

## Réponses aux 40 questions à connaître pour rentrer en banque d'affaires ou en fonds d'investissement

*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. La *cash on cash* rapporte le produit de session sur le montant investis. Le TRI est le taux de rendement actualisé de l'investissement sur la période.
2. 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, les provisions pour dépréciation d'actif, au bilan par la variation du BFR, les investissements et les cessions d'actifs, les augmentations de capital et les émissions de de nouvelles dette nettes des remboursements.
3. Question tristement comptable mais indispensable.

Les dotations aux amortissements augmentent de 9 millions d'euros, l'EBIT est donc impacté négativement du même montant. Après impôt, le résultat net est réduit à 6 millions d'euros ( $9 - 9 \times 33\% = 6$ ).

En déroulant le tableau de flux de trésorerie, on soustrait les impôts (eux-mêmes réduits de 3 millions d'euros) à l'EBE. La trésorerie d'exploitation augmente ainsi de 3 millions d'euros. Les *cash flows* d'investissement et de financement ne sont pas impactés.

A l'actif du bilan, la trésorerie a augmenté de 3 millions d'euros, et la dotation aux amortissements a réduit les actifs immobilisés de 9 millions d'euros. Au passif, le résultat net est réduit de 6 millions d'euros.

4. A flux normatif constant, l'impact principal sera sur la valeur terminale à travers la formule flux normatif / (WACC-g). A flux normatif constant, l'impact le plus important sera une réduction de la croissance à 1 % :

La valeur terminale sans modification :  $1/(10\%-3\%) = 14,29$

Avec modification de la croissance :  $1/(10\%-1\%) = 11,11$

Avec modification du WACC :  $1/(9\%-3\%) = 16,67$

5. Il s'agit surtout de comprendre l'origine de cette baisse du BFR. Est-ce lié à une baisse de l'activité ou à un effet ponctuel ou de saisonnalité ?

Si l'effet est ponctuel, l'impact sur la valeur d'entreprise sera négligeable ; en revanche, si cela traduit une baisse durable d'activité, la valeur d'entreprises baissera.

6. Non ! Sauf à penser que cette entreprise n'aura jamais de flux de trésorerie positif.

7. Oui bien sûr en cas d'insuffisance de capitaux propres liées à un besoin de financement important ou lors d'une restructuration.
8. L'entreprise A a une valeur d'entreprise de 100 (10 x 10). On soustrait la dette nette pour obtenir la valeur des capitaux propres :  $100 - 10 = 90$ .

L'entreprise B a une valeur d'entreprise de 50 (5 x 10). On soustrait la dette nette pour obtenir la valeur des capitaux propres :  $50 - 5 = 45$ .

L'entreprise A vend l'entreprise B et détient 60% du capital de l'entreprise B. Après avoir remboursé la dette (5), il reste donc 45.  $45 * 60\% = 27$ . L'entreprise A récupère donc 27 de cash.

9. 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.
10. 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.
11. Vendeur bien sûr car les commissions sont en 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 !
12. Le WACC est à 15,6 %.

On calcule le *Levered Beta* (1,17) et le Coût des capitaux propres en y ajoutant le risque pays, atteignant 20,4 %. On peut donc par la suite calculer le WACC en tenant compte de la structure financière de l'entreprise (15,6 %).

13. 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 6 ans ;
- Au bilan la dette initiale puis nette des remboursements faits à chaque exercice pendant 6 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 6 ans les intérêts et leur effet fiscal et la quote-part de capital remboursée chaque année (20 000 euros).

14. 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 d'environ 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 mesure la création de valeur d'une opération financière.

15. 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.

16. 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 premières dans le compte de résultat.
17. Non bien sur car elles peuvent avoir des structures financières différentes !
18. Non bien sur puisqu'elle lui permet de prendre le contrôle de l'entreprise. Le prix de cette action inclura la prime de contrôle
19. Voir p.238 de la 6ème édition de Fusions-Acquisitions !
20. 33%
21. Voir p.283 de la 6ème édition de Fusions-Acquisitions !
22. 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
23. 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
24. Question piège ! Selon la théorie financière des marchés en équilibre elles auront le même WACC (M&M I) mais à l'effet fiscal près, puisque la dette existante génère des économies d'impôt pour l'entreprise endettée.
25. Voir p.401 de la 6ème édition de Fusions-Acquisitions !
26. La réponse est dans le niveau des *Free Cash Flow to Firm* 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 *Free Cash Flow to Firm* mais moins de risque !
27. On raisonne avant tout en termes de valeur d'entreprise, car cela correspond davantage à ce que l'acquéreur paiera.
28. ARCHIFAUZ ! plus de dette signifie plus de risque pour les actionnaires qui ajusteront leur rémunération en conséquence et le WACC s'ajustera (M&M I) ! N'oublions pas l'effet fiscal lié à l'endettement (M&M II)
29. Il va falloir être inventif ! Quelques idées : retraiter l'EBITDA pour arriver à un niveau récurrent supérieur à 10 millions d'euros, 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...

30. Sans hésiter, la première proposition : dans le premier cas, la valeur des capitaux propres *post-money* de la *start up* ressort à 12,5 millions d'euros, et donc la valeur *pre-money* à 7,5 millions d'euros. Dans le deuxième cas, la valeur *post-money* est toujours de 12,5 millions d'euros, mais la valeur *pre-money* est de 10 millions d'euros, soit plus élevée que la précédente.
31. 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.
32. Le DCF ne prend pas en compte les flux de financement. Seulement, une option peut être de regarder (au lieu du *Free Cash Flow to Firm*) le *Free Cash Flow to Equity*, prenant ainsi en compte le paiement des intérêts, le remboursement de la dette et l'économie fiscale afférente.
33. 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 : risque important, faible marge et/ou faible croissance, etc.
34. 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...
35. Dans le cadre d'un LBO, l'objectif est de sortir tout le cash possible de la cible (*OpCo*) pour rembourser les intérêts et le principal de la dette de la maison mère (*HoldCo*).
- Or, si la *HoldCo* ne détient pas la totalité du capital (et donc des droits financiers) d'une société, les minoritaires ont un droit au dividende et dès lors on observe une déperdition du cash.
36. Plusieurs remarques doivent composer notre argument :
- Les fonds de *private equity* remportent plus de deals que les industriels, et ce parce qu'ils disposent de beaucoup de liquidité avec une contrainte de déploiement rapide (pour maximiser le TRI) ; et les banques disposent également de beaucoup de liquidité dans un environnement de taux bas, elles sont donc prêtes à accepter des effets de levier important des fonds. Par ailleurs, les fonds peuvent proposer à la direction des *management packages* et *incentives*, rendant leur proposition attractive ;
  - Les industriels se montrent plus hésitants dans un environnement de liquidité abondante, car ils considèrent les prix trop hauts. Leur capacité de levier reste plus faible que les fonds de *private equity*, et les industriels doivent rendre des comptes aux actionnaires, qui surveillent de près les opérations de croissance externe. Enfin, l'intégration de cibles par les industriels comprend des barrières légales et administratives (référencement à l'autorité de la concurrence, lois *antitrusts*, etc.). Malgré tout, les industriels disposent d'une approche différente de celle des fonds, et bénéficient de synergies lors de l'intégration des cibles, et d'une connaissance plus fine du secteur et de la cible ;
  - En définitive, si les synergies sont plus importantes que le levier de la dette, alors l'acquéreur industriel sera enclin à avoir l'offre la plus compétitive. Si c'est l'inverse, c'est le fonds qui sera plus compétitif.
37. Une hausse des taux d'intérêts entraîne une hausse du coût du financement. Autrement dit pour un

même niveau de charge d'intérêts, le montant du principal est moins élevé. La capacité des fonds de LBO à emprunter diminue mécaniquement, faisant chuter le prix des cibles.

Par ailleurs, le risque d'une hausse des taux peut impacter le multiple de sortie. Les fonds ayant acquis des cibles avec un levier élevé lorsque les taux étaient encore bas pouvaient offrir des prix élevés. Dans un LBO, le TRI est quasiment exclusivement composé de la valeur de revente, les versements de dividende intermédiaires étant rares puisque l'intégralité des *cash flow* sert à rembourser la dette (exigence des banques). La chute de cette valeur entraînerait donc mécaniquement la chute du TRI.

38. Le fonds détient effectivement trois options :

- La cession à un autre fonds d'investissement permet parfois au fonds sortant de réinvestir une partie de ses bénéfices dans le nouveau montage, en minoritaire au côté du nouveau sponsor et du management. Une opération secondaire nécessite de trouver un nouveau fonds qui souhaite réinvestir pour bénéficier de l'*upside* de la cible (si elle en a le potentiel !)
- La cession à un acheteur industriel est susceptible de payer un prix plus important lié à la réalisation potentielle de synergies éventuelles avec la cible. Néanmoins, cette option pose la question de la réaction des managers, qui ne sont pas toujours favorables à intégrer un groupe industriel ou le cas échéant un concurrent, et peuvent préférer conserver leur indépendance ;
- L'IPO est une option est souvent synonyme de liquidité partielle pour le fonds, puisqu'une introduction en bourse est systématiquement assortie d'une part d'une levée de fonds et d'une période de *lock-up* pour le fonds majoritaire, qui réduisent la liquidité des fonds lors de l'opération.

39. Parce que le changement d'actionnaire peut se traduire par un changement de perspectives de l'entreprise et une moindre capacité à rembourser la dette existante. La clause de changement de contrôle oblige en outre le nouvel actionnaire à discuter avec les créanciers existants.

40. Seul le taux de transformation de l'EBITDA en *Free Cash Flow* permet d'analyser la capacité de l'entreprise à rembourser une dette existante.