

Réponses aux 30 questions à connaître pour rentrer dans la banque d'affaires

Note liminaire : Les réponses aux questions posées sont volontairement simples et succinctes. Le lecteur pourra retrouver dans le chapitre correspondant de l'ouvrage un approfondissement.

1. Aucun à l'instant t ! La valeur de l'entreprise dépend des perspectives de rentabilité des investissements qui seront financés avec l'augmentation de capital. En revanche, la valeur retenue pour l'augmentation de capital peut être influencée par cette création de valeur anticipée.
2. Question piège ! Si l'entreprise B a un PER de 6, elle le mérite peut être et il ne faut pas se précipiter dessus. Il faut comprendre les raisons de cet écart.
3. 50%
4. En théorie oui mais en pratique la valeur boursière peut être supérieure ou inférieure à la valeur intrinsèque de l'entreprise en raison des problèmes de liquidité, de cycles boursiers, d'asymétrie d'information
5. Non bien sûr puisqu'elle lui permet de prendre le contrôle de l'entreprise. Le prix de cette action inclura la prime de contrôle
6. Non
7. Oui bien sûr en cas d'insuffisance de capitaux propres liées à un besoin de financement important ou lors d'une restructuration.
8. Question piège ! Selon la théorie financière des marchés en équilibre elles auront le même wacc (MM I) mais à l'effet fiscal près, puisque la dette existante génère des économies d'impôt pour l'entreprise endettée.
9. Car il tient compte de l'intensité capitalistique de l'entreprise considérée ce qui n'est pas le cas de l'EBITDA.
10. Il va falloir être inventif ! Quelques idées : retraiter l'EBITDA pour arriver à un niveau récurrent supérieur à 10 M€, justifier l'existence d'une prime de contrôle, d'une valeur fiscale, de valeur d'actifs incorporels non pris en compte dans l'actif économique (marque, savoir-faire, fonds de commerce...), faire un plan d'affaires agressif avec un EBITDA en forte croissance et une génération de cash-flow importante...
11. Le multiple de l'EBIT pour le constructeur automobile (en milieu de cycle) pour refléter l'intensité capitalistique et la situation dans le cycle, le Price to Book Ratio pour une banque (pas d'actif économique) et un multiple de ventes sur $n+2$ pour la start-up qui ne crée pas de richesse d'exploitation dans l'immédiat afin de normaliser la profitabilité sur celle de l'échantillon.
12. Deux approches (i) la méthode indirecte : on calcule la valeur d'entreprise par la méthode des comparables et/ou par la méthode des DCF puis on retire la valeur de la dette (ii) la méthode directe : on calcule la valeur des capitaux propres par la méthode du PER et par l'actualisation des FCFE. Reste ensuite le problème de la décote d'illiquidité à appliquer pour tenir compte du fait que les actionnaires notamment minoritaires n'ont pas accès à la liquidité, notamment s'ils sont pactés.
13. Question comptable : il faut dérouler mécaniquement !
 - Le compte de résultat est lié au bilan par les amortissements et les provisions, les frais financiers sur la dette, les plus ou moins-values de cession, et le report du résultat net en capitaux propres.

- Le bilan est lié au compte de résultat par les amortissements et les provisions, les frais financiers sur la dette, les plus ou moins-values de cession et le résultat net reporté en capitaux propres.
- Le tableau de flux est lié au compte de résultat soit par l'EBITDA, les frais financiers, l'impôt soit par la CAF, les amortissements et les plus ou moins-value de cession, au bilan par la variation du BFR, les investissements et les cessions d'actifs, les opérations en capital et souscription ou de remboursement d'emprunt.

14. Question comptable : il faut dérouler mécaniquement !

- Au compte de résultat, Les intérêts annuels calculés sur l'encours de dette résiduel et leur effet fiscal pendant 5 ans.
- Au bilan la dette initiale puis nette des remboursements faits à chaque exercice pendant 5 ans (20 000 euros) et le cash à l'actif qui diminue au fur à mesure du paiement des intérêts et du principal.
- Au tableau de flux, la souscription du nouvel emprunt puis pendant 5 ans les intérêts et leur effet fiscal et la quote-part de capital remboursée chaque année (20 000 euros).

15. Relation du BPA de A en cas d'acquisition payée en cash si et seulement si l'inverse du PER de la cible est supérieur au coût de la dette après impôt. Coût de la dette après impôt est de 2% d'où un PER maximum payé de $1/0,02=50x$

Relation du BPA de A en cas d'acquisition payée en titres si et seulement si PER de l'initiateur > PER cible, le multiple maximum que A pourra payer pour afficher une relation du BPA est de 20x. PER du rachat de titres = $20 + 30\% * 20 = 26$. Comme $1/26 = 3,8\% > 2\%$, il y a donc un effet relatif sur le BPA, Mais il ne faut pas oublier que la relation du BPA n'est pas un critère pertinent pour mesurer la création de valeur d'une opération financière

16. Question piège (merci à Pascal R.) pour voir comment vous raisonnez : il faut déterminer la valeur du marché de la brosse à dent, la typologie de clients, le prix qui serait envisagé pour ce modèle inusable, et la marge correspondante, les modalités de distribution (au regard de celles existantes) et leurs impacts financiers...

17. L'entreprise de services se caractérise par peu d'actifs corporels, de nombreux actifs incorporels, une part importante des charges d'exploitation liée à la rémunération des équipes (salaires ou incentives), de faibles investissements et un BFR le plus faible possible. L'entreprise industrielle a souvent un volume important d'actifs corporels, des amortissements importants, un BFR significatif (stocks) et une part importante de consommations de matières dans le compte de résultat

18. Non bien sûr car elles peuvent avoir des structures financières différentes !

19. Tout dépend : en théorie un investisseur accordera plus de valeur à une entreprise qui a un point mort plus faible et qui peut reporter sur ses sous-traitants les à-coups de son activité et donc mieux protéger sa rentabilité (constructeur automobile par exemple). Cependant on imagine mal le groupe de luxe Hermès sous-traiter la totalité de sa production car ce savoir-faire fait partie de la perception de la marque et donc de la valeur de l'entreprise.

20. Voir p 227 de la 5^{ème} édition de Fusions-Acquisitions !

21. Aucun si cette baisse de BFR n'est pas définitivement acquise ! Si l'activité de l'entreprise baisse régulièrement, il est normal que le BFR baisse et la valeur d'entreprise baisse aussi !

22. Voir p.270 de la 5^{ème} édition de Fusions-Acquisitions !

23. La vie est dure : je suis actionnaire minoritaire d'une société contrôlée et non cotée. Je n'ai pas de pacte et d'accès à la liquidité ! Je vais devoir utiliser ma capacité de nuisance auprès du majoritaire pour qu'il me rachète : en utilisant pleinement les pouvoirs légaux d'un actionnaire (demandes d'expertise, litiges...) et en mettant en vente ma participation notamment auprès de concurrents de l'entreprise ou des fonds activistes pour inciter le majoritaire à me sortir plutôt que d'avoir un actionnaire non désiré
24. Voir p.215 de la 5^{ème} édition
25. En théorie ils devraient baisser mais n'oublions pas la perception de la croissance économique et du risque par les investisseurs qui peut compenser cet effet
25. Bis (pour voir si vous suivez !) : la réponse est p. 417 de la 5^{ème} édition de Fusions-Acquisitions !
26. Voir p. 338 de la 5^{ème} édition de Fusions-Acquisitions !
27. La réponse est dans le niveau des FCFF et le niveau de risque souhaité par l'investisseur car si la contrepartie de l'augmentation de 20% de l'EBITDA sont des investissements soutenus et une variation de BFR importante (cause de l'augmentation de la dette nette), il faut comprendre pourquoi la croissance de l'entreprise consomme autant de cash et comment va-t-elle continuer à se financer. De l'autre côté moins de croissance, plus de FCFF mais moins de risque !
28. Non, dans le cas le plus fréquent, sauf si la vente de l'entreprise est publique
29. ARCHIFAUX ! plus de dette signifie plus de risque pour les actionnaires qui ajusteront leur rémunération en conséquence et le WACC remontera (M&M I) ! N'oublions pas l'effet fiscal lié à l'endettement (M&M II)
30. Vendeur bien sûr car les commissions sont théorie plus sûres si l'actionnaire est bien décidé à vendre. Cela dit, rien ne vous interdit de m'appeler si vous avez un mandat acheteur à me proposer !