



AURIGNAC FINANCE

ACTUALITÉ

ANALYSE FINANCIÈRE

L'IMPACT DE LA CRISE SUR LE M&A DES PME

AUTEUR

JÉRÔME RUSAK

L'impact de la crise sur le M&A des PME

Du 27 février au 30 mars 2009, les conseils en fusions-acquisitions (ou M&A) membres de l'AACIF⁽¹⁾ ont été interrogés sur leur perception du marché des fusions-acquisitions des PME et des TPE et sur son évolution. Nous vous présentons ici les principaux constats recueillis par ces spécialistes travaillant en large partie avec des industriels et des entrepreneurs sur des opérations de moins de 50 millions d'euros.



L'impact de la crise sur le M&A des PME et TPE apparaît d'abord dans la chute du chiffre d'affaires des conseils M&A (-41% en un an). Elle reflète la dégradation des conditions dans lesquelles les rapprochements d'entreprises s'opèrent aujourd'hui. Ainsi, une opération sur quatre ne va pas à son terme (ou est reportée), et pour celles en cours, le délai de réalisa-

tion s'est allongé en un an de 91 jours (de 6 mois et demi à 9 mois et demi).

DES VALORISATIONS EN BAISSÉ

La chute des transactions s'explique d'abord par le manque de visibilité sur l'activité et sur les résultats futurs de la cible ou de l'acquéreur. Ils alimentent un manque de confiance parfaitement symptomatique

d'une situation de crise généralisée. Deuxièmement, la difficulté à valoriser les PME constitue un frein pour les vendeurs. La valeur des PME a ainsi chuté de 20-25% en un an, reflétant l'effondrement des multiples de détermination : chiffre d'affaires (-21%), Ebit (-26%), Ebitda (-28%).

Troisièmement, pour les acheteurs, l'accès au financement par les banques s'est considérablement durci

et représente un obstacle majeur : sur une échelle de 1 à 10 (10 étant un accès très facile au financement par les banques), il est passé de 7,3 à 4 sur 10.

DES EFFETS VERTUEUX

Mais la crise laisse apparaître des éléments positifs. Les dirigeants de PME ont enfin pris conscience de la nécessité de renforcer leur structure financière – en particulier leurs

3 QUESTIONS À JEAN-RENÉ GRITON, PRÉSIDENT DE L'AACIF⁽¹⁾ ET FONDATEUR D'AURIGNAC FINANCE



Êtes-vous surpris par les résultats de l'étude ?

L'étude avait pour objectif d'apporter de la visibilité dans le brouillard actuel qui a recouvert le marché des transactions d'entreprises sur le non-coté, en particulier sur les PME, l'AACIF étant particulièrement pertinente sur ce marché.

La concordance des constats m'a surpris, tant sur l'évolution des valorisations que sur la faisabilité des transactions. Ce sont des réalités qui sont remontées du marché. Par ailleurs, il faut souligner la demande des dirigeants pour un renforcement de leurs fonds propres, dont on ne peut que se satisfaire.

Le contexte financier actuel va-t-il définitivement marquer la disparition de l'approche LBO pour les small cap ?

L'approche dite LBO n'est pas une approche d'évaluation. Cette

analyse vise à identifier la valeur maximale d'une entreprise que pouvait payer un acheteur, compte tenu d'un endettement maximal calculé souvent en multiple d'Ebitda et d'un objectif de TRI. Parier sur la disparition définitive de cette approche me paraît audacieux. Cela impliquerait que les agents économiques analysant les small caps soient dotés d'une mémoire supérieure aux autres. Avec le développement du marché PME, je suis plutôt prêt à parier sur un retour à terme de cette méthode, mais avec une autre appellation !

En tant que président de l'AACIF, quelle sortie de crise prévoyez-vous pour ce segment d'entreprises ?

Nos membres anticipent une reprise de la croissance au second semestre 2010. Il faudra d'ici là que les conseils identifient et accompagnent les PME qui sauront faire évoluer leur modèle de développement.

(1) Association des analystes conseils en investissements financiers, créée par la SFAF et agréée par l'AMF.



AURIGNAC FINANCE

ACTUALITÉ

ANALYSE FINANCIÈRE

L'IMPACT DE LA CRISE SUR LE M&A DES PME

AUTEUR

JÉRÔME RUSAK

fonds propres – à la fois pour passer la crise mais surtout pour se développer. C'est de loin la principale attente qu'elles ont par rapport aux conseils en haut de bilan. La loi Tépà est un dispositif particulièrement pertinent pour y répondre, puisque la moitié des conseils accompagnent des augmentations de capital dans ce cadre.

D'autre part, on constate un retour vers des méthodes de valorisation mettant l'accent sur la capacité

On constate un retour vers des méthodes de valorisation mettant l'accent sur la capacité de développement des entreprises.

de développement des entreprises (*discounted cash flow* et multicritères), plus adaptées que les méthodes de valorisation basées sur des effets de levier excessifs (LBO), qui avaient entretenu un phénomène d'inflation.

Enfin, la crise met en exergue, pour 80 % des conseils, la nécessité de repenser leur *business model* sur deux axes : d'une part, en menant une vraie réflexion sur leurs offres, leurs compétences et leurs mar-

chés, autrement dit leur positionnement ; d'autre part, en revoyant leur mode de rémunération entre le sacro-saint *success fees* et une pratique plus poussée du taux horaire. Reste à savoir si ces tendances vertueuses résisteront à la fin de la crise. ■

(1) Association des analystes conseils en investissements financiers, créée par la SFAF et agréée par l'AMF.



AURIGNAC FINANCE

Capital Finance n° 929 du 11 mai 2009

Les valorisations dans le small cap ont baissé d'au moins 20 % en un an

Même sur le small cap, une opération sur quatre ne va pas à son terme, selon une étude Aacif-Day One. La priorité des PME, aujourd'hui: renforcer les fonds propres.

Les fusions-acquisitions dans le small cap, également, tournent au ralenti. C'est ce que révèle une étude conduite par l'Aacif (Association des analystes conseillers en investissements financiers) et par le cabinet de conseil en stratégie Day One *. La crise du M & A s'est déjà traduite dans le compte de résultats des conseils financiers actifs en France. Entre janvier 2008 et janvier 2009, ceux-ci ont vu leur chiffre d'affaires dégonfler de 41 %, à 349 M€. Et pour cause. Quand des négociations sont entamées, elles se transforment moins rapidement en espèces sonnantes et trébuchantes. Sur la période susmentionnée, les

délais de réalisation des missions sont passés de 6 mois et demi à 9 mois et demi. Et encore, c'est sans compter les deals qui vont au tapis: trois quarts des conseils interrogés ont constaté des annulations d'opérations depuis septembre 2008. C'est le sort subi par une transaction sur quatre.

- 28 % de multiple d'Ebitda

Les points de blocage ne manquent pas. Selon l'enquête, le principal d'entre eux reste « le manque de visibilité sur l'activité et sur les résultats futurs de la cible ou de l'acquéreur »; et ce devant « la baisse des valorisations proposées ». Les sondés estiment que ces dernières ont chuté, en moyenne, de 20 % à 25 %, entre janvier 2008 et janvier 2009. Aucun conseil en M & A n'a, d'ailleurs, observé une baisse inférieure à 15 %. En retenant le multiple d'Ebitda comme référentiel, le recul atteint même 28 % (cf. encadré). Si

les valorisations ont évolué, les méthodes applicables, aussi, ont été révisitées. En janvier 2008, les conseils reconnaissaient que « l'approche LBO » était alors la plus couramment utilisée. Soyons clairs, celle-ci repose sur un raisonnement à l'envers (déterminer la capacité de remboursement de la cible, puis le montant maximal de dette... puis le niveau d'equity, afin de faire le prix). Cela dit, « sur le small cap, les phénomènes de bulle et de cycle, à la hausse ou à la baisse, sont généralement amortis. Le DCF et les approches multicritères reviennent aujourd'hui en force, et constituent les méthodes de référence », explique Jean-René Griton, président de l'Aacif et fondateur d'Aurignac Finance. Sans surprise, les comparables boursiers, eux, sont relégués en bas de la liste des méthodologies retenues. La levée d'un financement d'acquisition n'est que la troisième raison invoquée pour justifier du ralentissement des transactions. Et pourtant. Sur une échelle allant de 1 à 10 (1 étant un financement impossible à obtenir et 10 très facilement décrochable), les entreprises ont vu leur capacité passer de 7,3, en 2008, à 4, en 2009. A l'heure où les réflexions en matière de croissance externe sont mises sur pause, les PME utilisent différemment leurs conseils financiers. « La recherche d'un financement en fonds propres devient leur priorité (70 % des réponses), loin devant celle d'un financement court terme (33,3 %), souligne Jean-René Griton. En la matière, on assiste à une vraie prise de conscience des dirigeants d'entreprises ». Plus largement, les missions des conseils prennent un nouveau visage. Le non-transactionnel gagne en importance. « En un an, le

La baisse des prix en chiffres

Source: Aacif, Day One

Entre janvier 2008 et janvier 2009, les valorisations se sont effondrées sur le small cap:

- ▶ Chute de 20 % à 25 % en moyenne
- ▶ Recul du multiple de chiffre d'affaires: - 21 %
- ▶ Recul du multiple d'Ebit: - 26 %
- ▶ Recul du multiple d'Ebitda: - 28 %

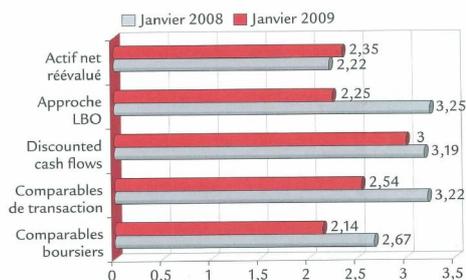
chiffre d'affaires lié aux missions de conseil en stratégie ou en gestion d'activités non performantes, par exemple, ont augmenté de 8 % », poursuit-il.

Le filon de la loi Teps

Et si la loi Teps s'est avérée porteuse du point de vue de l'investissement dans les PME, elle l'a aussi été côté conseil. 48,4 %: c'est le nombre de répondants au sondage qui ont accompagné, ou accompagnent en ce moment, une augmentation de capital labellisée « loi Teps ». « En moyenne, ceux-ci ont conduit, ou sont en train de conduire, trois missions dans le cadre de cette loi », ajoute Jean-René Griton. Et l'Aacif est loin d'avoir épuisé toutes ses ressources. « A ce jour, les deux tiers des clients de l'association sont des industriels. Un tiers des membres travaillent même exclusivement avec les corporates. Il est temps de se positionner davantage auprès des fonds de private equity », conclut Jean-René Griton. Mais la patience s'impose, vu l'atonie actuelle du capital-investissement. Par les temps qui courent, la fenêtre d'opportunités ressemble plutôt à une lucarne. Ou à une meurtrière. ■

Recours aux méthodes de valorisation * ▼

Source: Aacif, Day One * les critères de valorisation sont notés par niveau de pertinence (entre 1 et 4; 4 étant très pertinent)





AURIGNAC FINANCE

L'AGEFI

ENTRETIEN AVEC... **JEAN-RENE GRITON**, PRÉSIDENT DE L'ASSOCIATION DES ANALYSTES CONSEILLERS EN INVESTISSEMENTS FINANCIERS (AACIF) ET FONDATEUR D'AURIGNAC FINANCE

" La valeur des transactions sur les PME a chuté de plus de 20 % "

Par Fabrice Anselmi - 02/07/2009

L'AACIF, créée en 2005 à l'initiative de la Sfaf, a réalisé avec le cabinet Day One une étude sur les fusions-acquisitions de petite taille : quelles en sont les principales conclusions ?

Nous avons interrogé nos 98 membres entre février et mars : pour plus de 80 %, la valeur des transactions sur les PME de 1 à 50 millions d'euros a encore chuté de 20 % à 25 % en trois mois, à peu près proportionnellement aux chiffres d'affaires et aux résultats d'exploitation. Les conditions de ces rapprochements se sont ensuite dégradées : 1 mission sur 4 est annulée et, pour les autres, la durée moyenne de chaque mission est passée de plus de 6 mois à plus de 9 mois. L'un des effets vertueux de la crise concerne les méthodes de valorisation : les intervenants font moins de place à l'approche LBO, qui avait tendance à favoriser l'inflation, et reviennent vers l'analyse des cash-flows futurs (DCF) et l'approche multicritère... Autre constat : les conseils en haut de bilan expriment leur confiance dans un redémarrage de l'activité au second semestre 2010.

Une des questions portait aussi sur l'évolution du métier...

En effet, le nombre croissant de transactions de PME intermédiées ces dernières années avait fait naître un véritable écosystème : des entrepreneurs attentifs, des fonds d'investissement, des conseils spécialisés. La baisse des transactions, liée au manque de visibilité sur l'avenir, entraîne celle des revenus pour les conseils M&A (-41 % en un an) et la redéfinition de nos business models, notamment la nécessité de développer des compétences nouvelles : de conseil en financement - la facilité d'accès aux financements bancaires a été presque divisée par deux en un an -, en restructuration, en stratégie, en optimisation du crédit, en management de crise, etc. Ils tendent aussi à revoir leur mode de rémunération avec moins de « success fees » et plus de taux horaires.

Voyez-vous d'autres aspects positifs à cette crise ?

Toujours selon nos membres, les dirigeants de PME ressentent enfin le besoin de renforcer leurs fonds propres à la fois pour passer la crise et pour se développer. Pour cela, ils s'ouvrent plus facilement à l'entrée de minoritaires dans leur capital, par exemple dans le cadre des fonds levés via la loi Tépà loi en faveur du Travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat).