

L'évaluation en (temps de) crise (?) | 28 janvier 2010

Jean-Florent Rérolle



Agenda

- Les besoins
- Les approches
- Les difficultés
 - Courantes
 - Structurelles
 - Conjoncturelles
- Une nécessaire rénovation
- Un exemple : la restructuration de Thomson
- Annexes

■ Information financière :

- Réglementation comptable : allocation du prix d'acquisition, dépréciation du goodwill, juste valeur
- Réglementation prudentielle (banque / assurance) : normes de solvabilité

■ Gouvernance :

- Conflits d'intérêts (gestionnaires de fonds, banquiers, ...)
- Protection des actionnaires minoritaires
- Montée en puissance des comités d'audit

■ Management :

- Satisfaction des attentes des marchés (management par la valeur)
- Croissance externe / désinvestissement
- Politique de financement (levée de capitaux, stratégie financière)
- Evaluation des performances et rémunérations liées aux performances boursières

Des approches bien établies ...

- Des conventions d'évaluation /Modèles qui perdurent :
 - Rentabilité future : flux de liquidités, EBIT, EBITDA, Résultat net
 - Risque : Coût du capital
- Une réglementation souple
 - Multicritères
 - Normes comptables (SFAS 157, FVM)
- La boussole du marché
 - Efficience informationnelle
 - Transactions / Comparaisons
 - Reproduction hypothétique d'une transaction
- Même si la profession des évaluateurs reste hétérogène
 - Comptables
 - Financiers
 - Stratèges

... avec des difficultés pratiques

- **Méthodes analogiques**
 - Constitution de l'échantillon
 - Détermination des éléments clés de la valeur
 - Transposition à la cible
- **Méthode intrinsèque**
 - Elaboration du plan d'affaires
 - Scénarios critiques, Optionalités
 - Durée de l'avantage compétitif, Valeur terminale
 - Taux d'actualisation
- **Périmètre**
 - Synergies
 - Séparabilité des actifs et des incorporels « identifiables »
- **Standards de valeur**
 - Fair value / investment value
 - Primes et décotes

■ Economie de l'immatériel

- Actifs engagés intangibles : technologie, information, services
- Rentabilité de l'actif incertain
 - Echange plus complexe (bien/service + prix + information + émotions)
 - Structure de prix / la valeur « gratuite »
- Coopetition qui déplace les frontières de l'entreprise

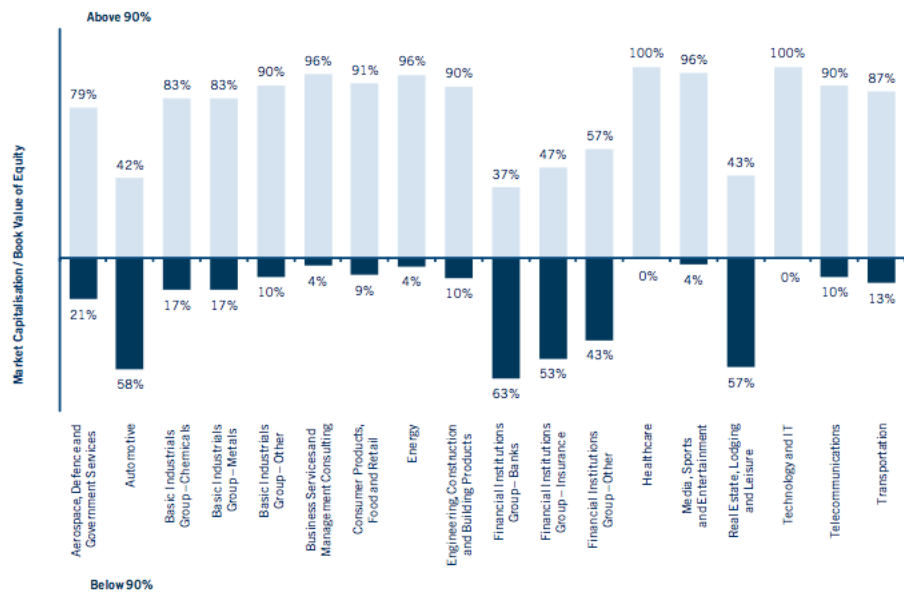
■ Globalisation

- Avantages compétitifs plus faciles à créer, mais aussi plus difficiles à défendre
- Risque pays avec une intervention de l'Etat plus probable
- Menaces systémiques
- Réduction du degré de maîtrise du management

■ Pratique de l'évaluation hiératique

- Règles prescrites par les normes comptables
- Approche mécanique
- Scepticisme croissant à l'égard de la pratique de l'évaluation

Une économie de l'immatériel



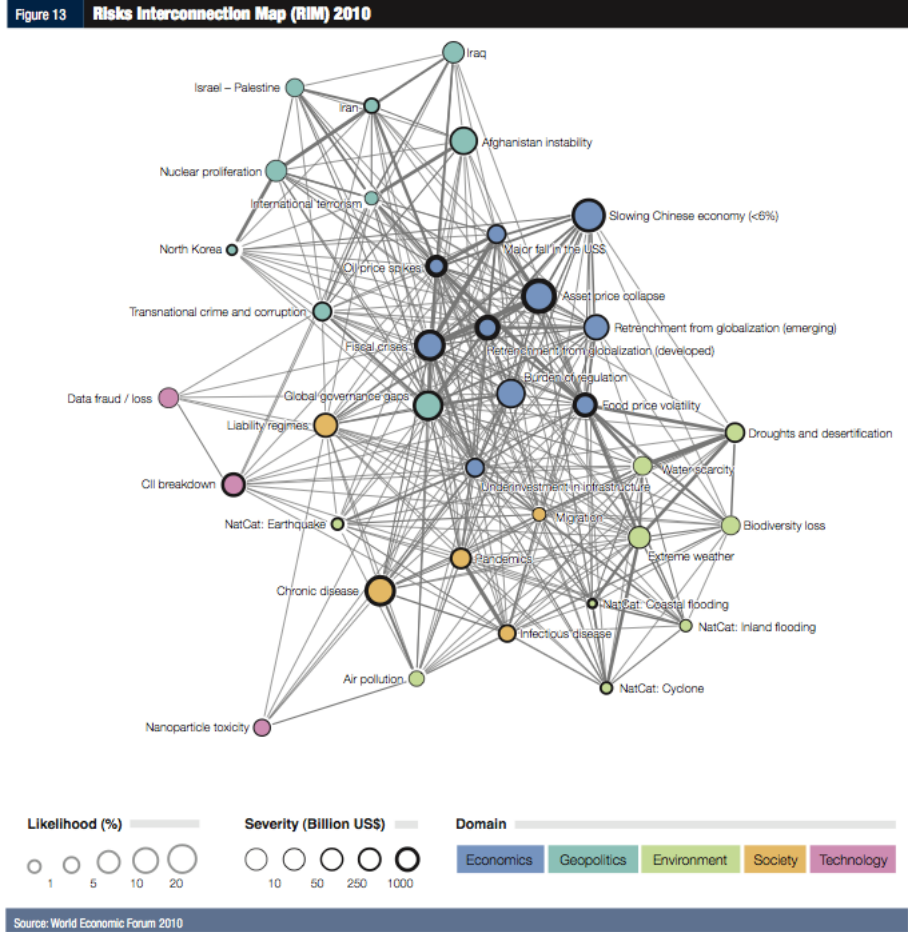
COMPANIES WITH BOOK VALUE OF EQUITY ABOVE OR AT MARKET CAPITALISATION AS OF JUN-09



DEVELOPMENT OF MARKET CAPITALISATION, PURCHASE PRICE PAID AND GOODWILL IMPAIRMENT

Source : Houlihan Lokey

Des risques globalisés



Le coup de grâce de la crise financière

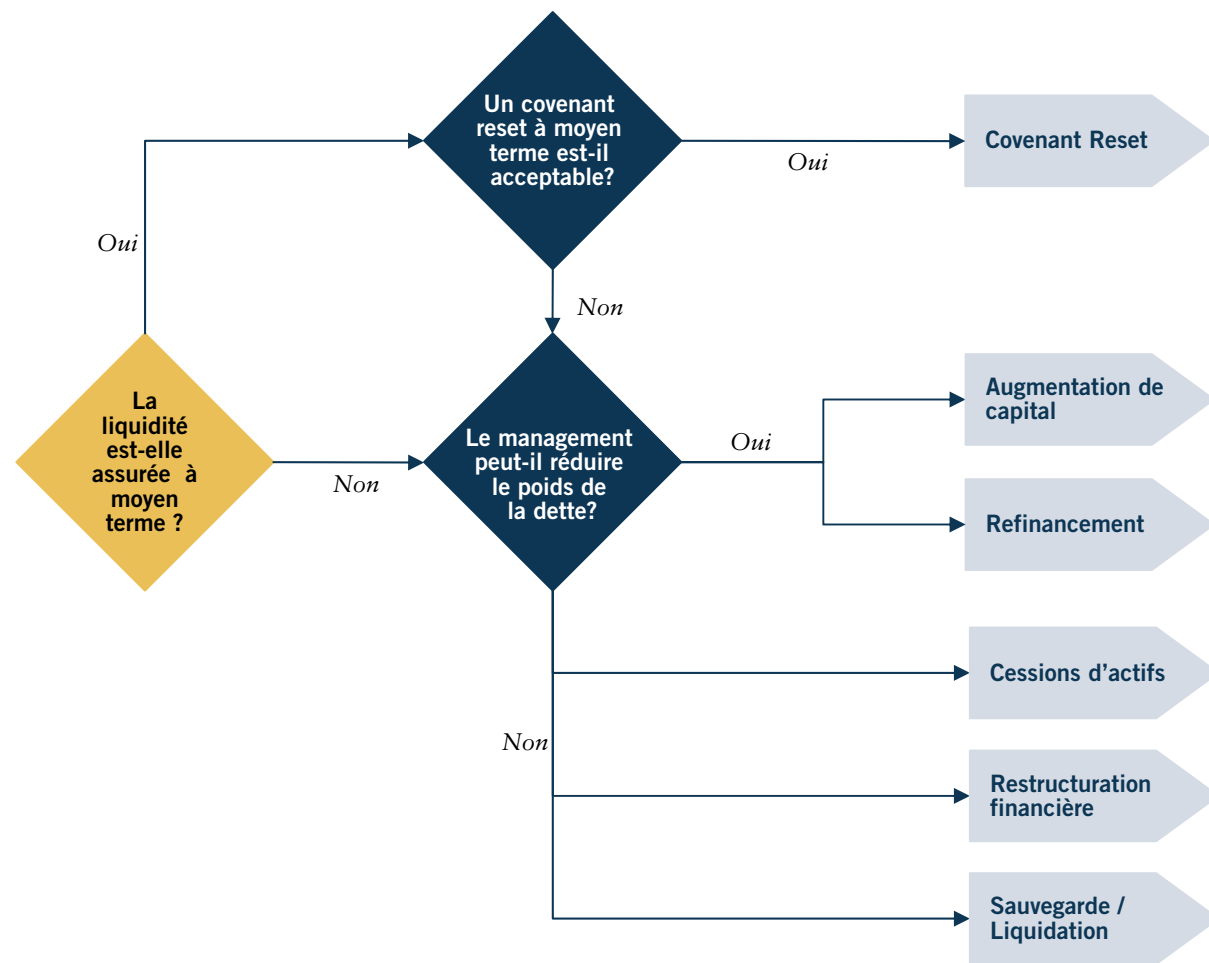
- **Perturbation du marché financier**
 - **Marchés inactifs**
 - **Contraintes financières des investisseurs**
 - **Volatilité accrue des rentabilités**
 - **Mimétisme autoréférentiel**
- **Impacts opérationnels de la crise économique mondiale**
- **Contraintes de financement**
 - **Contraintes sur les investissements**
 - **Hausse du coût de financement**
 - **Accroissement des coûts de détresse financière**
- **Critique « officielle » de la juste valeur**
 - **Flexibilité admise par les autorités publiques ou comptables**
 - **Appels à une révision des approches**
 - **Remise en cause de la légitimité actionnariale**

- Une nouvelle philosophie : les « valeurs » de l'évaluateur
 - Humilité
 - Pragmatisme
 - Ouverture et progrès
 - Transparence
- De nouvelles dimensions
 - Le contexte de l'évaluation (transaction, régime juridique, sensibilité politique ...)
 - La (géo)politique et la (géo)économie
 - L'analyse concurrentielle
 - La gouvernance
 - Les comportements des investisseurs et des managers
 - L'analyse des risques
 - Les évènements extrêmes
- De nouveaux outils
 - Simulations

Un exemple : la restructuration du groupe Thomson

- Un repositionnement stratégique ambitieux depuis 2000 ...
 - Défi stratégique : dématérialisation des contenus, déclin des DVD
 - Recentrage : Produits et services aux créateurs de contenus et opérateurs de réseaux
 - Opérations de croissance externes nombreuses
 - Synergies attendues non réalisées
 - Arrêt ou cession des divisions non core déficitaires
- ... menacé par le déséquilibre de la structure financière
 - €2.8 mds : crédit syndiqué de €1.7md et placement privé obligataire de €1.1md.
Échéance 2012 : €1.4 md (insuffisance de liquidités de €1.3md)
 - Capitaux propres négatifs (€1.1md de dépréciations d'actifs en 2008) : défaut technique pouvant entraîner la déchéance du terme de l'ensemble de la Dette Existante
- Impératifs :
 - Retrouver une flexibilité financière
 - Rassurer les clients

Les options du management

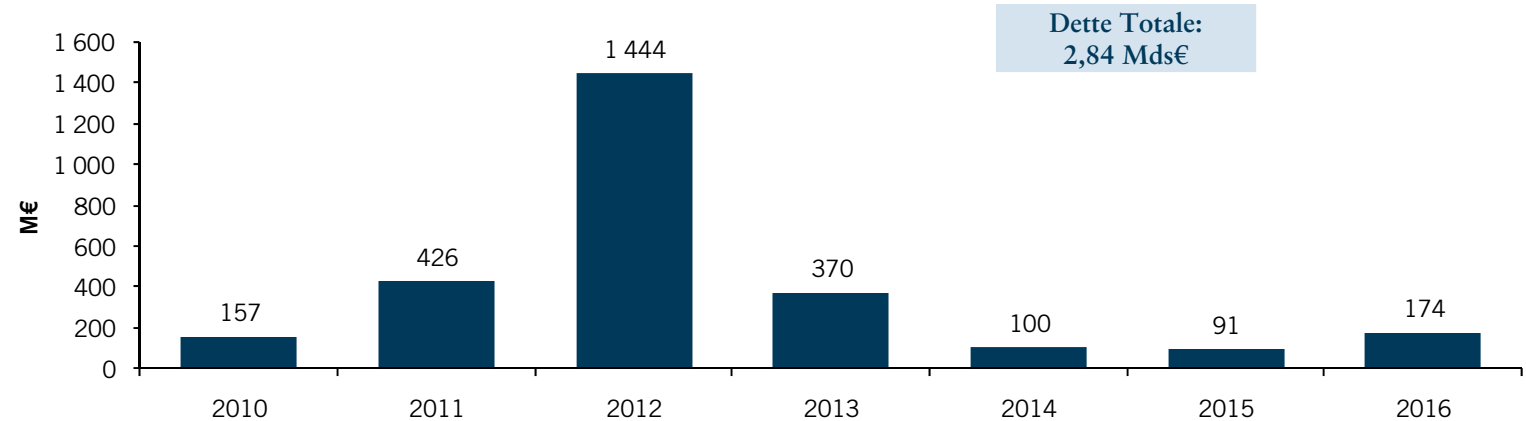


Le plan de restructuration

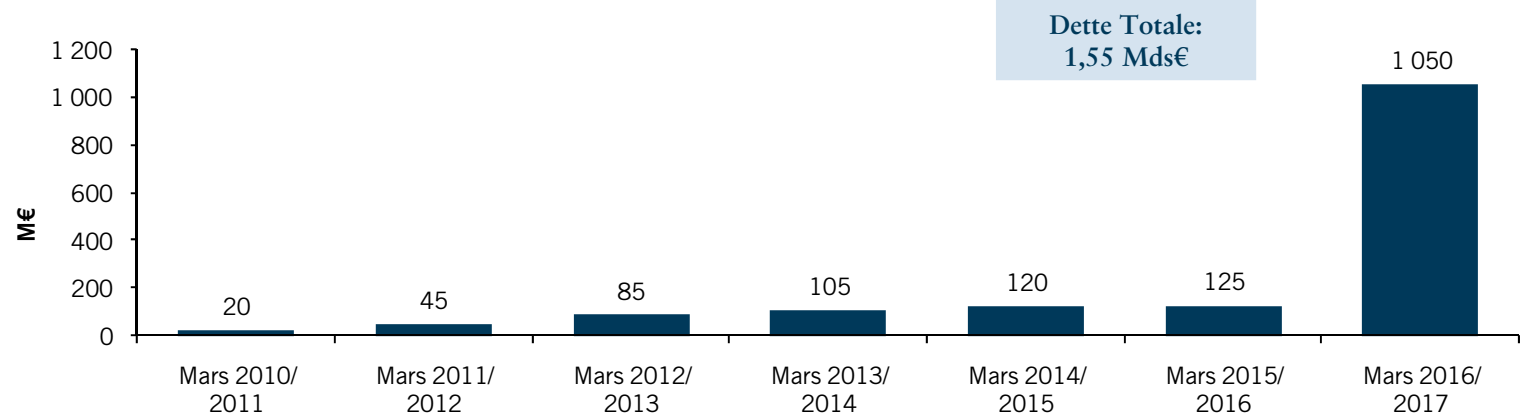
- 30 novembre 2009 : Procédure de sauvegarde
- Plan de Restructuration
 - Accepté par les Comités et l'Assemblée unique des obligataires
 - Il reprend très largement l'accord du 24 juillet 2009 signé avec une partie des créanciers
- Principales caractéristiques
 - Structure financière pérenne :
 - réduction de la dette senior de 45% (augmentation de capital, émission d'ORA et de DPN)
 - maintien d'une dette senior de €1,5md
- Maintien d'un niveau adéquat de trésorerie
- Règlement de la créance d'intérêt des TSS pour €25m
- Changement dans la gouvernance de l'entreprise (majorité qualifiée pour certaines décisions)
- En fonction de leur niveau de participation à l'augmentation de capital et à l'acquisition d'ORA, les actionnaires conservent entre 15 et 52% du capital

Le plan de restructuration (cont.)

Avant Restructuration



Après Restructuration



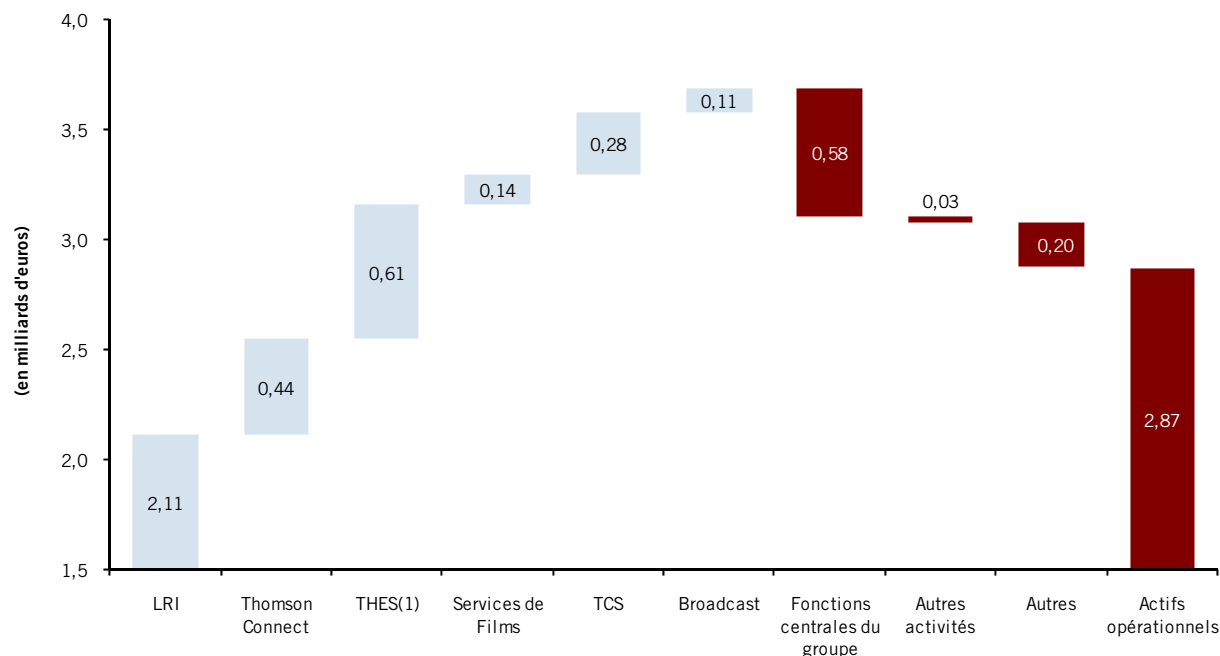
L'analyse indépendante demandée par le Conseil d'administration

- En raison de la complexité de l'opération, le Conseil d'administration a demandé un rapport d'analyse indépendante comportant une opinion sur le fait de savoir si la Restructuration est dans l'intérêt de la société et de ses actionnaires
- Cette analyse n'est pas une expertise indépendante, mais a été menée en suivant les recommandations de l'AMF en la matière
- Définitions:
 - Intérêt pour la société : (1) adéquation de la nouvelle structure financière aux perspectives et aux projets de développement de la société (2) caractéristiques de la nouvelle dette en ligne avec la pratique de marché
 - Intérêt pour les actionnaires : valeur par action qui résulterait théoriquement de la mise en place de la restructuration
- Principaux travaux :
 - Analyse de liquidité pré et post restructuration et revue des caractéristiques de la nouvelle dette
 - Evaluation de la Société, de la dette et des actions
 - Scénarios dans l'hypothèse où le plan ne serait pas mis en œuvre
 - Analyses complémentaires

L'évaluation d'une société en restructuration : l'approche APV

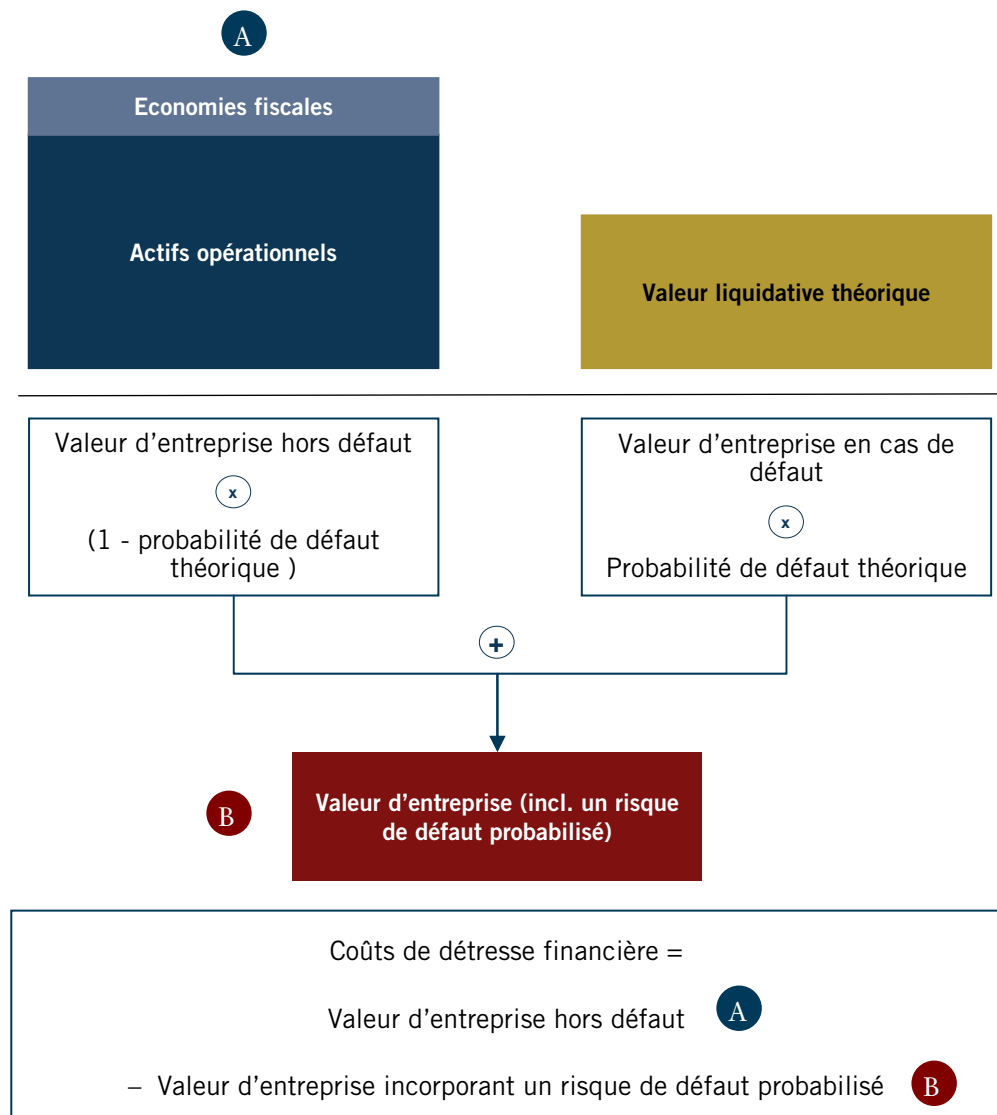
	Elément	Commentaires
	Valeur des actifs opérationnels	<ul style="list-style-type: none"> ■ Evaluation multicritères de chaque division opérationnelle et méthode intrinsèque pour les fonctions centrales et les autres activités ■ Détermination d'une borne basse et d'une borne haute en fonction de la capacité de Thomson à compenser le futur déclin de certaines divisions
+	Valeur des économies fiscales	<ul style="list-style-type: none"> ■ Evaluation par la méthode intrinsèque. Elle correspond à l'avantage fiscal lié à la déductibilité des intérêts de la nouvelle dette
-	Coûts de détresse financière	<ul style="list-style-type: none"> ■ Valeur théorique dépendant de la valeur liquidative théorique en cas de défaut de Thomson, de son risque et de sa probabilité de défaut théorique ■ Les coûts de détresse financière sont égaux à la différence entre la valeur d'entreprise en l'absence de défaut et la valeur liquidative théorique en cas de défaut multipliée par la probabilité de défaut théorique
=	Valeur d'entreprise	
-	Valeur de marché de la nouvelle dette	<ul style="list-style-type: none"> ■ La valeur de marché de la nouvelle dette dépend (i) de la marge de et (ii) de la capacité de Thomson à se refinancer en 2012 (découlant de l'appréciation du risque de crédit de la Société par les investisseurs)
-	Valeur des ajustements	<ul style="list-style-type: none"> ■ Les ajustements correspondent aux autres passifs à caractère financier nets des autres actifs de Thomson
=	Valeur des fonds propres	
/	Nombre d'actions	<ul style="list-style-type: none"> ■ Le nombre d'action inclut les nouvelles actions issues de l'augmentation de capital et l'émission des ORAs. Il dépend aussi des produits de cession des divisions non core (nous avons pris une hypothèse de cession de 155 millions d'euros)
=	Valeur par action	

Une évaluation des actifs opérationnels



- Analyse critique des business plans pour chaque entité
- Approche multicritères
 - Comparables
 - Valeur des actifs hors dette (APV)
- Coût des fonds propres à dette nulle avec un taux sans risque variable
- Fourchette
 - Déclin programmé THES et Films (en 2015 croissance implicite du groupe de -0,5%) : valeur basse de €2.9mds
 - Simulation croissance de 1% en 2015 : valeur haute de €3.2md

Les coûts de détresse financière



- Les coûts de détresse financière correspondent à la différence entre la valeur d'entreprise hors défaut (A) et la valeur d'entreprise incluant une probabilité de défaut (B) ⁽¹⁾
- La valeur de l'entreprise hors défaut correspond à la somme de la valeur des actifs opérationnels et des économies fiscales liées à la dette financière
- Au cas d'espèce, la valeur liquidative théorique de l'entreprise correspond au montant nominal de la dette diminué d'une décote de 35% (soit €1.1md)
- La probabilité de défaut théorique a été calculée sur la base de la relation théorique suivante :
 - marge de crédit = taux de perte en cas de défaut x probabilité de défaut

Note:

(1) Cette définition correspond est équivalente à la formule suivante : (valeur d'entreprise hors défaut - valeur liquidative théorique) x probabilité de défaut théorique

Détermination de la valeur d'entreprise

- Le niveau de défaut implicite de la nouvelle dette résulte du contexte de la négociation
 - Conditions de marché de l'époque
 - Pratiques en matière de restructuration
 - Historique de la société
- Nécessité de considérer des niveaux de probabilité de défaut plus faibles
 - Corroborée par nos simulations de rating
 - Simulation de trois niveaux (le plus faible correspondant à un rating BBB)

	Valeur des actifs opérationnels: 2,9 mds€			Valeur des actifs opérationnels: 3,2 mds€		
	22%	13%	5%	22%	13%	5%
Probabilité de défaut théorique	22%	13%	5%	22%	13%	5%
Valeur des actifs opérationnels	2,87	2,87	2,87	3,16	3,16	3,16
Valeur du <i>Tax Shield</i>	0,16	0,14	0,12	0,16	0,14	0,12
Valeur estimée des coûts de détresse financière	(0,41)	(0,25)	(0,09)	(0,48)	(0,29)	(0,11)
Valeur d'entreprise	2,62	2,76	2,90	2,84	3,01	3,17
<i>CMPC implicite</i>	11,7%	11,1%	10,5%	10,8%	10,2%	9,6%

Détermination de la valeur des fonds propres

- La valeur de marché de la dette est calculée
 - En fonction du *spread* théorique estimé dans le scénario considéré
 - Avec l'hypothèse que l'entreprise peut se refinancer en 2012 si la probabilité de défaut s'avère moins importante que celle implicitement contenue dans les conditions de la Nouvelle dette

en milliards d'euros

	Valeur des actifs opérationnels: 2,9 mds€			Valeur des actifs opérationnels: 3,2 mds€		
	22%	13%	5%	22%	13%	5%
Probabilité de défaut théorique	22%	13%	5%	22%	13%	5%
Valeur d'entreprise	2,62	2,76	2,90	2,84	3,01	3,17
Moins: Valeur de la dette	(1,56)	(1,66)	(1,76)	(1,56)	(1,66)	(1,76)
Moins: Autres ajustements	(0,06)	(0,06)	(0,06)	(0,06)	(0,06)	(0,06)
Plus: Trésorerie excédentaire	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14
Valeur des fonds propres	1,14	1,18	1,22	1,36	1,43	1,49
Divisé par: Nombre d'actions Proforma (en mds)	1,99	1,99	1,98	1,95	1,95	1,94
Valeur par action (€)	0,57	0,59	0,62	0,70	0,73	0,77

Quelques remarques finales

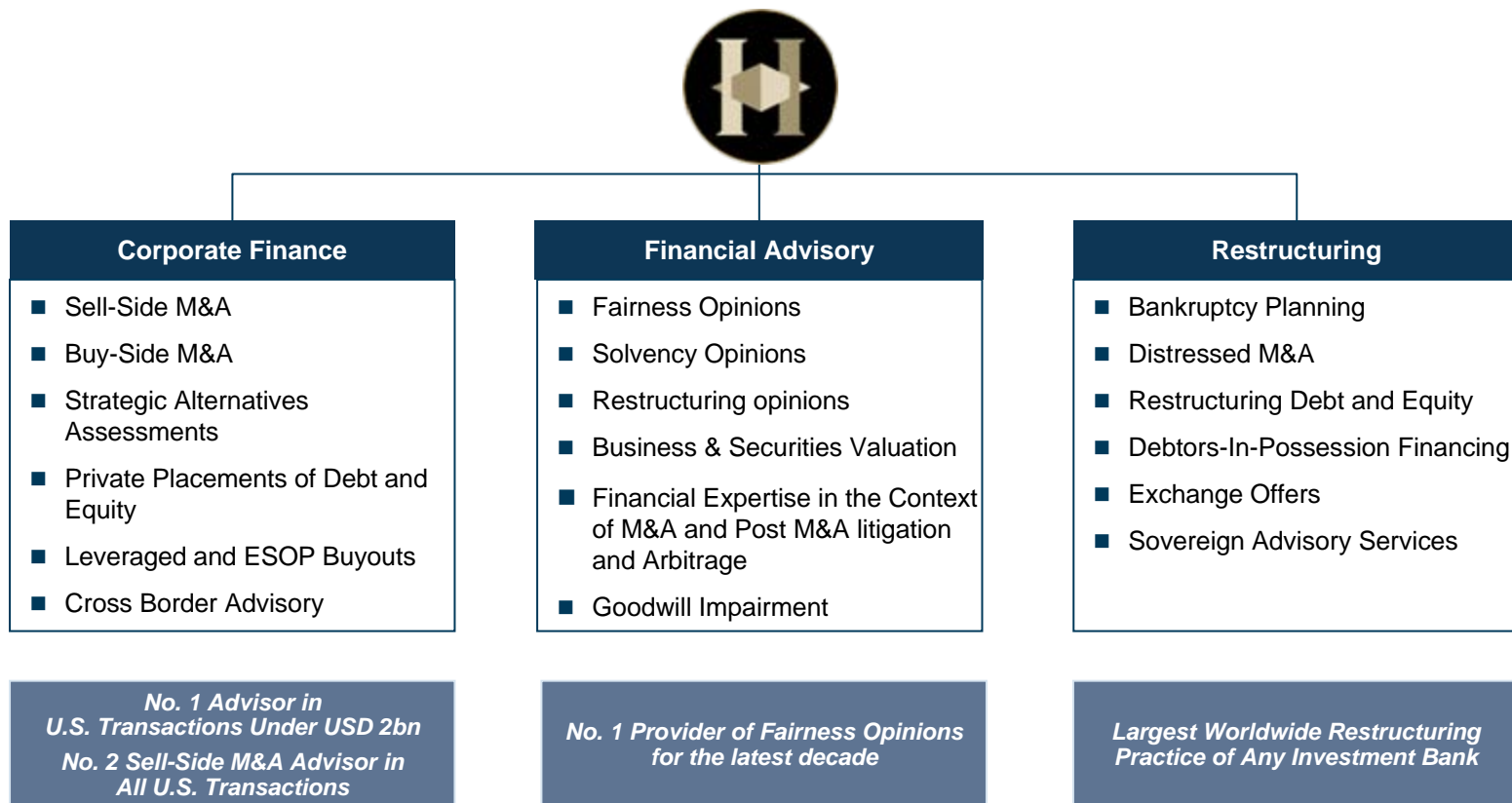
- Dans un exercice d'évaluation, le « one size fits all » est à proscrire
- Comprendre les déterminants de la valeur est aussi (plus?) important que le résultat
- Les dimensions non quantifiables rappelées dans le contexte doivent être prises en compte dans le jugement global de l'évaluateur
- La position de l'évaluateur est personnelle et forcément différente de l'opinion collective
- La transparence de l'approche est indispensable pour encadrer et contrôler la subjectivité de l'évaluateur
- La valeur ajoutée de l'expert réside dans l'opportunité qu'il donne aux investisseurs de jeter un regard différent et indépendant sur la valeur d'un actif

- **Bibliographie**
- **Éléments d'information sur Houlihan Lokey**

- Finance d'entreprise de Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, et Yann Le Fur, édition 2010(Dalloz)
- Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, Fourth Edition, McKinsey & Company Inc., Tim Koller, Marc Goedhart, and David Wessels
- Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance by Aswath Damodaran (Wiley Finance)
- Critique de la valeur fondamentale, ChristianWalter et Éric Brian (Réd.)
- L'évaluation au cœur des restructurations financières, Franck Bancel et Jean-Florent Rérolle, Echanges, Aout-Septembre 2009
- Pour une réhabilitation de l'évaluation financière, Jean-Florent Rérolle et Christian Walter, Revue Banque, Septembre 2008

We are a Full-Service Investment Bank

- Houlihan Lokey is a leading international investment bank focused on providing corporate and financial clients with specialist services such as independent valuations and financial opinions, mid-market M&A advice, capital structure and debt financing strategy, complex financial restructuring expertise and related strategic advice
- Houlihan Lokey has a dominant position in its target markets in the US together with a growing international presence



Representative Engagements in France

 <p>"Debt-for-Equity Swap" Advisor to OCEANES holders</p> <p>June 2004</p>	 <p>has completed a financial restructuring of approximately €2.3 billion</p> <p>We served as financial advisor to the holders of the Senior Credit Facilities</p> <p>September 2004</p>	 <p>has acquired a portfolio of spirits and wine brands included in Pernod Ricard S.A.'s acquisition of </p> <p>for approximately \$5.0 billion We rendered a fairness opinion to the Board of Directors of Fortune Brands</p> <p>May 2005</p>	 <p>We provided valuation services concerning the Purchase Price Allocation of Equant N.V. following its integration in France Telecom</p> <p>May 2005</p>	 <p>Modamax SA, controlled by Axa Private Equity has acquired a 10.4% stake in </p> <p>from Sandell Asset Management Corp.</p> <p>We served as financial advisor to Modamax</p> <p>January 2006</p>	 <p>has completed a comprehensive restructuring of its balance sheet, including amending and restating the terms of US\$38.1 million in principal amount of debt and issuing US\$65.0 million in equity</p> <p>We served as financial advisor to the lenders under Genesys's principal credit facility of US\$94.5 million</p> <p>February 2006</p>	 <p>has completed a financial restructuring</p> <p>We served as financial advisor to an ad-hoc committee of creditors</p> <p>May 2006</p>
 <p>has been acquired by </p> <p>We served as exclusive financial advisor and initiated, structured and negotiated the transaction on behalf of the Deutsch group</p> <p>June 2006</p>	 <p>We provided a valuation of a portfolio of brands</p> <p>September 2006</p>	<p>May 2005</p>  <p>has announced a financial restructuring of approximately €9.0 billion</p> <p>We served as financial advisor to the French Ministry of Finance</p> <p>December 2006</p>	 <p>We served as exclusive financial advisor to Manoir Industries for the sale of the company to Sun Capital Partners</p> <p>February 2007</p>	 <p>has announced a financial restructuring of approximately €203m</p> <p>We served as financial advisor to the Senior Lenders and some of the 2009 Océane holders</p> <p>March 2007</p>	 <p>has agreed to merge with </p> <p>We rendered a fairness opinion to the Supervisory Board of Euronext N.V.</p> <p>April 2007</p>	 <p>We rendered a financial valuation to the Joint Board of Eurotunnel S.A. within the scope of the exchange offer initiated by GET S.A.</p> <p>May 2007</p>
 <p>We provided valuation services in the context of an international arbitration</p> <p>May 2007</p>	 <p>has acquired Modamax (64.55% controlling vehicle of Camaieu) </p> <p>from Axa Private Equity</p> <p>We served as financial advisor to Cinven</p> <p>May 2007</p>	 <p>has successfully completed a refinancing transaction, restructuring approximately \$1.0 billion of Senior and Junior Secured Debt</p> <p>We served as exclusive financial advisor and structured and negotiated the transaction on behalf of the Mezzanine Committee</p> <p>July 2007</p>	 <p>Global Automotive Logistics</p> <p>has announced a financial restructuring</p> <p>We served as financial advisor to the Committee of Bondholders</p> <p>July 2007</p>	 <p>a subsidiary of </p> <p>has been acquired by </p> <p>a portfolio company of </p> <p>PACIFIC EQUITY PARTNERS</p> <p>We served as exclusive financial advisor and structured and negotiated the transaction on behalf of The Allied Defense Group, Inc.</p> <p>September 2007</p>	<p>3 AB Optique Financement a holding company controlled by Bridgepoint</p> <p>has reached a 96% ownership in </p> <p>following the acquisition of a 15% economic interest from three hedge funds</p> <p>We served as exclusive financial advisor to Bridgepoint</p> <p>November 2007</p>	 <p>has issued €150 million of Notes Redeemable in Shares ("ORANE") backstopped by The BlueBay Value Recovery (Master) Fund ("BlueBay")</p> <p>We served as financial advisor to BlueBay</p> <p>January 2008</p>
 <p>has been acquired by </p> <p>We rendered a fairness opinion to the Board of Directors of Business Objects S.A.</p> <p>February 2008</p>	 <p>has been acquired by </p> <p>We served as exclusive financial advisor and initiated, structured and negotiated the transaction on behalf of Genesys S.A.</p> <p>May 2008</p>	 <p>has been acquired by </p> <p>We served as exclusive financial advisor to the Special Committee of Independent Board Members of Geodis S.A.</p> <p>July 2008</p>	 <p>has sold a 33.34% minority interest in STX France Cruise SA (fka. Chantiers de l'Atlantique) to the  </p> <p>via a reserved capital increase</p> <p>We served as exclusive financial advisor to STX Europe</p> <p>November 2008</p>	 <p>We provided valuation services in connection with France Telecom's annual goodwill impairment testing for financial reporting purposes under IFRS and US GAAP</p> <p>December 2005 June 2006 December 2006 December 2007 December 2008</p>	 <p>has converted its Non-Voting Preferred Shares (ADP) into new Ordinary Shares</p> <p>We rendered a fairness opinion to the Board of Directors of Casino, Guichard-Perrachon</p> <p>June 2009</p>	 <p>has completed a comprehensive restructuring of its balance sheet, including amending and restating the terms of principal amount of debt and issuing of a super senior new money facility</p> <p>We served as financial advisor to the Steering Committee of Senior Lenders</p> <p>October 2009</p>



HOULIHAN LOKEY
INVESTMENT BANKING SERVICES

Jean-Florent Rérolle

Managing Director

JRerolle@HL.com

Direct Fax Mobile
+33 1 53 43 38 03 +33 1 53 43 38 99 +33 6 81 83 10 50

20 rue Caumartin • 75009 Paris France • RCS Paris 483 265 013 • www.HL.com/fr
Houlihan Lokey Howard & Zukin (Europe) Limited