droits de vote.

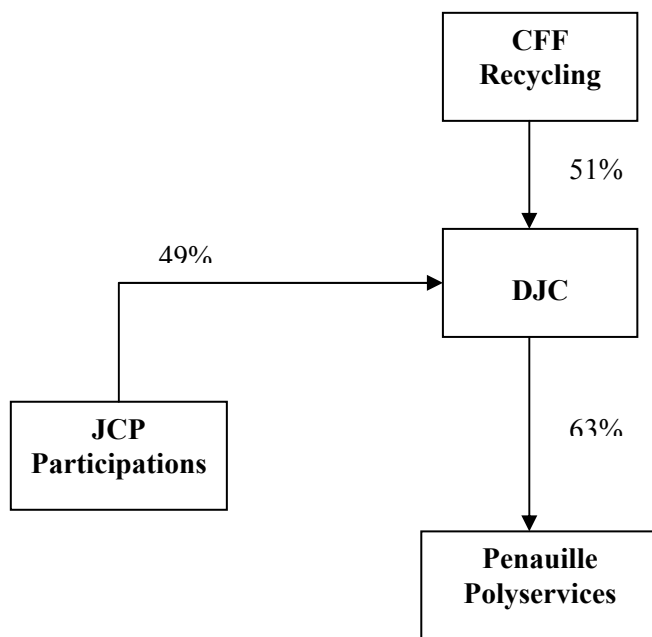
JCP Participations détient quant à elle 7 829 759 actions ordinaires et 1 action de préférence sans droit de vote de DJC représentant environ 49% du capital et des droits de vote.

### **Etape 3** : Augmentation de capital de Penauille Polyservices réservée à DJC

CFF Recycling et JCP Participations sont convenues que, immédiatement après la réalisation de cette augmentation de capital en numéraire, DJC souscrirait à une émission réservée de 8 149 334 actions ordinaires de Penauille Polyservices, libérables en espèces à un prix identique à celui retenu pour émettre les actions rémunérant l'apport à DJC des actions Penauille Polyservices de JCP Participations.

Ainsi, le 4 avril 2005, réalisant l'augmentation de capital qui avait été décidée par l'Assemblée générale mixte des actionnaires de Penauille Polyservices le 28 février 2005, le Conseil d'administration de Penauille Polyservices a procédé à l'émission, au profit de DJC, de 8 149 334 actions Penauille Polyservices à souscrire au prix unitaire de 7 €, soit un montant total de 57 045 338 €. Les fonds issus de la souscription par CFF Recycling à l'augmentation de capital réservée de DJC le 4 avril 2005 ont dès lors permis à DJC de libérer intégralement sa souscription à cette date.

A l'issue de l'apport fait par JCP Participations et de la souscription à l'augmentation de capital de DJC qui lui était réservée, CFF Recycling a pris le contrôle de DJC puisqu'elle détient environ 51% du capital et des droits de vote de cette société. Après sa souscription à l'augmentation de capital de Penauille Polyservices qui lui était réservée, DJC détient 15 979 094 actions de Penauille Polyservices, représentant environ 63% du capital et des droits de vote de cette société.



Ainsi, CFF Recycling, par l'intermédiaire de sa filiale DJC, a du lancer une OPA obligatoire sur Penauille Polyservices dans la mesure où DCJ détient plus du tiers du capital.

En effet, **l'article 5-5-3 du règlement général du Conseil des Marchés Financiers** dispose que :

*« Lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article 356-1-3 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 (article L.233-10 du Code de Commerce) vient à détenir plus du tiers des titres de capital ou plus du tiers des droits de vote d'une société, elle est tenue à son initiative d'en informer immédiatement le Conseil et de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote, et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré recevable par le Conseil.*

*Le projet d'offre publique ne peut comporter aucune clause prévoyant la présentation nécessaire d'un nombre minimal de titres pour que l'offre ait une suite positive. Sous cette réserve, les dispositions des chapitres 1 et, selon le cas, 2 ou 3 du présent titre sont applicables aux offres publiques dont le dépôt est obligatoire. »*



## **c) Réalisation des opérations prévues au protocole d'accord des 24 et 31 décembre 2004**

### **Etape 4 : Augmentation de capital de Penauille Polyservices au profit des Banques**

Afin de réduire la dette de Penauille Polyservices et de renforcer significativement ses fonds propres, les Banques ont accepté de souscrire à une seconde augmentation de capital de Penauille Polyservices par incorporation d'environ 100 millions d'euros de créances. Cette augmentation de capital consiste en une émission de 12 738 854 actions ordinaires avec bons de souscription d'actions (les « **BSA** » et ensemble avec les actions les « **ABSA** ») réservée aux Banques. Le prix unitaire d'émission de chaque ABSA a été arrêté à 7,85€, prime d'émission incluse, correspondant à un prix unitaire de souscription de 7 € par action et de 0,85 € par BSA, soit un produit total d'émission de 100 millions d'euros.

DJC et les Banques ont conclu le 1er avril 2005 un contrat de cession d'actions aux termes duquel les Banques se sont engagées à céder à DJC les 12 738 854 actions ordinaires Penauille Polyservices issues des ABSA, pour un prix unitaire de 1,86 €, le cas échéant majoré d'un complément de prix de 1,39 € par action (cette cession est détaillée dans la note d'opération de Penauille Polyservices visée par l'AMF le 31 mars 2005 sous le n°05-198).

A l'occasion de ce contrat, les Banques ont déclaré qu'elles n'entendaient pas agir de concert vis -à-vis de DJC, ce dont a pris acte l'AMF préalablement au dépôt de l'Offre.

## **2°/ Evaluation financière de l'offre par les comparables boursiers**

La méthode d'évaluation par les multiples boursiers consiste à appliquer les multiples observés sur un échantillon de sociétés comparables aux agrégats prévisionnels de Penauille Polyservices pour chacun de ses deux pôles d'activités.

Dans le cas d'espèce, la pertinence de cette approche est affectée par le faible nombre de sociétés composant les échantillons de sociétés comparables de chacun des pôles ainsi que par les différences existant en terme de modèle d'activité.

## ▪ Pôle Services Aéroportuaires

Pour le pôle Services Aéroportuaires, ont été retenues les sociétés Fraport, BBA et Singapore Airport Terminal Services (SATS), ces sociétés ayant principalement une activité aéroportuaire. Cependant, une part significative des activités de Fraport et de BBA consiste en l'exploitation d'infrastructures aéroportuaires (à forte intensité capitalistique) plutôt qu'en de pures prestations de services. Par ailleurs, Go -Ahead et Menzies Group ont été exclus de l'échantillon compte tenu de la faible proportion de leur activité consacrée aux Services Aéroportuaires (moins de 20% de leur chiffre d'affaires).

Seuls les multiples d'EBE ont été retenus. Les multiples de chiffres d'affaires ont été écartés dans la mesure où ils ne prennent pas en considération la différence de rentabilité opérationnelle entre Penauille Polyservices et les sociétés comparables. Les multiples de résultat d'exploitation (ci-après « **REX** ») n'ont pas été retenus du fait des différences d'intensité capitalistique entre les sociétés de l'échantillon et le pôle Services Aéroportuaires de Penauille Polyservices. Les multiples de *price earning ratio* (ci-après « **PER** ») ont également été exclus, la structure financière de Penauille Polyservices n'étant pas comparable à celles des sociétés de l'échantillon.

Multiples boursiers (moyenne 1 mois au 30/03/2005):

	VE / EBE	
	2005e	2006e
Moyenne des multiples de l'échantillon	6,6x	6,6x

## ▪ Pôle Services aux Entreprises

Pour le pôle Services aux Entreprises, l'échantillon sélectionné a été constitué des sociétés suivantes:

- ISS Group, seule société directement comparable à l'activité propreté et nettoyage industriel du pôle Services aux Entreprises (89% du chiffre d'affaires 2004 du pôle et 95% de son EBE). Cette société faisant actuellement l'objet d'une offre publique

d'achat, la moyenne 1 mois des cours de bourse retenue pour la détermination des multiples induits a été arrêtée au 23 mars 2005, veille de l'annonce de l'offre.

- Securitas et Group 4 Securicor positionnés sur le segment sécurité du secteur des Services aux Entreprises. L'ajout de ces deux sociétés se justifie par le fait que la sécurité, sous-segment du pôle Services aux Entreprises, présente des caractéristiques opérationnelles très similaires à celles de la propreté.
- Les sociétés suivantes, actives dans le secteur des Services aux Entreprises, n'ont pas été retenues:
  - Rentokil Initial et PHS Group du fait d'une activité de fournisseur d'équipements et services pour les sanitaires, sensiblement différente des activités du pôle Services aux Entreprises de Penauille Polyservices, qui représente une part substantielle de leur chiffre d'affaires et de leur résultat opérationnel,
  - Le groupe Onet en l'absence de données prévisionnelles fournies par les analystes.

Les multiples de chiffres d'affaires ont été exclus dans la mesure où ils ne prennent pas en considération la différence de rentabilité opérationnelle entre Penauille Polyservices et ses comparables. Les multiples de REX ont été retenus en raison de la faible intensité capitalistique de cette activité, à la différence du pôle Services Aéroportuaires. Tout comme pour le pôle Services Aéroportuaire les multiples de PER ont été exclus.

*Multiples boursiers (moyenne 1 mois au 30/03/2005) :*

	VE / EBE		VE / REX	
	2005e	2006e	2005e	2006e
Moyenne des multiples de l'échantillon	7,6x	7,1x	10,1x	9,3x

L'approche de valorisation par les multiples boursiers fait ressortir une valeur comprise entre 5,4 et 6,4 € par action, soit une prime induite par un prix d'offre de 7,0 € compris entre 10,0% et 30,4%.

### **3°/ Evaluation financière de l'offre par les transactions comparables**

La méthode d'évaluation par les transactions comparables consiste à sélectionner pour chacun des pôles de Penauille Polyservices un échantillon de transactions intervenues dans le même secteur d'activité ou qui présentent des caractéristiques similaires en termes de modèle d'activité.

La difficulté de cette méthode d'évaluation réside pour chaque transaction considérée dans :

- la qualité variable des informations disponibles sur les sociétés rachetées,
- le niveau de comparabilité des sociétés, ainsi que
- les différences d'intérêt stratégique porté par l'acquéreur impliquant des primes de contrôle plus ou moins élevées.

#### **a. Pôle Services Aéroportuaires**

L'échantillon de transactions comparables retenues se compose des transactions suivantes: Cargo Service Center (cible) / Swissport (acquéreur) en août 2002, Menzies World Cargo (titres détenus par GlobeGround) / John Menzies Plc en janvier 2002, Swissport International AG / Candover en décembre 2001, Worldwide Flight Services / Vinci en septembre 2001, GlobeGround GmbH / Penauille Polyservices en mai 2001, Midland Airport Services Ltd / Go -Ahead Group PLC en janvier 2001, AHL Services – activité Aviation Security / Securicor en décembre 2000, Aircraft Services International Group / BBA Group Plc en novembre 2000, Ogden Group Services / John Menzies Plc en juillet 2000, Dynair / Swissport International AG en juillet 1999, **Servisair / Penauille Polyservices en mars 1999.**

Comme pour la méthode d'évaluation par les comparables boursiers, seul les multiples d'EBE ont été retenus.

	VE / EBE
Moyenne des multiples de l'échantillon	8,2x

Il convient de noter qu'il n'y a pas eu de transactions significatives dans le secteur depuis août 2002 et que les quelques transactions réalisées en 2002 se sont effectuées à des multiples d'EBE sensiblement inférieurs à la moyenne de l'échantillon retenu.

Les multiples de la transaction étant calculés à partir des agrégats financiers historiques de la cible, ceux-ci ont été appliqués aux agrégats 2004 de Penauille Polyservices.

## **b. Pôle Services aux Entreprises**

L'échantillon de transactions comparables retenues se compose des transactions suivantes: Skanska Services AB/ 3i Group PLC en août 2004, Services Holding / Elior en juillet 2004, Unica (Grupo)/ ISS AS en juin 2004, Airstream Services Ltd / PHS Group PLC en juin 2003, Broadreach Group Ltd / MacLellan Group PLC en mai 2002, Eurogestion / ISS AS en avril 2002, Sophus Berendsen A/S / Davis Service Group PLC en mars 2002, Stiell Ltd / Group Alfred McAlpine en mars 2002, DiverseyLever Inc / Johnson Wax Professional en novembre 2001, ServiceMaster Management Services / Aramark en octobre 2001, Lavold Groep / ISS International Services en décembre 2000.

Il convient de noter que l'offre publique d'achat de Goldman Sachs/EQT sur ISS annoncée le 29 mars 2005 et non finalisée, à la date du présent rapport, n'a pas été retenue dans l'échantillon des transactions comparables mais fait ressortir des multiples implicites en ligne avec ceux de l'échantillon retenu.

Comme pour la méthode d'évaluation par les comparables boursiers, les multiples d'EBE et de REX ont été retenus.

	VE / EBE	VE / REX
Moyenne des multiples de l'échantillon	11,2x	12,2x

Les multiples de la transaction étant calculés à partir des agrégats financiers historiques de la cible, ceux-ci ont été appliqués aux agrégats 2004 de Penauille Polyservices pro forma des cessions réalisées en 2004.

L'approche de valorisation par les transactions comparables fait ressortir une valeur comprise entre 4,6 et 6,5 € par action, soit une prime induite par un prix d'offre de 7,0 € comprise entre 7,2% à 51,2%.

#### **4°/ Vérification de la valorisation financière multi-critère**

Face au manque d'informations auquel nous avons été confrontés, nous n'avons pu vérifier les multiples obtenus que sur un nombre très restreint de comparable. Ainsi, aucune vérification sur les multiples de transaction comparable n'a pu être effectuée, tandis que seules deux entreprises, une par pôle, ont pu être étudiées.

##### **a) Vérification des valeurs obtenues pour le Pôle Services Aéroportuaires**

Nous n'avons pu disposer ici que des données de la société Fraport. Comme l'ont expliqué les deux banques, le calcul de la capitalisation s'effectuera sur la base du cours moyen de l'action, en Mars 2005.

Conformément au choix des banques, nous ne retiendrons que les multiples d'EBE.

Pour ce qui est de l'estimation de l'EBE et de la dette, nous utiliserons le « consensus » de yahoo finances. Un consensus est une moyenne ou une médiane des prévisions ou des recommandations faites par les analystes financiers. Factset JCF préconise l'utilisation de la médiane des estimations plutôt que de la moyenne. La moyenne présente en effet l'inconvénient d'être sensible aux estimations extrêmes d'un échantillon, inconvénient

auquel échappe la médiane. La médiane est donc l'estimation la plus généralement retenue par la place financière.

<b>FRAPORT</b>	<b>2005e</b>	<b>2006e</b>
Nombre d'actions en circulation (Na)	90 945 000	90 945 000
Cours moyen en Mars 2005 (Cm)	31,68	31,68
Capitalisation boursière (Vcp = Na * Cm)	2 881 137 600	2 881 137 600
Valeur de la dette (Vd)	71 970 000	151 270 000
<b>Valeur de l'entreprise ( VE = Vcp + Vd)</b>	<b>2 953 107 600</b>	<b>3 032 407 600</b>
EBE (ou EBITDA)	550 490 000	576 310 000
<b>Multiple EBE (= VE/EBE)</b>	<b>5,36</b>	<b>5,26</b>

Ces résultats semblent donc cohérents avec les multiples moyens de l'échantillon avancés par les banques qui s'élevaient à x 6,6 pour les deux années.

## b) Pôle Services aux Entreprises

<b>SECURITAS</b>	<b>2005e</b>	<b>2006e</b>
Nombre d'actions en circulation (Na)	347 916 000	347 916 000
Cours moyen en Mars 2005 (Cm)	113,00	113,00
Capitalisation boursière (Vcp = Na * Cm)	39 314 508 000	39 314 508 000,00
Valeur de la dette (Vd)	9 160 000 000	7 440 000 000
<b>Valeur de l'entreprise ( VE = Vcp + Vd)</b>	<b>48 474 508 000</b>	<b>46 754 508 000</b>
EBE (ou EBITDA)	6 220 000 000	6 760 000 000
<b>Multiple EBE (= VE/EBE)</b>	<b>7,79</b>	<b>6,92</b>
Résultat d'exploitation (REX ou EBIT)	4 330 000 000	4 790 000 000
<b>Multiple REX (= VE/REX)</b>	<b>11,20</b>	<b>9,76</b>

Là encore, les résultats sont cohérents, étant donné les multiples moyens d'EBE (x 7,6 et x 7,1) et de REX (x 10,1 et x 9,3) calculés par les banques.

### c) Synthèse des éléments d'appréciation du prix d'Offre

Synthèse des éléments d'appréciation				
Valeur extériorisée (€)				
	Min	Centrale	Max	Prime /décote induite par l'Offre <sup>9</sup>
Cours de bourse <sup>10</sup>				
- Séance du 24 décembre 2004	ns	9,84	ns	-28,9%
- 1 mois	7,65	9,04	10,08	-22,6%
- 3 mois	5,00	7,18	10,08	-2,6%
- 6 mois	5,00	7,29	10,95	-4,0%
- 12 mois	5,00	8,21	13,28	-14,8%
Comparables boursiers	5,37	5,87	6,36	19,3%
Transactions comparables	4,63	5,58	6,53	25,4%
Actualisation des flux de trésorerie	5,78	6,75	7,89	3,7%

Pour conclure cette analyse financière, citons l'avis des contrôleurs :

« L'approche multicritères mise en oeuvre par Société Générale et Rothschild & Cie Banque conduit à des fourchettes de valeurs étendues qui montrent la sensibilité de l'évaluation aux variations des paramètres utilisés (taux d'actualisation, taux de croissance, modalités de mise en oeuvre de la méthode de multiples d'EBIT ou d'EBITDA).

Les commissaires aux apports ont observé à cet égard que les banques évaluatrices ont fait d'ailleurs état de la complexité des travaux d'évaluation eu égard à certaines incertitudes sur le rythme et l'intensité du redressement attendu des deux pôles d'activité ainsi qu'au poids relatif de la dette dans la valeur d'entreprise.

Les approches comparatives par les transactions confirment assez bien le prix retenu de 7 euros par action Penauille Polyservices, à la condition d'en appliquer les multiples aux prévisions de 2005 et de prendre une moyenne de multiples sur une période intégrant des opérations intervenues avant septembre 2001. »



Les commissaires aux apports ont conclu leur mission de la manière suivante :

*« En l'état des informations dont nous disposons, nous sommes d'avis que le prix de 7 euros retenu pour la valeur d'une action Penauille Polyservices anticipe un redressement qui reste à démontrer; à ce titre, il se situe, nonobstant le niveau du cours de bourse, dans le haut de la fourchette des valeurs pertinentes.*

*Sous cette réserve, nous sommes d'avis que la valeur des apports s'élevant à 54 808 320 euros n'est pas surévaluée et que cette valeur est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire. »*

## **5°/ Evaluation financière de l'offre par la méthode des free cash-flow**

L'actualisation des flux futurs de trésorerie est la seule approche qui capture pleinement les effets du retour à la croissance ainsi que du redressement des marges des deux pôles du Groupe prévu entre 2005 et 2007.

La méthode de valorisation par actualisation des flux futurs de trésorerie consiste à déterminer la valeur des actifs économiques du Groupe par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels générés par ces actifs. La valeur des capitaux propres est obtenue par déduction de la dette financière nette pro forma du Groupe.

### **a) Flux futurs de trésorerie**

Sur le pôle Services aux Entreprises, le Plan d'Affaires anticipe

- un retour à la croissance avec un chiffre d'affaires augmentant à périmètre constant de 5,8% par an en moyenne entre 2004 et 2007,
- un redressement de la marge d'EBE qui devrait passer de 5,9% en 2004 à 7,4% en 2007.

Sur le pôle Services Aéroportuaires, le Plan d’Affaires anticipe :

- une croissance moyenne du chiffre d’affaires à périmètre constant de 4,9% par an entre 2004 et 2007,
- une amélioration de la marge d’EBE qui devrait passer de 4,9% en 2004 à 6,9% en 2007.

Le Plan d’Affaires a été prolongé jusqu’en 2010 de la manière suivante:

- Sur le pôle Services Aéroportuaires, une croissance annuelle du chiffre d’affaires de l’ordre de 4,4% par an, en ligne avec les prévisions de l’ICAO (*International Civil Aviation Organization*),
- Sur le pôle Services aux Entreprises, une croissance du chiffre d’affaires ramenée à 2,0% par an, en ligne avec les perspectives de croissance à long terme du marché de la propriété anticipées par les analystes financiers,
- Sur les deux pôles, en conservant les marges opérationnelles proches du niveau de celles prévues en 2007 par le Plan d’Affaires.

## **b) Valeur terminale**

Au-delà de 2010, une valeur terminale a été calculée pour chaque pôle à partir d’un flux normatif estimé à l’infini. La croissance perpétuelle retenue sur le pôle Services Aéroportuaires est de 2,5% par an et de 2,0% sur le pôle Services aux Entreprises, en ligne avec les taux de croissance perpétuelle retenus par les analystes sur ces secteurs d’activité.

## **c) Taux d’actualisation**

Ce taux correspond au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC) qui est fonction des coûts relatifs des fonds propres et de la dette financière nette.

**Services Aéroportuaires** : En tenant compte des paramètres suivants:

- Un taux sans risque (OAT 10 ans au 30 mars 2005) de 3,71%,
- Une prime de risque de marché des actions estimée à 5,08% par les services de recherche de la Société Générale,
- Une prime de risque spécifique de 200bp, ajoutée à la prime de risque de marché pour tenir compte des risques liés à la mise en oeuvre du Plan d'Affaires,
- Un bêta désendetté de 0,87 par référence aux sociétés comparables. Le cours de bourse de Penauille Polyservices apparaissant déconnecté du marché, ce chiffre a été calculé à partir de la moyenne des bêtas désendettés des sociétés comparables,
- Un taux d'endettement cible post-restructuration du capital et de la dette de 200% sur la base du plan d'affaires.

**Le CMPC ressort à 8,61%.**

Détails du calcul :

Taux sans risque	3,71%
Prime de risque des marchés	5,08%
Prime de risque spécifique de 200 pb (points base)	2%
Bêta	0,87

Rentabilité des capitaux propres $E(R_{CP})$	9,87%
= Taux sans risque+ (Prime de risque + Prime de risque spécifique) * Bêta	

Rapport Dette / Capitaux Propres	200%
Taux d'intérêt de la dette	12%
Taux d'imposition	33%

Coût Moyen Pondéré de Capital	8,61%
= $(E(R_{CP}) + 2 * \text{taux d'intérêt de la dette} * (1 - \text{taux d'imposition})) / 3$	

**Services aux Entreprises** : En tenant compte des mêmes paramètres, à l'exception du bêta désendetté de l'ordre de 0,81,

**le CMPC ressort à 8,26%.**

### Détails du calcul :

Taux sans risque	3,71%
Prime de risque des marchés	5,08%
Prime de risque spécifique de 200 pb (points base)	2%
Béta	0,81

Rentabilité des capitaux propres $E(R_{CP})$	9,44%
= Taux sans risque+ (Prime de risuqe + Prime de risque spécifique) * Béta	

Rapport Dette / Capitaux Propres	200%
Taux d'intérêt de la dette	12%
Taux d'imposition	33%

Coût Moyen Pondéré de Capital	8,26%
= $(E(R_{CP}) + 2 * \text{taux d'intérêt de la dette} * (1 - \text{taux d'imposition})) / 3$	

Les hypothèses décrites ci-dessus conduisent à une valeur centrale pour les fonds propres de **6,8 € par action** (soit une prime induite par un prix d'offre de 7,0 € de 3,7%), avec une fourchette comprise entre 5,8 et 7,9 € par action.

## **6°/ Evaluation financière de l'offre faite sur les B.S.A.R.**

### **a) Principales caractéristiques des OBSAR**

Penauille Polyservices a émis, le 10 mars 2004, 125 000 OBSAR pour un montant total nominal de 160 millions d'euros (125 000 Obligations émises au pair soit une valeur unitaire de 1 280 €) et pour une durée de 6 ans 9 mois et 22 jours à compter du 10 mars 2004 (soit remboursable le 1er janvier 2011).

Les Obligations portaient intérêt au taux de EURIBOR 3 mois augmenté d'une marge de 0,3% l'an payable trimestriellement. A chaque Obligation étaient attachés 26 BSAR de

catégorie A, 17 BSAR de catégorie B et 15 BSAR de catégorie C ; en conséquence, Penauille Polyservices a émis 3 250 000 BSAR de catégorie A, 2 125 000 BSAR de catégorie B et 1 875 000 BSAR de catégorie C. La totalité des BSAR émis étaient encore en circulation à la date de l'offre.

Les droits attachés aux BSAR étaient les suivants :

- Un BSAR de catégorie A permettait de souscrire à tout moment jusqu'au 31 décembre une action nouvelle Penauille Polyservices au prix de 16 € ;
- Un BSAR de catégorie B permettait de souscrire pendant la Période d'Exercice une action nouvelle Penauille Polyservices au prix de 25 € ;
- Un BSAR de catégorie C permettait de souscrire pendant la Période d'Exercice une action nouvelle Penauille Polyservices au prix de 32 €.

Les BSAR peuvent être remboursés par anticipation au gré de l'émetteur, à tout moment pour les BSAR de catégorie A et de catégorie B, et à compter du 1er janvier 2006 pour les BSAR catégorie C, jusqu'à la fin de la période d'exercice, au prix de 0,01 € par BSAR. Toutefois, un tel remboursement anticipé ne sera possible que si la moyenne arithmétique, calculée sur 10 jours de bourse consécutifs au cours desquels l'action Penauille Polyservices est cotée, choisis par la société parmi les vingt jours qui précèdent la date de publication de l'avis de remboursement anticipé, du cours d'ouverture de l'action Penauille Polyservices excède 19 € pour les BSAR de catégorie A, 30 € pour les BSAR de catégorie B, et 38,40 € pour les BSAR de catégorie C.

L'offre faite aux actionnaires et porteurs de BSAR de Penauille Polyservices est la faculté de vendre BSAR de catégories A, B et C au prix de:

- 0,67 € par BSAR de catégorie A,
- 0,41 € par BSAR de catégorie B, et

- 0,31 € par BSAR de catégorie C.

Les BSAR apportés à l'Offre seront acquis par DJC, elle-même étant financée par CFF Recycling.

L'Initiateur ne détenait, directement et indirectement aucun BSAR de catégorie A, B et C. L'offre portait ainsi sur la totalité des BSAR.

## **b) Evaluation du prix d'offre pour les BSAR**

Nous avons vu dans la partie théorique consacrée aux BSAR qu'un BSAR était la combinaison de :

- un achat de BSA au prix d'exercice et à la période identiques à l'OBSAR
- une vente de BSA dont le prix d'exercice est le prix de forçage et la durée est celle de l'OBSAR
- un achat de BSA dont le prix d'exercice est le prix de forçage et la période limitée au 3ème anniversaire (en général) de l'OBSAR.

C'est le cas des BSAR de catégorie C. Mais les BSAR A et B sont forçable pendant toute la durée de l'emprunt, ce qui change un petit peu le problème, et était l'originalité du montage financier de Penauille à l'origine.

### *a. BSAR de catégorie A et B*

Il s'agit de la combinaison d' :

- un achat de BSA au prix d'exercice 16 euros (respectivement 25 euros) et de durée commençant à la date de l'offre et finissant le 1er janvier 2011.
- une vente de BSA dont le prix d'exercice est 19 euros et la durée la même que précédemment.

L'achat de BSA correspond à un call américain avec sous-jacent l'option, tandis que la vente est un call asiatique, puisqu'on ne regarde pas le prix à l'échéance mais la moyenne arithmétique, calculée sur 10 jours de bourse consécutifs parmi les 20 derniers jours. Il s'agit alors d'évaluer ces deux produits.

La méthode classique est la méthode de Black et Scholes, qui fait les hypothèses suivantes :

- le rendement de l'actif risqué  $S$  est caractérisé par une tendance et une composante aléatoire : la tendance  $\mu dt$  est l'accroissement moyen pendant le temps et la composante aléatoire s'écrit  $\sigma dX$  où  $\sigma$  est la volatilité ; cette composante aléatoire est brownienne. Le modèle pour le prix du titre est donc le suivant pour une variation infinitésimale du rendement :

$$\frac{dS}{S} = \mu dt + \sigma dX$$

où  $dX$  est un mouvement brownien standard . Une des propriétés de ce processus stochastique est  $E(dX^2)=dt$  .

- il n'y a pas de coût de transaction
- la cotation des actifs est continue
- le taux d'intérêt sans risque est constant

- Pricing d'un call américain

Dans le cas du call américain, il existe une formule fermée qui fournit la solution de l'équation aux dérivées partielles stochastique qui donne le prix en fonction du pay-off. En notant  $N(.)$  la fonction de répartition d'un loi normale centrée réduite, le prix de l'option d'achat américaine de strike  $K$  et d'échéance  $T$  est :

$$C = SM(d_1) - Ke^{-r(T-t)}N(d_2)$$

où

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}}$$

et

$$d_2 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r - \frac{1}{2}\sigma^2\right)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}}$$

Nous avons implémenté ces formules sous Scilab (voir annexes)

- Pricing d'un call asiatique

Ici, la valeur à maturité n'est pas la valeur de l'action mais sa plus haute moyenne sur dix jours consécutifs parmi les vingt derniers jours. Il n'existe pas de formule fermée donnant explicitement la valeur du dérivé.

Nous avons donc réalisé une évaluation du prix par la méthode de Monte Carlo. Il s'agit de lancer N browniens (N=10 000 environ), de discrétiser le temps (un pas de temps par jour de bourse par exemple), de simuler l'évolution du sous-jacent avec ces N browniens, et de regarder la valeur à l'échéance. Après moyennisation et actualisation, on obtient un prix approché. Le problème de ce genre de méthode est qu'elle prend énormément de temps de calcul et qu'il est souvent nécessaire d'implémenter des méthodes de réduction de la variance pour améliorer la convergence. Nous avons implémenté cette méthode sous Scilab (voir Annexe 1 contenant le code du programme).

### *b. BSAR de catégorie C*

La différence est qu'ils sont exerçables à partir du 1er janvier 2006 seulement. Nous n'allons pas détailler à nouveau les calculs, mais l'idée est que l'on doit à présent combiner un call US à 32 euros, un call asiatique à 38,40 euros échéance 2010 et – différence - call asiatique à 38,40 euros échéance 2006.



### **c) Résultats**

Nous avons implémenté sous Scilab les deux méthodes précédentes avec les paramètres suivants :

- Cours de l'action Penauille Polyservices : 7 €, soit le prix de l'offre.
- Taux d'intérêt égal au taux swap Euro d'échéance comparable à celle des BSAR (soit 3,3% le 30 mars 2005),
- Pas de versement de dividendes,
- Volatilité théorique de 30% (mais simulation avec volatilités de 30%, 40% et 50% à titre de comparaison).

Il est intéressant de comparer nos résultats avec ceux de la Société Générale et de la banque Rothschild (voir tableau à la page suivante).

<b>BSAR A</b>	<i>vol=30%</i>	<i>vol=40%</i>	<i>vol=50%</i>
Call US à 16 euros	0,67	1,291	1,953
Call asiatique à 19 euros	0,254	0,7	1,102
<i>Nombre de simulations</i>	1000	5000	5000
Valeur calculée BSAR A	0,416	0,591	0,851
Valeur calculée par les banques	0,44	0,68	0,83
Delta Valeur simulation / Valeur banque	0,024	0,089	-0,021
<b>Variation en pourcentage</b>	<b>5,45%</b>	<b>13,09%</b>	<b>2,53%</b>
<b>BSAR B</b>	<i>vol=30%</i>	<i>vol=40%</i>	<i>vol=50%</i>
Call US à 25 euros	0,229	0,674	1,263
Call asiatique à 30 euros	0,037	0,338	0,662
<i>Nombre de simulations</i>	500	5000	5000
Valeur calculée BSAR B	0,192	0,336	0,601
Valeur calculée par les banques	0,18	0,38	0,67
Delta Valeur simulation / Valeur banque	-0,012	0,044	0,069
<b>Variation en pourcentage</b>	<b>-6,67%</b>	<b>11,58%</b>	<b>10,30%</b>
<b>BSAR C</b>	<i>vol=30%</i>	<i>vol=40%</i>	<i>vol=50%</i>
Call US à 32 euros	0,112	0,439	0,953
Call asiatique à 38,40 euros échéance 2010	0,026	0,198	0,46
<i>Nombre de simulations</i>	5000	5000	5000
Call asiatique à 38,40 euros échéance 2006	<b>Négligeable par rapport à l'incertitude sur la simulation de Monte Carlo</b>		
Valeur calculée BSAR C	0,086	0,439	0,493
Valeur calculée par les banques	0,09	0,28	0,48
Delta Valeur simulation / Valeur banque	0,004	-0,039	-0,013
<b>Variation en pourcentage</b>	<b>4,44%</b>	<b>13,93%</b>	<b>-2,71%</b>

Ainsi notre modélisation et programmation induit un écart de valeur avec l'évaluation par les banques de 5% à 10%. Il faut tout de même noter ici que les simulations à la MonteCarlo sont susceptibles de varier fortement d'un lancer à l'autre, d'au moins 5% avec une volatilité faible, et de bien plus lorsque la volatilité augmente ; on peut donc penser que

dans Monte Carlo à 1 000 000 de termes apporteraient un plus et permettrait de conclure de façon plus nette de l'adéquation de notre évaluation et de celle des banques.

Néanmoins, les résultats ci-dessus sont très encourageants : les banques ont retenu une volatilité de 30%, et dans ce cas, nos valeurs ne diffèrent des leurs que de 5% environ. N'ayant pas plus d'informations sur leur modélisation (par exemple, comment est déterminé la période d'exercice ? en jours de bourse ? en jours du calendrier ? on a coutume d'estimer qu'un jour non ouvré apporte des variations du titre comparables à ce qu'il se passe en un tiers de jour ouvré ; l'euribor par contre est basé sur les jours du calendrier), on peut conclure à la justesse de l'évaluation des prix des BSAR.

## IV – Etude statistique : quelles sont les méthodes d'évaluation les plus utilisées ?

---

Nous allons dans cette partie étudier 24 OPA réalisées entre l'année 2002 et l'année 2005. Pour chacune nous regarderons quelles méthodes ont été retenues pour évaluer le prix d'achat des titres, quelles méthodes n'ont pas été retenues et pourquoi, et enfin nous chercherons à voir quelles méthodes ont le plus tendance à influencer le prix de l'action.

Vous trouverez le détail des OPA étudiées en Annexe 2. Les notes d'information relatives aux différentes OPA ont été trouvées sur le site Internet de l'Autorité des Marchés Financiers : <http://www.amf-france.org>.

### 1°/ Synthèse des OPA étudiées

Tout d'abord regardons la fréquence d'utilisation des méthodes de valorisation présentées précédemment, ainsi que la moyenne des écarts avec le prix d'achat.

Remarque : Pour le cours de bourse nous avons considéré la moyenne du cours de l'action sur le mois précédent l'annonce de l'OPA. Ceci reflète raisonnablement la valeur de marché de l'action avant l'OPA.

Méthodes	Prime moyenne obtenue par la méthode	Nombre de fois ou la méthode est utilisée
Actif net comptable	159,31%	3
Actif net réévalué	6,92%	6
Actualisation des flux de trésorerie	29,76%	13
Transaction sur bloc majoritaire	9,13%	16
Cours de bourse	20,68%	23
Comparables Boursiers	39,57%	16
Transaction Comparables	26,28%	12
Rendements	2,92%	2
Retour sur FP / Prime sur CP	5,13%	1
Bénéfice Net Consolidé par part du groupe	0,00%	1

On remarque d'abord que le cours de bourse est un indicatif utilisé dans tous les cas. Il y a une seule exception (Crédit foncier sur CFCAL), et ce parce que le volume d'échange des

actions est réduit et donc ne constitue pas une bonne valorisation de l'entreprise. En dehors de cette exception le cours de bourse est toujours mentionné. Ceci est naturel, puisque le cours du titre représente l'évaluation par le marché des performances de l'entreprise ; c'est le prix que le marché est prêt à mettre dans cette action. Dans cette perspective, le cours de bourse est une base incontournable de la valorisation de l'entreprise. Notons que le prix d'achat est toujours supérieur au cours de bourse, ce qui est rassurant.

Après cela, quatre autres méthodes sont très utilisées dans la valorisation des entreprises : l'actualisation des free cash flow, les multiples de sociétés cotées comparables, les multiples de transactions comparables, et les transactions précédentes sur blocs majoritaires.

Dans tous les cas sauf trois où la méthode des transactions sur bloc majoritaire a été utilisée, le prix d'achat était le prix obtenu par cette méthode. Cela se comprends facilement parce que cette méthode fait référence à une valorisation antérieure de l'entreprise, et qui si elle ne date pas trop, reste valable. Il peut arriver que cette méthode ne soit pas pertinente, si par exemple l'opération sur le bloc majoritaire est ancienne, ou si l'entreprise a connu des événements importants entre les deux dates. Quand elle n'est pas utilisée, c'est que en général il n'y a pas eu de transaction de ce type dans un passé proche.

Les méthodes des multiples comparables de société cotées et des multiples de transaction comparable sont elles aussi très utilisée mais donne des résultats plus ou moins proche du prix final d'achat. Lorsqu'elles ne sont pas utilisées, c'est qu'il n'existe pas de société cotée comparable ou qu'il n'y a pas eu lieu de transactions utiles.

Enfin la méthode d'actualisation des flux de trésorerie est la quatrième méthode très utilisée dans la valorisation. Elle a l'avantage de considérer le potentiel futur de l'entreprise, et c'est pourquoi elle est utilisée dans de nombreux cas. Comme les précédentes l'écart par rapport au prix final est relativement variable. Elle n'est pas utilisée lorsque l'entreprise ne

dispose pas d'un plan de développement sur le long terme, ou que ce plan de développement est basée sur l'évolution récente de l'entreprise et que donc il n'est pas encore possible de quantifier les flux futurs.

Intéressons-nous maintenant aux autres méthodes moins utilisées.

On peut distinguer deux catégories parmi ces méthodes. Celles qui sont écartées, et celles qui ne sont utilisées qu'exceptionnellement. C'est le cas des méthodes « Retour sur Fond Propre/ Prime sur Capitaux Propres » et « Bénéfice Net Consolidé par part du groupe ».

Mais tout d'abord intéressons nous à la méthode des rendements. Souvent citée, elle est aussi souvent écartée parce que l'entreprise n'a pas distribué de dividendes sur la période précédent l'OPA, ou qu'elle ne prévoit d'en distribuer sur les années à venir. Cependant lorsqu'elle est utilisée elle constitue une bonne base pour l'évaluation du prix d'achat.

Les méthodes faisant référence à l'actif net comptable et l'actif net réévaluée sont elles aussi souvent citées et très souvent écartées. Ces méthodes sont le plus souvent écartées parce qu'elles ne reflète pas la véritable valeur de la firme, soit qu'elles ne prennent pas en compte le futur de l'entreprise, soit qu'elles tiennent pas compte des potentialités de l'actifs. Il existe d'autres raisons pour lesquelles ces méthodes sont rejetées mais cela relève du cas par cas, et celles-ci sont mentionnées ci-dessus. Notons que si l'actif net réévalué donne une bonne idée de la valeur de l'entreprise, l'actif net comptable donne des résultats plus incertains.

Nous arrivons maintenant à deux méthodes originales qui n'ont été utilisées et citées qu'une fois chacune.

La première est la méthode « Retour sur Fonds Propres/ Prime sur Capitaux Propres ».

Cette méthode consiste en une analyse de régression entre le retour sur fonds propres ou ROE et le ratio Capitalisation Boursière sur Capitaux Propres. Une droite de régression entre ces

deux indicateur a été tracée à partir d'un échantillon des 5 principales banques cotées à Paris (BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole SA, Dexia, Natexis Banque Populaire) : cette droite de régression indique une forte corrélation entre ces deux ratio.

La régression a été effectuée sur des agrégats prévisionnels 2004 et aboutit à l'équation suivante :

$$\text{Capitalisation boursière} / \text{Capitaux Propres} = 4,83 \text{ ROE} + 0,67$$

Le coefficient de corrélation est significativement supérieur à 0,5 et donc pertinent.

Compte tenu de cette forte corrélation entre le ROE et le multiple d'actif net, la méthode de régression ROE/ Prime sur Capitaux Propres permet d'appréhender de manière pertinente la valeur de CFCAL au regard de sa rentabilité comparative propre.

Pourquoi une telle méthode ?

Une des caractéristiques du secteur bancaire est son besoin en capitaux propres, et le rendement du capital est le déterminant le plus important de la valeur. C'est pourquoi une telle analyse est pertinente.

Nous avons donc ici l'exemple d'une exception, puisqu' en dehors de cette méthode, qui donne une bonne base au prix de l'OPA (écart de 5,13%), seule la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie et la méthode de transaction sur le bloc majoritaire ont été retenues.

La seconde méthode une méthode des multiples appliquée à un élément du compte de résultat (ici le bénéfice net par action). La seule originalité de la méthode est d'être appliquée

à un agrégat qui n'a pas été utilisé lors des valorisations des autres entreprises. Néanmoins le prix obtenu par cette méthode est le prix final de l'offre.

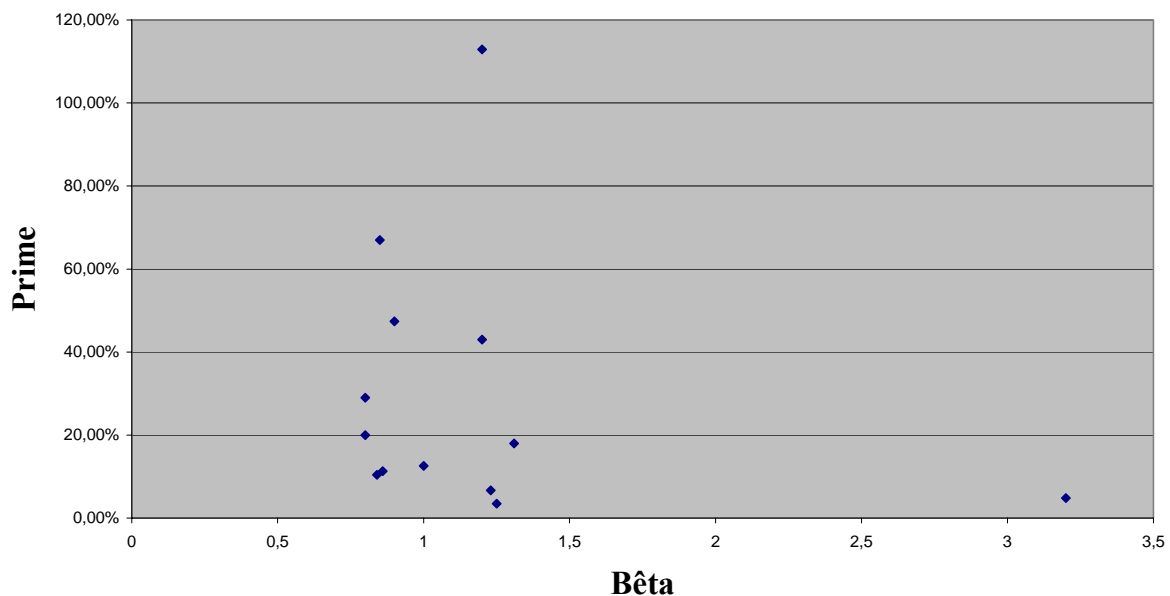
Maintenant que nous avons analysé comment les différentes méthodes de valorisation intervenaient dans des cas concrets, notre but sera de déterminer s'il existe un lien entre le Bêta d'une entreprise et l'écart entre le prix de l'offre et le cours de bourse ?

En effet, le bêta d'une entreprise ou le coefficient de risque systématique mesure la sensibilité de l'entreprise à une crise économique. Le bêta est donc une mesure du risque que représente un investissement dans cette entreprise. Hors il est raisonnable de penser que si quelque chose est risqué, il est plus cher. D'où l'idée que l'écart entre le prix de l'offre et le cours de bourse soit corrélé avec le bêta de la firme.

Pour cela nous avons regardé les bêta utilisés pour les valorisations des entreprises et regardé les écarts correspondants. Notons que seule la méthode d'actualisation des flux de trésorerie utilise le bêta, c'est pourquoi nous n'avons pu réunir que 13 données.

Représentons ces deux variables sur un graphe donnant l'écart en fonction du bêta.

### CORRELATION BETA - PRIME



Malheureusement le nuage de point obtenu suggère de lui-même qu'il risque d'être dur de trouver une corrélation entre ces deux variables.



- Soit il existe vraiment une corrélation entre ces deux variables, et dans ce cas il nous faudrait plus de données pour l'identifier.
- Soit il n'y en a pas, et dans ce cas on ne peut pas la trouver !!! Nous avons argumenté tout à l'heure en faveur d'une telle corrélation, il existe aussi des arguments allant à l'encontre d'une telle corrélation. En effet, une OPA est avant tout une opération de croissance externe visant à intégrer les activités d'une entreprise dans la sienne. Avec cela vient toutes les possibilités de synergie, de partage des technologies, de partage du marché, qui font que la valeur de l'entreprise visée ne se définit pas en risque pour le marché, mais se réfère aux possibilités de complémentarité entre les entreprises qui vont ainsi pouvoir augmenter leur activités non pas en  $1+1=2$  mais plutôt 3 ou 4...

Ainsi la véritable valeur de l'entreprise achetée réside dans les opportunités qu'elles représentent pour l'entreprise acheteuse. L'OPA se pense en terme d'opportunité et on plus en terme de risque.

## **2°/ Quelques limites et prolongements**

Nous avons essayé de faire un rapprochement entre Bêta et écart de prix, ce rapprochement a échoué faute de donnée. Il pourrait être intéressant de traiter un plus grand nombre de donnée pour pouvoir réaliser une véritable étude statistique.

Il pourrait aussi être intéressant de faire un rapprochement entre les méthodes utilisées, l'importance qui leur est donnée, et le secteur d'activité de l'entreprise évaluée. Par contre un problème risque de se poser. C'est la quantité des données. En effet, il risque d'être difficile de trouver une quantité suffisante d'OPA sur un secteur particulier. Par exemple, sur notre échantillon de 24 entreprises nous avons pu dégager une vingtaine de secteurs. Ceci ne nous a pas permis de réaliser une étude en fonction des secteurs.

Pour obtenir plus de données, il pourrait être intéressant de s'intéresser aux marchés étrangers.

## Conclusion

---

Les OPA répondent donc à des caractéristiques juridiques spécifiques qui sont décrites dans le règlement général du Conseil des Marchés Financiers et qui font intervenir le plus souvent des montages juridiques d'une grande complexité.

Pour autant cette partie juridique ne peut mettre mise en place sans une collaboration efficace avec les banques en charge d'évaluer les sociétés cibles. Il existe un grand nombre de méthodes dévaluation, chacune donnant une estimation, toutes ces estimations ne convergeant que de manière exceptionnelle.

Parmi le vaste panel de méthodes à disposition, la plus utilisée à l'heure actuelle reste la méthode des DCF (Discounted Cash Flows) qui évalue l'entreprise sur la base de ses flux futurs de trésorerie actualisés. Cette méthode présente en effet l'avantage de mieux prendre en compte la réalité industrielle et commerciale des entreprises. D'autres méthodes plus complexes fondées sur la théorie des options (Black Scholes) permettent également d'évaluer de façon plus précise les options et opportunités de croissance. Elles sont souvent d'une grande utilité dans la mesure où les OPA sont perçues en terme d'opportunités.

La valeur d'une société cible dépend essentiellement des synergies futures qui vont pouvoir être dégagées suite à l'acquisition. Ainsi cette valeur est étroitement liée à la société qui se porte acquéreur. C'est d'ailleurs pourquoi il est difficile de mettre en évidence une corrélation entre le Béta (risque systématique) de la société cible et la prime d'offre de l'acquisition. Une OPA ne peut se penser uniquement en terme de risque.

Aujourd'hui les OPA sont de plus en plus nombreuses, mais même si celles-ci sont envisagées comme des opportunités il convient de garder à l'esprit que dans bien des cas, les OPA sont destructrice de valeur et vont donc à l'encontre de leur objectif premier.

# **Bibliographie**

## Ouvrages imprimés

CEDDAHA Franck. *Fusions Acquisitions, Evaluation - Négociation - Structuration*. Ed Economica, 2005.

MEIER Olivier, SCHIER Guillaume, *Fusions Acquisitions, Stratégie - Finance – Management*. Ed. Dunod, 2003.

## Sites web consultés

[www.cmf-france.org](http://www.cmf-france.org)

[www.Investopedia.com](http://www.Investopedia.com)

[www.Valuebasedmanagement.net](http://www.Valuebasedmanagement.net)

[www.Lentreprise.com](http://www.Lentreprise.com)

[www.Vernimmen.net](http://www.Vernimmen.net)

[www.Actufinance.fr](http://www.Actufinance.fr)

[www.Bus.utk.edu](http://www.Bus.utk.edu)

# **Annexes**

## Annexe 1 : Programmes de pricing des B.S.A.R. avec Scilab

```
//repartition gaussienne reduite

function [x] = repart_gauss(z)
x=cdfnor("PQ",z,0,1)
endfunction

//simu du sous-jacent

function [z] = simuSJ(T,N,mu,sigma,s0)
t=linspace(0,T,N)
z(1)=s0
w(1)=0
    for i=2:N
        w(i)=rand(1,'norm')*sqrt(t(i)-t(i-1))+w(i-1)
        z(i)=s0*exp(mu*t(i)+sigma*w(i)-1/2*sigma^2*t(i))
    end
endfunction

//sous-fonctions call

function [z] = d1(t,x,K,sigma,r)
z=1/(sigma*sqrt(t))*(log(x/K)+(r+sigma^2/2)*t)
endfunction

function [z] = d2(t,x,K,sigma,r)
z=1/(sigma*sqrt(t))*(log(x/K)+(r+sigma^2/2)*t)-sigma*sqrt(t)
endfunction

//cas du call europeen
function [c]=cal(t,x,K,sigma,r)

c=x*repart_gauss(d1(t,x,K,sigma,r))-K*exp(-r*t)*repart_gauss(d2(t,x,K,sigma,r))

endfunction

//cas du call asiatique

function [asi] = asian(T,s0,K,sigma,r)
N=T*240;

b=simuSJ(T,N,0,sigma,s0);
val=zeros(1,10);

for i=0:9
    tt=0;
```

```

        for j=0:9
            tt=tt+b(N-i-j);
        end
        val(i+1)=tt/10;
    end
    maxx=max(val);

    asi=max(0,(maxx-K)*exp(-r*T));
endfunction

function [montecarl] = montecarlo(T,s0,K,sigma,r,NN)

    somme=0;

    for i=1:NN
        asie=asian(T,s0,K,sigma,r);

        somme=somme+asie;

    end

    montecarl=somme/NN

endfunction

```

## Annexe 2 : Détail des OPA étudiées

### OPA visant les actions de la société Altedia initiée par la société Adecia

Prix par Action : 19,00 euros  
Durée de l'offre : 12 avril au 12 mai 2005  
Secteur : Société de recrutement

#### Méthodes retenues :

- Transaction sur bloc majoritaire
- Cours de Bourse
- Multiples des Comparables Boursiers
- Multiples des Transactions Comparables
- Actualisation des Cash Flow

#### Méthodes écartées :

- Actif Net Comptable
- Actif Net Réévalué
- Rendement Futurs

#### Commentaires :

- Société de service peu capitalistique en moyens matériels donc ANC ou ANR ne sont pas pertinents dans ce cas

#### Principales Caractéristiques :

Beta : 1,31  
CMPC : 10,39%  
Tx Actualisation :  
Prime de risque : 5,06%  
Tx des OAT : 3,76%

#### Synthèse de Valorisation :

Méthodes	Valeur		Prime d'Offre	
	Min	Max	Min	Max
Actualisation des Cash Flow	16,9	18,5	2,8%	12,5%
Transactions Comparables	14,4	16,1	18,1%	32,1%
Comparables Boursiers	14,7	18,4	3,2%	9,1%
Transaction sur Bloc de Contrôle	19	19		
Cours de Bourse (1 mois)	14,6	18,4	3,2%	27,4%



## **OPA visant les actions de la société IMS initiée par la société Financière Mistral**

Prix par Action : 5,83 euros  
Durée de l'offre : 31 Décembre 2004 au 13 Janvier 2005  
Secteur : Métallurgie

### **Méthodes retenues :**

- Transaction sur bloc majoritaire
- Cours de Bourse
- Actualisation des Cash Flow

A titre Indicatif

- Multiples des Comparables Boursiers
- Multiples des Transactions Comparables

### **Méthodes écartées :**

- Actif Net Comptable
- Dividendes Futurs

### **Commentaires :**

- IMS n'a pas distribué de Dividendes et il n'en sera pas proposé vu l'endettement d'IMS
- L'Actif Net Comptable d'IMS est peu représentatif de la valeur réelle des actifs étant donné qu'historiquement la rentabilité des capitaux engagés est inférieure au coup de capital.

### **Principales Caractéristiques :**

Beta : 1,2  
CMPC : 11,9%  
Tx Actualisation : 8%,9%  
Prime de risque : 6,5%  
Tx des OAT : 4,1%

### **Tableau Récapitulatif de la Valorisation :**

<b>Méthodes</b>	<b>Valeur</b>		<b>Prime d'Offre</b>	
	Min	Max	Min	Max
Actualisation des Cash Flow	4,38	6,73	33,1%	13,4%
Transaction sur Bloc de Contrôle	5	5	16,6	
Cours de Bourse (60 jours)	6,58		11,4%	

## OPA visant les actions de la société Parcours initiée par la société CD7

Prix par Action : 6,85 euros  
Durée de l'offre : 25 avril au 10 mai 2005  
Secteur : Location de véhicules et de Camions aux entreprises

### Méthodes retenues :

- Transaction sur bloc majoritaire
- Cours de Bourse
- Multiples des Comparables Boursiers
- Multiples des Transactions Comparables
- Actualisation des Cash Flow

### Méthodes écartées :

- Actif Net Comptable
- Actif Net Réévalué
- Rendement Futurs

### Commentaires :

- Pas de dividendes au cours des 12 prochains mois
- Pour une société industrielle et commerciale, l'ANC ne permet pas d'appréhender la valeur des actifs de la société, qui est traduite davantage dans sa capacité à générer des flux de résultat et de trésorerie que dans sa valeur au bilan

### Principales Caractéristiques :

Beta : 1,31  
CMPC : 10,39%  
Tx Actualisation :  
Prime de risque : 5,06%  
Tx des OAT : 3,76%

### Tableau Récapitulatif de la Valorisation :

Méthodes	Valeur	Prime d'Offre
Actualisation des Cash Flow	6,02	13,79%
Transactions Comparables		46,09%
Comparables Boursiers	6,63	3,4%
Transaction sur Bloc de Contrôle	6,85	0%
Cours de Bourse (1 mois)	5,31	29%

## **Proposition de Rachat d'Actions faite par la Société Stallerge à ses actionnaires**

Prix par Action : 95,00 euros  
Durée de l'offre : 9 mai au 20 mai 2005  
Secteur : Chimie / Pharmacie

### **Méthodes retenues :**

- Cours de Bourse
- Multiples des Comparables Boursiers
- Multiples des Transactions Comparables
- Actualisation des Cash Flow

### **Méthodes écartées :**

- Actif Net Comptable
- Rendement Futurs

### **Commentaires :**

- Société de service peu capitalistique en moyens matériels donc ANC ou ANR ne sont pas pertinents dans ce cas

### **Principales Caractéristiques :**

Beta : 1  
CMPC : 9%  
Tx Actualisation : 8,5%, 9,5%  
Prime de risque :  
Tx des OAT :

### **Tableau Récapitulatif de la Valorisation :**

<b>Méthodes</b>	<b>Valeur</b>		<b>Prime d'Offre</b>	
	Min	Max	Min	Max
Actualisation des Cash Flow	100	130	10%	30,8%
Transactions Comparables	61	82	9,8%	47,5%
Comparables Boursiers	42	62	45,2%	114,3%
Cours de Bourse (1 mois)	8,84		6,7%	

## **Proposition de Rachat d'Actions faite par la Société Valeo à ses actionnaires**

Prix par Action : 40,00 euros  
Durée de l'offre : Mai 2005  
Secteur : Equipement Automobile

### **Méthodes retenues :**

- Cours de Bourse
- Multiples des Comparables Boursiers
- Multiples des Transactions Comparables
- Rendements

### **Méthodes écartées :**

- Actif Net Comptable
- Actif Net Réévalué

### **Commentaires :**

- L'ANC n'est pas pertinent dans la mesure ou il ne prend pas en compte les perspectives de croissance et de rentabilité du groupe

### **Principales Caractéristiques :**

Beta :  
CMPC :  
Tx Actualisation :  
Prime de risque :  
Tx des OAT :

### **Tableau Récapitulatif de la Valorisation :**

<b>Méthodes</b>	<b>Valeur</b>	<b>Prime d'Offre</b>
Transactions Comparables	37,24	7,4%
Comparables Boursiers	36,92	8,3%
Rendements		2,8%
Cours de Bourse (1 mois)	35,24	13,5%

## **Offre Publique de Rachat d'Actions faite par la société Prodef à ses actionnaires, portant sur 38730 actions en vue de la réduction de son capital social**

Prix de l'offre : 488 euros par action  
Durée de l'offre : du 10/06/2005 au 30/06/2005  
Secteur : Entretien, Service aux Entreprises

### **Méthodes retenues :**

- cours de Bourse
- actif net comptable consolidé
- actif net social réévalué

### **Commentaires**

S'agissant d'une société holding, il a été privilégié une approche patrimoniale par l'ANR, la méthode d'actualisation des dividendes n'a donc pas été retenue compte tenu de la difficulté à fixer un taux de croissance des dividendes.

### **Caractéristiques**

CMPC : taux d'actualisation de 9,5% pour le pôle propreté et de 11,4% pour le pôle produits d'entretien et se décomposent de la façon suivante :

- taux sur risque OAT 10 ans de 3,57%
- prime de risque de 6,57%
- bêta sectoriel de 0,9 pour le service aux entreprises et de 1,2 pour le pôle produits entretien
- levier financier respectivement égal à 0 et 1,2%

Critères ou méthodes	Valeur par action	Prime
Cours de bourse		
Dernier cours avant annonce le 21 juin 2002	331,0 €	47,43 %
Moyenne 1 mois (jusqu'au 21 juin)	340,1 €	43,47 %
Actif net comptable consolidé au 31/12/04	365, 5 €	33,47 %
Actif net réévalué avant fiscalité	587,4 €	- 16,92 %
Actif net réévalué après fiscalité	542,1 €	- 9,97 %

**OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE**  
**faite aux actionnaires de la société**  
**portant sur 2.500.000 actions WENDEL Investissement**

Prix de l'Offre : 52 € par action WENDEL Investissement  
 Durée : du 16 décembre 2004 au 7 janvier 2005  
 Secteur : société d'investissement

**Critères retenus**

- Transaction récente sur le capital
- Cours de bourse ;
- Actif net réévalué ("ANR")
- Dividende versé par action
- Bénéfice net consolidé par action.

**Critères écartés**

- actif net comptable : il ne représente ni les perspectives d'avenir ni la rentabilité de la société (ce critère est présenté à titre d'information et n'a pas été retenu dans l'analyse multicritères) ;
- multiples de sociétés cotées comparables : compte tenu de la difficulté à identifier des sociétés d'investissement cotées comparables à WENDEL Investissement
- actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles : compte tenu du fait que WENDEL Investissement, étant une société d'investissement, n'établit pas de projections de ses flux futurs de trésorerie sur une base pluriannuelle, il n'a pas été réalisée d'évaluation de WENDEL investissement fondée sur la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles.

**Synthèse de Valorisation**

Critère	Valeurs (€)	Prime
Prix du Contrat d'Options	38,00	36,84 %
Coût du (en incluant Contrat prime de d'Options l'option)	48,00	8,33 %
Dernier cours avant le dépôt de l'Offre	48,16	7,97 %
Moyenne 1 mois (2)	45,33	14,72 %
Plus bas 12 mois	32,75	58,78 %
ANR par action	55,72	(6,67) %
Dividende payé au titre de l'exercice 2003		3,03 %
Bénéfice net consolidé part du groupe 2003	52	0,00%

## **OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE** **Portant sur les actions JET MULTIMEDIA**

Prix par action : 12 euros par action  
 Durée : du 13 décembre 2002 au 3 janvier 2003 inclus  
 Secteur : Informatique

### **Critères Retenus**

- Cours de bourse
- Actif net comptable consolidé
- Transactions liées aux opérations financières 2000/2001
- Critères de rentabilité
- Acquisition de 9 Telecom Réseau par LDCOM (valeur par transparence de Jet Multimédia)

### **Synthèse de Valorisation**

Critères ou méthodes	Valeur par action	Multiple ou prime induite par l'offre
Cours de bourse		
Dernier cours avant annonce le 21 juin 2002	7,80 €	53,8 %
Moyenne 1 mois (jusqu'au 21 juin)	10,34 €	16,1 %
Actif net par action au 31 décembre 2001	8,1 €	1,5 x
Actif net par action au 30 juin 2002	8,2 €	1,5 x
Valeur par transparence (acquisition de 9 Telecom)	8,19 € et 9,10 €	46,52 % et 31,87 %

## DÉPÔT D'UN PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ ARKEMA SUR LES ACTIONS MLPC INTERNATIONAL

Prix par action : 30 euros

Secteur : produit et commercialise des auxiliaires pour l'industrie du caoutchouc et des produits intermédiaires de chimie fine

### Critères Retenus

- l'analyse du cours de bourse
- une approche intrinsèque par actualisation des flux de trésorerie futurs
- une approche analogique fondée sur l'étude des multiples de sociétés cotées comparables, et sur l'étude des transactions passées comparables.

Le CMPC a été établi à partir du MEDAF et du bêta de l'actif économique : le CMPC s'analyse en un taux sans risque de 3,7% et une prime de risque actions de 6,5% pondérée par un bêta désendetté de 0,8

### Synthèse de Valorisation

Critères d'évaluation	Bas	Valeurs obtenues par action		Prime offerte
		Centrale Moyenne	/ Haut	
Actualisation des flux	0,00 €	12,90 €	17,00 €	132,6 % (*)
Multiples boursiers			n.s.	
Multiples de transactions			n.s.	
Capitaux propres comptables par action		23,80 €		26,1 %
Cours de bourse				
Dernier cours (04/04/05)		23,00 €		30,4 %
Moyenne 1 mois		23,62 €		27,0 %



**OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE**  
**Portant sur les actions de la société SPORTFIVE**  
**Initiée par la société S5 GROUP**

Prix de l'offre : 121,09 euros par action  
 Durée de l'offre : du 27 juillet 2004 au 9 août 2004 inclus  
 Secteur : droits marketing et droits de retransmission du football

**Caractéristiques**

Le taux d'actualisation de 9.45% retenu par la Banque s'appuie notamment sur un taux sans risque de 4.39%, un coefficient bêta de 1.23 et une estimation de la prime de risque moyenne anticipée sur le marché financier égale à 4.91%. En raison des liens étroits entre la publicité et le football, nous validons le choix de la Banque d'appuyer l'estimation du coefficient bêta sur un échantillon de sociétés comprenant principalement des agences de publicité. Cependant, en raison de l'attrait exercé par le sport et notamment le football, il est probable que la Société soit moins sensible à la conjoncture économique que les agences de publicité elles-mêmes. Une telle remarque qui présume une possible surestimation du coefficient bêta par la Banque semble corroborée par le fait que *Highlight Communications AG*, seule société de l'échantillon ayant développé une activité de droits sportifs, affiche un coefficient bêta désendetté plus faible que le coefficient moyen des autres sociétés de l'échantillon (soit 0.9 contre 1.2).

**Synthèse de Valorisation**

En €/ action		Prime (%)
Cours de bourse moyen pondéré ajusté du paiement des dividendes ordinaires et extraordinaires		
18 mars 2004	112,20	+ 7,9%
10 jours de bourse avant le 18 mars 2004	113,03	+ 7,1%
1 mois avant le 18 mars 2004	119,63	+ 1,2%
60 jours de bourse avant le 18 mars 2004	121,09	0,0%
<i>Minimum sur 60 jours de bourse avant le 18 mars 2004</i>	<i>109,90</i>	<i>+ 10,2%</i>
<i>Maximum sur 60 jours de bourse avant le 18 mars 2004</i>	<i>131,20</i>	<i>- 7,7%</i>
Transaction sur le capital (moyenne pondérée)	63,85	+ 89,6%
Actualisation des cash flows – Valeur centrale		
<i>Minimum</i>	<i>69,74</i>	<i>+ 73,6%</i>
<i>Maximum</i>	<i>101,90</i>	<i>+ 18,8%</i>
Comparaisons boursières		
<i>Minimum</i>	<i>57,35</i>	<i>+ 111,1%</i>
<i>Maximum</i>	<i>85,62</i>	<i>+ 41,4%</i>

## **Offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de la société Maître Fournil initiée par Nutrixo**

Prix de l'offre : 20,5 € par action  
Durée de l'offre : du 25 février au 16 mars 2004 inclus  
Secteur : métiers de la viennoiserie

### **Méthodes écartées :**

#### ***(i) Rendement***

Le critère du rendement n'est pas retenu dans la mesure où la politique de distribution relève principalement d'une décision unilatérale de l'actionnaire majoritaire qui peut l'orienter selon ses propres besoins. Par ailleurs, la politique de distribution a été affectée par les investissements industriels entrepris ces dernières années se traduisant par une seule distribution de dividende en 2001 (taux de distribution : 27,9%).

#### ***(ii) Actif net comptable***

Pour une société industrielle et commerciale, le critère de l'actif net comptable consolidé ne permet pas d'appréhender la valeur des actifs de la Société, et notamment celle de ses actifs incorporels, qui est traduite plus dans sa capacité à générer des flux de résultats et de trésorerie que dans sa valeur historique au bilan. A titre purement indicatif, les fonds propres consolidés part du groupe de Maître Fournil hors BPS s'élevaient à 12,4 M€ au 30 septembre 2003, soit 7,9 € par action. Le Prix d'Offre représente une prime de 161,0% par rapport à l'actif net consolidé hors BPS au 30 septembre 2003.

#### ***(iii) Actif net réévalué***

Maître Fournil ne possède pas d'actifs hors exploitation susceptibles de faire l'objet d'une réévaluation pouvant affecter significativement la valeur des fonds propres.

#### ***(iv) Actualisation des flux de trésorerie***

En l'absence d'un plan d'affaires de la Société sur un horizon suffisant, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie n'a pas été retenue dans le cadre de l'analyse multicritères.

### **Méthodes retenues :**

#### ***(i) Transaction sur bloc majoritaire***

L'acquisition du Bloc de Contrôle auprès des actionnaires cédants à un prix de 20,5 € par action constitue une référence essentielle pour l'appréciation du Prix d'Offre. S'agissant d'une transaction majoritaire qui confère à l'Initiateur une majorité du capital et des droits de vote, elle inclut également de facto une prime de contrôle payée par l'Initiateur.

#### ***(ii) Cours de bourse***

#### ***(iii) Comparables boursiers***

### **Synthèse de valorisation :**

	Valeur par actions (€)	Prime d'offre
Acquisition du bloc majoritaire	20,5	

Cours de bourse récents(cours moyen pondéré)		Moyenne 14,9%
- dernier cours avnat annonce (15/12/03)	18,3	11,8%
- dix séances	18,4	11,4%
- 1 mois	18,5	11,0%
- 3 mois	18,1	13,2%
- 6 mois	18	14,1%
- 1 an	16,1	27,7%
Cours de bourse historiques (haut et bas)		
Plus haut de 12 mois	19	7,90%
Plus bas de 12 mois	11,9	72,60%
Comparables boursiers	15,8 à 18,9	8,5% à 29,9%
Transactions comparables	19,2 à 20,1	2,0% à 6,5%

## **Offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions et les bons de souscription d'actions de la société Berger-Levrault SA (Groupe Berger-Levrault) initiée par Siprex SA (Groupe Accueil)**

Prix de l'Offre : 197 € par action BERGER-LEVRAULT et 27,7 € par Bon de Souscription d'Action apporté  
Durée de l'Offre : du 7 janvier au 27 janvier 2004 inclus  
Secteur : Edition de logiciels et de documents

### **Méthodes écartées :**

#### **Actif net comptable**

L'appréciation de la valeur d'une société par comparaison aux capitaux propres n'est pas habituellement utilisée dans le secteur de l'édition (notamment de logiciels) car ils n'intègrent la valeur des actifs incorporels que sur la base de la valeur comptable historique des coûts de développement et non pas sur leurs contributions futures à la rentabilité de la société.

A titre indicatif, comme l'indique le tableau ci-dessous, le prix de l'offre de 197€ représente des primes respectives de 459% et 395% par rapport à l'actif net consolidé du groupe en 2002 et 2003E.

#### **Actif net réévalué**

La méthode de l'actif net réévalué consiste à corriger l'actif net comptable du groupe des plus ou moins-values identifiées à l'actif, au passif ou en engagements hors bilan.

Sur la base des plus et moins-values potentielles (immobilières et compléments de prix et ou reprise de provisions), l'actif net pourrait être corrigé de 2,7 M€ soit 8,7 € par action.

#### **Actualisation des dividendes**

La Société n'ayant pas distribué de dividendes depuis 1999, cette méthode de valorisation n'est pas pertinente.

### **Méthodes retenues :**

#### **L'analyse du cours de bourse**

#### **Méthodes des multiples de sociétés cotées comparables**

#### **Méthode des multiples de transactions comparables**

#### **L'actualisation des cash-flows libres générés par l'exploitation**

### **Caractéristiques**

*Le coût du capital correspond :*

- au taux sans risque (OAT 10 ans) de 4,47 % ;
- majoré d'une prime de risque du marché actions France de 4,74 % (primes de référence : Journal des Finances-SG) ;
- pondéré du Béta moyen des échantillons pertinents, soit 0,81 pour Magnus et 0,87 pour BLE ;

- majoré d'une prime de risque spécifique associée aux activités de la société soit : 1 % pour Magnus, 0,5 % pour BLE et 0 % pour le siège.

Le coût brut de l'endettement long terme a été retenu égal au taux de l'OAT 10 ans majoré de 150 points de base.

Le taux central retenu pour l'actualisation des cash-flows disponibles et la valeur terminale, ressort ainsi à 6,87 % pour Magnus, 6,75 % pour BLE et 6,81% pour le siège.

**Synthèse de la valorisation :**

	Banque évaluatrice		Expert indépendant	
	Valeur par action en €	Prime induite	Valeur par action en €	Prime induite
Prix offert	197,0			
Cours de Bourse				
Cours au 1/10/2003	118,0	66,9%	118,0	66,9%
1 mois	134,0	47,0%	134,7	46,2%
Comparables	187,9	4,8%	176,8	11,4%
Transactions	191,4	2,9%	2,0	-2,8%
DCF	180,5	9,1%	1,9	4,5%
Moyenne	186,6	5,6%	1,9	4,1%

## **Offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de la société Vivarte initiée par Financière 2 PAI**

Prix de l'offre : 40 € PAR ACTION  
Durée de l'offre: du 4 Mai au 24 Mai 2004 inclus  
Secteur : distribution, équipement de la personne (chaussure et habillement)

### **Méthodes écartées :**

#### ***(i) Rendement***

La politique de distribution de Vivarte a été affectée par le programme triennal de restructuration engagé courant 2000 se traduisant par l'absence de distribution de dividendes au titre des exercices 1999/2000 et 2000/2001. Enfin, l'Assemblée Générale annuelle des actionnaires, qui s'est tenue le 23 février 2004 a décidé de ne pas distribuer de dividende au titre de l'exercice 2002/2003. La valorisation découlant de cette méthode n'a pas été retenue.

#### ***(ii) Actif net comptable***

L'appréciation de la valeur d'une société par comparaison à ses capitaux propres n'est pas pertinente dans le cas de Vivarte car les capitaux propres intègrent la valeur des actifs incorporels (marques/enseignes) sur la base de leur valeur comptable historique et non pas sur leur capacité à générer des flux de résultats et de trésorerie.

A titre purement indicatif, les fonds propres consolidés part du groupe de Vivarte s'élevaient à 416,0 M€ au

31 août 2003, soit 14,3 € par action (sur la base d'un nombre d'actions de 29.119.892 actions au 31 août 2003 non dilué de l'exercice éventuel d'options de souscription).

#### ***(iii) Actif net réévalué***

En dehors de ses actifs incorporels, dont la valeur est appréhendée par d'autres méthodes (notamment par l'actualisation des flux futurs de trésorerie), Vivarte ne détient pas d'actifs hors exploitation susceptibles de faire l'objet d'une réévaluation pouvant affecter significativement la valeur de ses fonds propres.

Concernant l'immobilier détenu en propre, au 31 août 2003, la Société ne détenait que 130 magasins sur un parc de 2.567 magasins. La cession de certains magasins détenus en propre, déjà initiée dans le passé, n'est pas de nature à affecter sensiblement la valorisation.

#### ***(iv) Valorisation par la « somme des parties »***

Cette méthode consiste à valoriser séparément les activités jugées différentes d'une même société, les activités Chaussure et Habillement dans le cas présent.

Cette méthode n'a pas été retenue pour les raisons suivantes :

- absence de sociétés comparables cotées ou transactions comparables pertinentes dans l'activité Chaussures ne permettant pas de déterminer des multiples de valorisation ;
- compte tenu de leur appartenance au même sous-segment de consommation, les deux activités de Vivarte ne justifient pas de différences sensibles concernant les hypothèses de taux de croissance à long terme ou de taux d'actualisation. Par conséquent, une valorisation séparée par les flux futurs de trésorerie n'a pas été réalisée.

### **Méthodes retenues :**

- **Transaction sur le bloc de contrôle**
- **Cours de bourse**
- **Actualisation des flux de trésorerie disponibles**
- **Comparables boursiers**
- **Transactions comparables**

### Caractéristiques

#### *\*Taux d'actualisation*

Les flux de trésorerie sont actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC). Le CMPC ressort à 8,6 % sur la base des hypothèses suivantes :

- un coût des fonds propres de 9,7 % correspond :
- au taux sans risque (OAT 10 ans) de 4,0 % au 2 avril 2004 ;
- majoré d'une prime de risque du marché actions de 5,7 % ;
- pondéré du Béta endetté de 0,84 ;
- majoré d'une prime de risque spécifique de 1 % liée à la forte illiquidité du titre Vivarte et des risques spécifiques comme les risques de change ou l'environnement concurrentiel non appréhendés dans les flux de trésorerie.
- un coût de l'endettement après impôt de 3,7 %.

### Synthèse de Valorisation

	Valeur extériorisée		Prime d'offre	
	Min	Max	Min	Max
Transaction sur le capital	40	40	0,00%	0,00%
Cours de bourse	34,7	38	15,40%	5,40%
Flux futurs de trésorerie	36,3	36,3	10,20%	10,20%
Comparables boursiers	34,6	38,5	15,50%	3,90%
Transactions comparables	32,3	32,3	23,80%	23,80%

## **Offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de la société Mines de la Lucette initiée par FL Participations**

Prix de l'offre : 16 euros par action  
Durée de l'offre : du 16 juin 2004 au 29 juin 2004 inclus  
Secteur : société foncière pure, spécialisée en matière industrielle et commerciale.

### **Les méthodes écartées :**

#### **L'actualisation des cash flows**

Mines de la Lucette étant encore en phase de développement et étant donnée la spécificité du secteur sur lequel elle opère (ces points entraînant des flux de free cash-flows négatifs d'où des recours récurrents à des financements externes – cf Ch 6 du Document de Référence 2002), une actualisation des cash flows futurs ne peut être appliquée.

#### **La méthode des dividendes**

Mines de la Lucette n'a pas versé de dividendes à ses actionnaires au cours des derniers exercices. Là encore, la

Société étant en pleine phase de développement, dans les prochaines années, l'essentiel des ressources sera utilisée au financement des activités opérationnelles. De ce fait, une méthode d'évaluation basée sur les dividendes ne peut être utilisée.

#### **Les comparables boursiers**

Au sein de la cote d'Euronext Paris, il n'est pas possible de trouver de véritables comparables à Mines de la

Lucette. En effet, celle-ci est une foncière en plein développement dont la capitalisation boursière est faible relativement aux autres acteurs du secteur immobilier. De plus, le développement de son cœur de métier sur les murs d'hôtels en fait un exemple unique sur Euronext Paris.

### **Les méthodes utilisées :**

#### **Les cours de bourse**

#### **Les opérations récentes sur le capital**

#### **L'Actif Net Réévalué**

### **Synthèse :**

Critère	Prix obtenu €	Prime
Cours de bourse		
Dernier	16,1	-0,50%
Dernier mois	16	-
Trois dernier mois	15,9	0,50%
Six dernier mois	16,1	-0,50%
Douze dernier mois	16	-
Augmentation de capital 2002	16	-



Cession FL Participations	16	-
ANR sans décote au 30/06/03	19	-16%
ANR avec décote au 30/06/03	15,2	5,30%
ANR sans décote au 31/12/03	19,6	-18,40%
ANR avec décote au 31/12/03	15,7	1,90%

## **Offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de la société Chabert Duval Groupe initiée par Cheminées Philippe**

Prix de l'offre : 8,06 € par action CHABERT DUVAL GROUPE  
Durée de l'offre : du 30 septembre au 14 octobre 2004 inclus  
Secteur : Cuisine et Bains

### **Méthode écartée :**

La méthode de l'**actualisation des flux de dividendes**. Cette méthode n'est pertinente que pour les sociétés qui ont un taux de distribution élevé, régulier et prévisible, ce qui n'est pas le cas de CHABERT DUVAL GROUPE qui n'a pas distribué régulièrement de dividendes depuis 1996.

### **Méthodes retenues :**

- l'**actif net réévalué**
- les **comparaisons boursières**
- les **transactions comparables**,
- l'**actualisation des cash flow disponibles**
- l'**étude du cours de bourse**.

### **Caractéristiques**

#### *Taux d'actualisation*

Le coût des fonds propres correspond à un taux sans risque (OAT 10 ans = 4,09%, le 30 août 2004) augmenté d'une prime de risque de 5,8 % incluant la prime de risque sur le marché des actions en France (source : ASSOCIES EN FINANCE) pondérée par le bêta de la société. Les bêtas historiques calculés pour CHABERT DUVAL GROUPE par les modèles BLOOMBERG et JCF n'ont pas été retenus (bêtas égaux respectivement à 0,42 et 0,60) car jugés non représentatifs du niveau réel compte tenu de la liquidité réduite du titre. Nous estimerons donc le bêta de CHABERT DUVAL GROUPE à 1,2, bêta moyen des sociétés de biens d'équipement. De plus, nous avons retenu une prime de risque complémentaire de 2%, liée à la faible taille de la société par comparaison avec les sociétés cotées en France .

### **Synthèse :**

Méthodes	Valeur en € par action	Prime offerte
Actif net comptable	7,75 €	4%
Comparables boursiers	2,00 €	303%
Transactions comparables	4,04 €	99%
Cours de bourse	de 5,01 à 6,43€	de 25% à 61%
Actualisation des cash-flow disponibles	6,21 €	30%

## **OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE portant sur les actions de la société IOLTECH Initiée conjointement par les sociétés CARL ZEISS MEDITEC AG et ATLANTIC SAS**

Prix de l'offre :	91,80 euros par action Ioltech
Durée de l'offre :	du 14 mars au 5 avril 2005 inclus
Secteur :	solutions dans le domaine de

### **Critères écartés**

#### • Modèle d'actualisation des dividendes

Cette méthode, basée sur l'actualisation des flux prévisionnels de dividendes versés par une société, n'a pas été mise en oeuvre, l'approche par actualisation des cash flow disponibles semblant plus adaptée dans le cas présent. Dans une optique de valorisation intrinsèque, il apparaît que cette méthode présente l'inconvénient de ne pas refléter l'intégralité de la capacité bénéficiaire de l'entreprise, les flux réinvestis dans la société n'étant pas pris en compte.

#### • Valorisation sur la base de l'actif net

Cette méthode n'est pas appropriée pour évaluer une société telle que Ioltech dans la mesure où celle-ci passe ses frais de R&D en charges et où, sur la cinquantaine de brevets détenus par la Société, ne sont inscrits à son bilan que les brevets issus de l'acquisition de l'activité chirurgicale de Ciba Vision et de l'acquisition, auprès de Medennium Inc., d'une technologie sur implants acryliques hydrophobes. En outre, cette méthode présente l'inconvénient de ne pas faire ressortir la rentabilité future de la Société. La valeur de celle-ci repose essentiellement sur sa capacité à innover et à commercialiser et promouvoir ses implants grâce à une expertise reconnue auprès des ophtalmologistes.

#### • Valorisation sur la base de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à rétablir à leur valeur de marché les différents éléments actifs et passifs inscrits au bilan de la société évaluée en tenant compte, d'une part, de la présence ou non de plus-values latentes sur des actifs, d'autre part, de l'existence de passifs latents ou d'actifs à rentabilité faible ou nulle. Pour des raisons fondées sur celles exposées quant à l'application de la méthode de l'actif net (seuls sont inscrits au bilan de Ioltech les coûts d'acquisition de certains brevets, les différents produits et marques nous semblent difficiles à apprécier séparément), cette méthode d'évaluation a été écartée.

### **Critères retenus**

- Transactions récentes sur le capital
- Modèle d'actualisation des Free Cash Flows
- Valorisation sur la base du cours de bourse historique
- Transactions comparables
- Comparaisons boursières

### **Caractéristiques**

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) est de 8,33%. Il résulte des paramètres suivants :

- un taux sans risque de 4,0276%, correspondant à la moyenne 12 mois du taux des obligations de l'état français OAT 10 ans ;
- un bêta des fonds propres de 0,86, soit le bêta de Ioltech calculé sur 2 ans hebdomadaire sur la base du SBF 250 ;
- une prime de risque de 5,0%, (moyenne 2 mois, *source Jacques Chahine Finance*) ;
- un taux d'endettement cible nulle, conforme à l'évolution historique de la Société.

## SYNTHESE DES VALORISATIONS

	VE/EBIT 05p	VE/EBIT 06p	PE 05p	PE 06p
<b>Bausch &amp; Lomb</b>	12,7	11,7	20,5	17,8
<b>Alcon</b>	19,6	17,7	26,7	23,1
<b>Advanced medical optics</b>	23,5	22,8	19,5	15,4
<b>Wavelight laser technologie</b>	111,9	8,3	17,2	14,7
<b>Calre Zeiss Meditec</b>	10,6	8,4	22,3	16,8
<b>Hoya</b>	12,8	12,3	17,9	16,4
<b>Mediane</b>	12,7	12	20	16,6

	Valorisation des fonds propres (en €action)	Prix offert (en €action)	Prime / Décote
<b>DCF</b>	84,89	91,8	<b>8,1%</b>
<b>Cession de bloc du 01/02/05</b>	91,78	91,8	<b>0,0%</b>
<b>Cours de bourse</b>			
Dernier cours côté	88,00	91,8	<b>4,3%</b>
Cours moyen 1 mois	82,45	91,8	<b>11,3%</b>
Cours moyen 2 mois	79,65	91,8	<b>15,3%</b>
Cours moyen 3 mois	77,94	91,8	<b>17,8%</b>
Cours moyen 6 mois	76,84	91,8	<b>19,5%</b>
Cours moyen 12 mois	76,93	91,8	<b>19,3%</b>
Cours moyen depuis le 01/01/04	77,24	91,8	<b>18,9%</b>
<b>Résultat indicatif: Transaction Cornéal</b>	75,66	91,8	<b>21,3%</b>

# OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ DES HÔTELS ET CASINO DE DEAUVILLE SA (SHCD) INITIÉE PAR GROUPE LUCIEN BARRIÈRE SAS (GLB)

Prix de l'Offre : 441,10 euros par action  
Durée : du 17 mai 2005 au 30 mai 2005 inclus  
Secteur : Hôtellerie et loisirs

## Critères écartés

- *Méthode des dividendes*

Il convient de rappeler que SHCD n'a pas versé de dividende au titre de l'exercice clos au 31 octobre 2003 et que le conseil d'administration a proposé à l'assemblée générale de ne pas procéder au paiement de dividende au titre de l'exercice clos au 31 octobre 2004.

- *Actif net comptable consolidé*

L'appréciation de la valeur d'une société par comparaison aux capitaux propres n'est habituellement pas utilisée dans ce secteur d'activité et n'intègre ni les perspectives ni la valeur des actifs incorporels.

- *Actif net réévalué*

Cette approche ne s'applique pas à SHCD, qui est un groupe hôtelier et casinotier qui exploite ses différents actifs dans une perspective de continuité d'exploitation.

- *Actualisation des flux de trésorerie futurs*

Cette méthode n'a pu être utilisée pour apprécier le prix de l'Offre en l'absence d'un plan d'affaires prenant en compte l'évolution récente de l'activité, les derniers plans d'affaires à moyen terme réalisés par le management de SHCD datant de novembre 2003.

## Critères retenus

- Les opérations récentes sur le capital
- Le cours de bourse
- Les multiples boursiers
- Les transactions récentes

## OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE SEEVIA CONSULTING INITIEE PAR LA SOCIETE ITS GROUP

Prix de l'Offre :	2,62 € par action SEEVIA CONSULTING
Durée :	Du 8 mars 2005 au 13 avril 2005 inclus.
Secteur :	Développement et Service Informatique

### Critères écartés

- Actualisation des dividendes

L'actualisation des dividendes n'est pas possible car il n'est pas prévu de distribuer de dividendes de manière significative à court terme

- Actif net réévalué

L'actif net réévalué, outre qu'il s'agit d'une méthode qui donne toujours lieu à contestation dans sa mise en oeuvre, est peu pertinent pour une activité de service.

- Méthode des comparables

La médiocre rentabilité passée de la société, les contrats « embarqués » avec des marges négociées dans une conjoncture difficile et une situation délicate pour la société ainsi que l'aléa qui entache les perspectives de retournement empêchent le recours à des multiples basés sur la rentabilité dans la méthode des comparables. En effet, nombre de sociétés sont restées rentables et pour certaines à des niveaux élevés. Les ratios sont donc très disparates et reflètent des situations dont aucune n'est honnêtement comparable à celle de SEEVIA.

- Méthode du délai de recouvrement

La méthode du délai de recouvrement est également à écarter du fait du caractère atypique de la situation financière de la société.

### Critères retenus

- les cours de bourse
- la dernière opération sur le capital de la société
- les ratios de sociétés comparables
- l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation (« Cash-flows »)

## OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE SUISSE *CIMEX PHARMA AG* INITIEE PAR LA SOCIETE SUISSE *SCHWEIZERHALL HOLDING AG*

Prix de l'Offre :	8,30 euros par action
Durée :	du 30 mars 2005 au 12 avril 2005 inclus
Secteur :	Pharmacie

### Critères retenus

- les de cours de bourse
- les multiples de valorisation d'un panier de sociétés cotées comparables
- les multiples observés lors de transactions comparables sur le secteur
- la valorisation de la société par la méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode DCF)
- l'actif net comptable de la société Cimex.

### Caractéristiques :

Taux de croissance à l'infini	2,0%
Taux sans risque	4,3%
Prime de risque marché	6,5%
Bêta	1,25
Taux d'intérêt de la société	7,3%
Taux d'imposition de la société	19%
Capital (CHF m)	32,0
Dette nette (CHF m)	15,3
Total (CHF m)	47,3
Coût du capital	12,4%
Coût de la dette	5,9%
<b>CMPR</b>	<b>10,3%</b>

### Synthèse de Valorisation

Méthode utilisée	Prix théorique par action (€)	Prime proposée au cours de 8,30 €	Pondération des méthodes
Prix moyen de cession par les actionnaires majoritaires	6,95 €	19,4%	25%
Cours de bourse - moyenne pondérée 30 jours	8,02 €	3,5%	5%
Cours de bourse - moyenne pondérée 60 jours	8,09 €	2,6%	5%
Cours de bourse - moyenne pondérée depuis l'introduction	8,11 €	2,3%	5%
Multiples de valorisation	8,96 €	-7,4%	20%
Transactions récentes	7,98 €	4,0%	20%
Méthode DCF	8,60 €	-3,5%	20%
<b>Moyenne pondérée</b>	<b>8,06 €</b>	<b>3,0%</b>	<b>100%</b>

## **Offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de la société Teisseire initiée par Fruité Entreprises**

Prix de l'offre : 74,49 € par action  
Durée de l'offre : du 31 Janvier au 18 Février 2005 inclus  
Secteur : métiers des sirops de fruits (agro-alimentaire)

### **Méthodes écartées :**

- *approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs (méthode DCF) :* cette méthode n'a pas pu être utilisée en l'absence d'un plan de développement de la Société fondé sur l'évolution récente de l'activité ;
- *approche par l'actif net réévalué :* cette approche habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés holdings détenant des participations minoritaires dans des activités diversifiées ne s'applique pas à la Cible qui est un groupe industriel détenant ses filiales à 100 % ;
- *rendement :* cette approche n'est pas pertinente dans la mesure où le dividende dépend de la politique financière de la société et n'est pas nécessairement déterminé en fonction de sa capacité à générer du cash flow libre. Par ailleurs, la politique de dividende récente a été très variable d'une année sur l'autre, avec une distribution très élevée au titre de l'exercice 2003 qui est liée à la cession de la filiale Giraudet.

### **Méthodes retenues :**

- *le cours de bourse récents de l'action TEISSEIRE :*
- *opérations récentes sur le capital de TEISSEIRE ;*
- *actif net comptable consolidé - part du groupe - par action.*  
A titre purement indicatif, le prix proposé de 74,49 € fait apparaître une prime de près de 268 % sur l'actif net comptable par action.

- *référence aux multiples boursiers de sociétés cotées comparables ;*

L'analyse se fonde sur les multiples de valeur d'entreprise ("VE") sur EBITDA et VE sur EBIT.

En effet, il n'existe pas de société cotée sur les marchés français ou étrangers qui soit directement comparable à la Société compte tenu de son positionnement unique : leader sur le segment des sirops de fruits, de taille moyenne, avec une saisonnalité des ventes affirmée. Cependant, nous avons retenu un échantillon de sociétés cotées de l'agro-alimentaire (Bonduelle, LDC, Fleury Michon, Bongrain, Bel) qui évoluent certes dans des métiers de l'agro-alimentaire très différents (légumes transformés et plats cuisinés, produits de volaille, produits traiteur frais, charcuterie et produits laitiers et spécialités fromagères,) mais présentent certaines caractéristiques proches de celles de la Société : une taille moyenne, une marque forte avec une position de leader sur leur marché, une commercialisation des produits en grande distribution et une présence essentiellement française.



Les sociétés du secteur vins (champagne) et spiritueux n'ont pas été retenues parce que non comparables en termes de valeur patrimoniale, de marge d'exploitation et/ou de perspectives de croissance.

- *référence aux multiples implicites de transactions comparables.*

### **Synthèse de valorisation :**

	Valeur par actions en €	Prime d'offre
Acquisition du bloc majoritaire	74,49	
<b>Cours de bourse récents</b>		
- dernier cours coté (12/01/05)	73	2%
- Cours de base (dernier cours avant annonce) (18/11/04)	68,80	8,3%
- Moyenne 1 mois	63,69	17%
- Moyenne 3 mois	70,19	6,1%
- Moyenne 6 mois	72,17	3,2%
- Moyenne 12 mois	67,75	9,9%
<b>Opération récente sur le capital</b>		
- Valeur transaction 1 <sup>er</sup> Juillet 2003	50	49%
- Moyenne pondérée juin 2003	35,21	111,5%

### **Multiples boursiers de sociétés cotés comparables**

	Résultat de l'évaluation boursière théorique			
	EBITDA		EBIT	
	2003	2004	2003	2004
Multiple médian de l'échantillon	5,5	5,5	9,7	8,8
Valeur induite de l'action TEISSERE en €	48,67	23,27	66,98	18,85
Prime offert (pour 74,49€)	53,0%	220,1%	11,2%	295,2%

### **Multiples implicites de transactions comparables**

	Moyenne transactions comparables	Multiples implicites TEISSEIRE
<i>Transactions récentes du secteur agro-alimentaire en France (1)</i>		
VE / EBITDA(*)	6,9 (x)	14,7 (x)
VE / EBIT(*)	11,6 (x)	27,9 (x)
<i>Transactions récentes du secteur agro-alimentaire en Europe (2)</i>		
VE / EBITDA(*)	7,5 (x)	14,7 (x)
VE / EBIT(*)	9,2(x)	27,9 (x)
<b>Moyenne toutes transactions</b>		
VE / EBITDA(*)	7,2 (x)	14,7 (x)
VE / EBIT(*)	10,4 (x)	27,9 (x)

## Offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de la société IPO initiée par le Crédit Industriel et Commercial

Prix de l'offre : 92 € par action  
 Durée de l'offre : du 19 Mai au 22 juin 2004  
 Secteur : informatique

### Méthodes écartées :

- *la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie* : elle ne peut être mise en oeuvre dans le cadre de l'évaluation d'une société de portefeuille qui, par nature, n'est pas en mesure d'établir des prévisions de résultats ;
- *la méthode du rendement*, de même que la précédente, ne permet pas d'établir des prévisions de résultats distribuables sur les années à venir, compte tenu de la nature de l'activité de société de portefeuille d'IPO ;
- *la méthode des comparables boursiers*, n'est usuellement pas utilisée pour valoriser les sociétés de portefeuille ;
- *les transactions comparables* : il n'y a pas eu de transaction récente sur des sociétés cotées comparables, à l'exception de l'Offre publique d'achat de l'IDI sur la société IBPM, intervenue en janvier 2002 qui faisait apparaître une décote de 17 % du prix d'Offre par rapport à l'actif net réévalué.

### Méthodes retenues :

- Le prix d'acquisition du bloc de 455.485 actions ordinaires par le CIC,
- Le cours de bourse
- L'actif net réévalué (ANR) par action ordinaire

### Synthèse de valorisation

	Cours moyens pondérés par action en euros	Prime/Décote par rapport au cours moyen pondéré	Nombre de titres échangés par jour
Acquisition du bloc majoritaire	92,00		
Dernier cours coté le 08/03/2004	94,00	-2,13%	351
Moyenne 1 mois	94,98	-3,14%	493
Moyenne 2 mois	95,69	-3,86%	441
Moyenne 3 mois	94,08	-2,21%	423
Moyenne 6 mois	88,93	3,45%	442
Moyenne 1 an	80,15	14,78%	398
Moyenne 2 ans	71,73	28,26%	349
Plus Haut 1 an	99,70	-7,72%	
Plus Bas 1 an	80,00	48,27%	

## Offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de la société GECINA initiée par METROVESCA

Prix de l'offre : 87,65 € par action pour un règlement immédiat  
89,75 € par action pour un règlement au 30 Décembre 2005  
Durée de l'offre : du 29 Mars au 30 Décembre 2005  
Secteur : logements pour les sociétés

### Méthodes retenues :

- *Les cours de bourse de Gecina sur une période récente.*
- *L'actif net réévalué ("ANR") de Gecina.*  
L'ANR constitue une référence incontournable dans le secteur immobilier.
- *Les multiples de l'ANR et du cash-flow courant avant impôt auxquels se traitent en bourse les sociétés foncières comparables à Gecina.*  
L'approche par comparaison boursière consiste à appliquer aux agrégats financiers de Gecina les multiples boursiers observés sur un échantillon de sociétés comparables à Gecina. Un échantillon composé des trois principales foncières cotées françaises disposant du statut SIIC, à savoir Unibail, Klépierre et Silic a été retenu pour l'application de cette méthode.
- *Les multiples de l'ANR avant impôt observés dans le cadre des transactions comparables dans le secteur immobilier.*
- *Les multiples du cash-flow courant avant impôt observés dans le cadre des transactions comparables dans le secteur immobilier.*  
Le cash-flow courant avant impôt présente en particulier l'avantage de neutraliser la politique d'amortissement qui peut varier d'une société à l'autre. Il se définit comme le résultat courant avant impôt augmenté des dotations aux amortissements et aux provisions, nettes des reprises.

### Synthèse de valorisation

	Cours de l'action (en euros)	Prime induite par le Prix d'Offre (en%)
<b>Cours de Bourse</b>		
Cours de clôture au 14 Mars 2005	78,75	11,3%
Moyenne pondérée 1 mois	80,35	9,1%
Moyenne pondérée 3 mois	77,98	12,4%
Moyenne pondérée 6 mois	74,87	17,1%
Moyenne pondérée 12 mois	69,97	25,3%
Plus Haut 12 mois	84,00	4,3%
Plus Bas 12 mois	60,45	45,0%
<b>Actif Net Comptable (au 31/12/2004) par action</b>	78,69	111,90%
<b>Multiples Boursiers des sociétés comparables</b>		

Prime sur ANR		-10,8%
Multiple de cash-flow courant avant impôt		27,7%
<b>Multiple de transactions comparables</b>		
Prime sur ANR		2,1%
Multiple de cash-flow courant avant impôt		43,5%

### Multiples de cash-flow des sociétés comparables

		Au 31 Décembre 2004	
Entreprise de l'échantillon	Cours de bourse au 14/03/05 (€)	Cash-flow dilué par action	Multiple induit
Unibail	89,75	6,4	13,9x
Klépierre	67,8	4,1	16,4x
Silic	72,6	4,6	15,8x
<b>Moyenne</b>			<b>15,4x</b>
<b>Gecina</b>	<b>78,75</b>	<b>4,5</b>	<b>17,7x</b>

## **Offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de la banque CFCAL (Crédit Foncier et Communal d'Alsace et de Lorraine) initiée par le Crédit Foncier**

Prix de l'offre : 390 € par action  
Durée de l'offre : du 5 Octobre au 8 Novembre 2004 inclus  
Secteur : Banque

### **Méthodes écartées :**

- *La méthode des comparables boursiers* : il n'existe pas de sociétés comparables du CFCAL qui soit cotées
- *Les transactions comparables* : il n'y a pas eu de transaction récente sur des sociétés comparables, à l'exception de l'acquisition de Royal Saint George Banque par General Electric en Décembre 2003 et dont les termes n'ont pas été rendus publics ;
- *Le cours de bourse* : le volume d'échange des actions CFCAL est traditionnellement très réduit et ne constitue donc pas un référentiel fiable de valorisation dans le cadre de l'OPA.
- *Actif net comptable ou réévalué* : l'évaluateur privilégie l'approche par le DCF, la méthode de l'actif net comptable ou réévalué ne tenant pas compte du niveau de rentabilité récurrente et prévisionnelle de la société. Les éléments d'actifs hors exploitation ont été ajoutés à la valeur de l'activité bancaire. Seule une méthode de valorisation fondée sur un actif net intégrant un goodwill ou un badwill pourrait être retenue mais cette approche serait redondante avec la méthode de l'actualisation des flux futurs.

### **Méthodes retenues :**

- *Le prix d'acquisition des blocs* de 76 810 actions ordinaires (deux blocs respectifs de 31 674 et 45 136 actions) par le Crédit Foncier a été de 390€ par action. Le prix offert aux actionnaires qui apporteront leurs actions à l'offre publique d'achat correspond donc au prix d'acquisition des deux blocs ayant entraîné le franchissement du seuil d'un tiers du capital et des droits de vote.
- *La méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles* pour l'actionnaire après allocation des fonds propres nécessaires à l'activité. Cette méthode a pour effet de valoriser les capitaux propres excédentaires du CFCAL après prise en compte d'un besoin normatif de fonds propres cibles équivalentes à 13% des encours pondérés dans le cas spécifique du CFCAL. Le taux d'actualisation retenu est de 9,4% (calculé sur la base de la moyenne 1 mois du taux de rendements des OAT 10 ans de 4,12% au 13 septembre 2004, d'une prime de risque du marché français à 4,82% et d'un bêta bancaire de 1,09.

- *La méthode Retour sur Fonds Propres / prime sur capitaux propres*, qui permet de comparer plus aisément des banques ayant des caractéristiques hétérogènes dans la mesure où la méthodologie introduit un paramètre additionnel (le niveau de capitaux propres et son rendement) dans l'évaluation. On considère en effet qu'une des caractéristiques du secteur bancaire est son besoin en capitaux propres et que le rendement du capital est le déterminant le plus important de la valeur.

### **Synthèse de valorisation**

Acquisition des deux blocs majoritaires Cours moyens pondérés par action en euros	390
Flux de Trésorerie Taux d'actualisation retenu Prime de risque du marché français Valorisation	9,40% 4,82% entre 382€ et 422€ par action
Régression Fonds propres / Capitaux Propres Valorisation	entre 351€ et 388€ par action

## Offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de la banque Camaïeu initiée par la société Financière Addax

Prix de l'offre : 85 € par action  
 Durée de l'offre : du 23 Février au 31 Mars 2005 inclus  
 Secteur : Prêt-à-porter

### Méthodes écartées :

- La méthode de l'actif net réévalué : Camaïeu ne dispose pas d'actifs hors exploitation susceptibles de faire l'objet d'une réévaluation pouvant affecter significativement la valeur de ses fonds propres. A titre indicatif, la société est propriétaire des murs de 7 magasins sur un total de 443 à fin 2004.
- La méthode du rendement : le rendement n'est pas un critère d'évaluation habituellement utilisé pour valoriser les sociétés du secteur de la distribution. En outre, la politique de distribution reste tributaire des résultats futurs et de la politique d'investissements du groupe. Il n'est donc pas possible de déterminer avec précision le montant des dividendes prévisionnels.

### Méthodes retenues :

- *Transaction récente sur le capital de Camaïeu*
- *Cours de bourse de l'action Camaïeu*
- *Comparables boursiers*
- *Transactions comparables*

### Synthèse de valorisation

	Cours moyens pondérés par action en euros	Prime par rapport au prix d'offre
<b>Acquisition du bloc majoritaire</b>	85	
<b>Cours de bourse</b>		
Cours du 12 Janvier 2005	75,25	13,0%
Moyenne 1 mois	73,55	15,6%
Moyenne 3 mois	77,30	14,80%
Moyenne 6 mois	77,30	15,30%
Moyenne 1 an	82,00	15,90%
<b>Comparables boursiers</b>		
Bas de fourchette		2,30%
Haut de fourchette		14,80%
<b>Transactions comparables</b>		
Bas de fourchette		7,50%
Haut de fourchette		17,50%
<b>Capitaux propres comptables consolidés part du groupe</b>		
Au 30/06/04		186,30%

