

CORPORATE

En évaluation, l'impact de la taille est à analyser

L'impact de la taille des entreprises sur leur évaluation a donné lieu à de nombreux travaux académiques¹. Dans le cadre d'une analyse par l'actualisation des flux de trésorerie futurs, une prime de taille est souvent rajoutée : cette prime sur le taux d'actualisation est équivalente à une décote sur la valeur d'entreprise.



Par Thomas Hachette, associé, Sorgem Evaluation

Une pratique très variable de la prime de taille

En pratique, un consensus sur le niveau éventuel de prime à retenir ne semble pas se dégager ; on rappellera :

- l'exemple du Club Méditerranée, où trois experts se sont prononcés dans le cadre d'attestations d'équité qui se sont succédées, et où le premier n'a pas retenu de prime de taille, alors que les deuxième et troisième experts en ont retenu une, mais d'une ampleur différente (respectivement 2,99 % et 1,20 %) ;
- l'exemple de deux sociétés du même secteur, Serma Technologies et Nexeya (services d'externalisation de la R&D), où deux attestations d'équité ont été réalisées sur chacune des sociétés : si les deux sociétés avaient des valorisations très proches, les primes de taille retenues par les experts indépendants et les banquiers conseil ont varié entre 0 % et 6,4 %. Concernant Nexeya, l'expert dans le cadre de l'OPAS avait retenu une prime de taille de 3,4 % et l'expert qui était intervenu l'année suivante dans le cadre du retrait obligatoire n'en avait pas retenu
- l'exemple du spécialiste des rencontres amoureuses, Meetic : pour des valeurs d'entreprise relativement proches, la prime de taille retenue par l'expert indépendant lors de la première opération boursière (OPAS de 2011) était de 0,5 % et celle retenue dans le cadre de la seconde opération (OPA suivie d'un retrait obligatoire de 2013) était de 5,6 %².

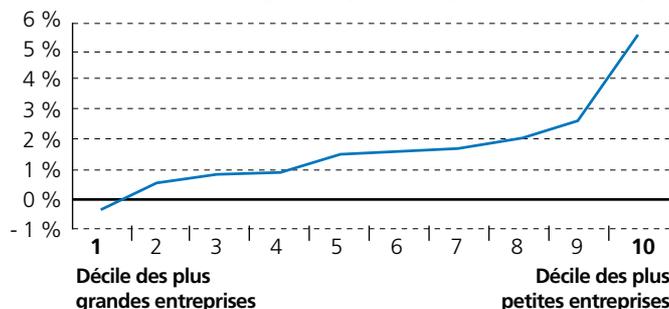
Force est de constater cependant que les éléments apportés dans les rapports d'évaluation pour justifier de retenir ou non une prime de taille, et pour expliquer le niveau de prime retenu, demeurent souvent limités, même si l'impact sur la valeur d'entreprise peut être très significatif : retenir une prime de taille sur le taux d'actualisation de 5 % est équivalent à décoter la valeur d'entreprise de 50 %, si l'on considère une société non endettée, un taux d'actualisation sans prime de taille de 7 % et un taux de croissance constant de 2 %.

Analyse de la prime de taille historique

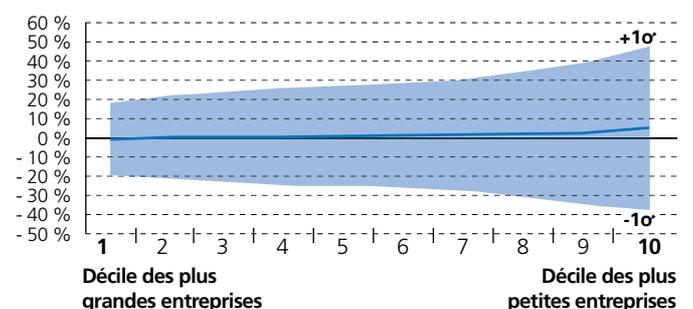
Une approche simple de la prime de taille est de partir des analyses des rendements historiques qui ont été réalisées sur des échantillons d'entreprises cotées de différentes tailles, par exemple celles publiées par Duff & Phelps³ : en moyenne, sur une période relativement longue, plus les sociétés sont petites, plus elles affichent des rendements supérieurs aux rendements requis⁴.

Cependant, ces moyennes donnent une image fausement simple de la prime de taille. En effet, à ces statistiques est attaché un écart-type important, d'autant plus significatif que l'échantillon est composé de sociétés de petite taille : sur chaque décile, un grand nombre de sociétés ont des primes de taille très écartées de la moyenne.

Prime de la taille moyenne publiée par Duff & Phelps



Primes de taille et intervalles de confiance



Source : analyses Sorgem Evaluation de données publiées dans Duff & Phelps, Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital 2017, Wiley.
 Note : les intervalles de confiance ont été bâtis sur une hypothèse de distribution normale des rendements de chaque décile. Sous une telle hypothèse, on est sûr à environ 68 % que la prime de taille associée à un décile donné soit comprise dans la fourchette [-1σ, +1σ], i.e. entre -37 % et +48 % pour le décile des plus petites entreprises.

Recommandations

Le premier enseignement de cette analyse est qu'il faut certainement privilégier des statistiques observées sur des échantillons plus larges que des déciles.

Ensuite, cette analyse nous pousse à ne pas tirer de conclusions mécaniques et valables pour tout type de sociétés à partir des données statistiques. Des sociétés de taille équivalente, peu importe la métrique (chiffre d'affaires, capitalisation boursière, valeur d'entreprise, etc.), peuvent justifier des niveaux de prime de taille différents.

L'évaluateur devra par exemple se poser la question de savoir s'il est économiquement justifié, compte tenu du contexte de l'analyse de valeur, de retenir une prime de taille pour une entreprise de taille modérée ayant un grand nombre de contrats à long terme de gestion de réseaux télécoms sur un portefeuille de clients diversifiés, avec de fait une forte visibilité sur son chiffre d'affaires et ses marges à venir. Et si oui, quel niveau de primes de

taille semble justifié au regard de son analyse.

De la même manière, une entreprise leader sur un marché strictement local mérite-t-elle une prime de taille identique à celle d'une entreprise de taille équivalente faisant face à un marché perméable à la concurrence internationale ?

L'analyste sera certainement amené à investiguer des facteurs fondamentaux de l'entreprise évaluée : la dépendance à des personnes clé, à un nombre limité de clients, à des fournisseurs et sous-traitants, à certaines technologies, ou encore le risque de se voir bousculer par l'arrivée de

grands groupes du secteur sur sa niche, etc. ■

Des sociétés de taille équivalente, peu importe la métrique peuvent justifier des niveaux de prime de taille différents.

1. www.sorgemeval.com/publications-sorgem-evaluation
2. Le modèle d'estimation du taux d'actualisation de l'expert indépendant sur les opérations lui est spécifique et nous comprenons que la prime de taille prend en compte un facteur d'illiquidité des titres. Sur ce point, il peut être relevé que les primes d'illiquidité observées sur des sociétés cotées et de taille peuvent parfois être le reflet d'une même réalité.
3. Duff & Phelps, *Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital 2017*, Wiley.
4. Rendements calculés sur la base de la formule du MEDAF.

**Option
DROIT & AFFAIRES**

Directeur de la rédaction et de la publication :
Jean-Guillaume d'Ornano - 01 53 63 55 55
Rédactrice en chef : Coralie Bach
01 53 63 55 73 - coralie.bach@optionfinance.fr
Rédaction : Aurélia Gervais 01 53 63 55 51
aurelia.gervais@optionfinance.fr



Assistante : Sylvie Alinc 01 53 63 55 55
sylvie.alinc@optionfinance.fr
Conception graphique :
Florence Rougier 01 53 63 55 68
Maquettiste : Gilles Fonteny (55 69)
Secrétaire générale : Laurence Fontaine
01 53 63 55 54
Responsable des abonnements :
Céline Chaumereuil 01 53 63 55 58
celine.chaumereuil@optionfinance.fr
Administration, abonnements,
Service abonnements : 10 rue pergolèse 75016 Paris
Tél 01 53 63 55 58 - Fax 01 53 63 55 60
optionfinance : abonnement@optionfinance.fr

Impression : Ambiance graphique - 2 rue Alain Colas
17180 Perigny - Origine du papier : Portugal - Taux de
fibres recyclées : 0 - Certification PEFC 08-00890A -
Impact sur l'eau : PTot : 0,09 kg/tonne
N° de commission paritaire : 0122 T 90179
N° ISSN : 2105-1909
Editeur : Option Droit & Affaires est édité par
Option Finance SAS au capital de 2 043 312 euros
entièrement détenu par Maalexo SAS.
Siège social : 10 rue Pergolèse
75016 PARIS - RCS Paris B 342 256 327
Fondateur : François Fahys
Option Finance édite : Option Finance, Option Finance
à 18 heures, Option Droit & Affaires, Funds, Family
Finance, AOF, Option Finance Expertise, La Tribune de
l'assurance.

**Option
Finance** 10 rue Pergolèse • 75016 Paris • Tél. 01 53 63 55 55