

# LA LETTRE DE XAVIER PAPER

## WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 107

juin 2017

### **EVALUATION DE HOLDING : QUELLE DECOTE APPLIQUER ?**

En matière d'évaluation d'entreprise, une décote s'analyse comme l'écart constaté entre la valeur intrinsèque de l'entreprise évaluée et son prix, tel qu'il ressort du cours de bourse ou d'une transaction entre deux parties indépendantes. Il existe différents types de décotes : parmi celles-ci, citons, par exemple, la décote d'illiquidité qui s'applique dès lors que les titres de la société évaluée ne sont pas cotés ou la décote d'incessibilité qui traduit le fait que les titres de la société évaluée ne peuvent pas être cédés pendant une période déterminée. Le présent article s'intéresse plus particulièrement à la décote de holding. Après en avoir donné la définition ainsi que l'origine, nous apprécions ci-après le pourcentage de décote que l'évaluateur est fondé à appliquer dans le cadre d'une évaluation multicritères.

### **DEFINITION ET ORIGINE DE LA DECOTE DE HOLDING**

Une société holding est une entreprise ayant pour objet de détenir des actifs diversifiés, généralement des titres de participation. Il existe différents types de société holding :

- la société holding de contrôle, destinée à conserver la majorité du capital en multipliant les minoritaires à différents niveaux (exemple : Rallye avec le groupe Casino) ;
- la société holding familiale, souhaitant généralement diversifier ses actifs (exemple : FFP / famille Peugeot) ;
- la société d'investissement (exemple : Eurazeo) ; et
- les conglomérats<sup>1</sup> qui correspondent à un groupe d'entreprises ayant diverses activités (exemple : Bouygues).

Les sociétés holdings sont généralement évaluées sur la base de leur actif net réévalué (ANR) ou selon la méthode de la somme des parties.

La décote de holding se définit comme la différence existant entre la capitalisation boursière de la société holding et sa valeur après revalorisation de ses diverses participations et de ses divers actifs, financiers ou non, à leur valeur de marché. En d'autres termes, c'est la différence existant entre la valeur de la société holding appréciée sur la base de son cours de bourse et celle appréciée sur la base de son ANR. La décote de holding traduit le fait que les participations, prises individuellement, ont plus de valeur que lorsqu'elles sont appréciées au sein de la société holding.

Il existe plusieurs éléments explicatifs à l'origine de la décote de holding. En particulier :

- la liquidité des actifs détenus, qui conditionne la volatilité de la décote et son niveau, la décote étant généralement d'autant plus importante que les actifs sous-jacents sont peu liquides ;
- la liquidité des titres de la société holding, la décote étant généralement d'autant plus importante que les volumes échangés sont faibles ;
- les frottements fiscaux (exemple : fiscalité liée aux plus-values latentes des actifs sous-jacents) ;

---

<sup>1</sup> Le conglomérat diffère de la société holding de participations en ce qu'il possède une base d'actifs stables, contrôlés à majorité et détenus dans le cadre d'une véritable logique industrielle de développement à long terme. Les activités, quoique fortement diversifiées, peuvent relever d'un seul et même secteur (exemple : Vivendi / secteur des médias).

- les frais de fonctionnement de la société holding ;
- le cas échéant, la position de minoritaire en cas d'absence de contrôle par la société holding ; et
- la faible rotation des actifs stratégiques, en particulier pour les sociétés holdings familiales.

Il convient de relever que, s'agissant des conglomérats, pour lesquels la décote applicable est de nature différente, y compris en termes d'importance, les éléments explicatifs à l'origine de la décote, dite « de conglomérat », sont :

- les bonnes performances de certaines activités qui peuvent être amoindries par les faibles performances de celles en difficulté ;
- l'investissement qui est mutualisé au sein du conglomérat et non pas concentré exclusivement sur les activités les plus performantes ;
- le manque de synergies entre les différentes activités du conglomérat ;
- le manque de lisibilité (certains conglomérats regroupent jusqu'à plusieurs centaines de sociétés consolidées) qui se traduit, le cas échéant, par une communication financière probablement moins efficiente que celle d'un groupe *pure player* ; et
- les coûts de fonctionnement permettant d'assurer la gestion des activités du conglomérat qui viennent, pour partie, amputer les revenus en provenance des filiales.

## ESTIMATION DE LA DECOTE DE HOLDING

Afin d'apprécier le niveau de la décote de holding à appliquer en cas d'évaluation, nous avons constitué un échantillon de six sociétés holdings cotées pour lesquelles nous avons comparé l'ANR et le cours de bourse à la date de clôture de chaque exercice sur une période de sept années, de 2010 à 2016. Les sociétés sélectionnées sont : Eurazeo, Wendel, Altamir Amboise, Altur Investissement (anciennement dénommée Turenne Investissement), FFP et Compagnie Lebon. Les tableaux ci-après présentent les résultats observés :

	31 décembre 2016			31 décembre 2015			31 décembre 2014		
	ANR <sup>1</sup>	Cours <sup>2</sup>	Décote (%)	ANR <sup>1</sup>	Cours <sup>2</sup>	Décote (%)	ANR <sup>1</sup>	Cours <sup>2</sup>	Décote (%)
Eurazeo	72 €	53 €	-27%	72 €	56 €	-22%	69 €	49 €	-29%
Wendel	154 €	114 €	-26%	136 €	110 €	-20%	123 €	93 €	-25%
Altamir Amboise	22 €	13 €	-41%	19 €	11 €	-40%	16 €	10 €	-36%
Altur Investissement	9 €	5 €	-44%	8 €	5 €	-44%	8 €	5 €	-43%
FFP	131 €	72 €	-45%	124 €	68 €	-45%	95 €	49 €	-48%
Compagnie Lebon	240 €	156 €	-35%	226 €	124 €	-45%	214 €	118 €	-45%
<b>Moyenne</b>			<b>-36%</b>			<b>-36%</b>			<b>-37%</b>
<b>Médiane</b>			<b>-38%</b>			<b>-42%</b>			<b>-39%</b>
<b>Ecart-type</b>			<b>8%</b>			<b>11%</b>			<b>9%</b>

<sup>1</sup> ANR publié dans le rapport annuel de la société considérée

<sup>2</sup> Source Thomson Reuters

	31 décembre 2013			31 décembre 2012			31 décembre 2011		
	ANR <sup>1</sup>	Cours <sup>2</sup>	Décote (%)	ANR <sup>1</sup>	Cours <sup>2</sup>	Décote (%)	ANR <sup>1</sup>	Cours <sup>2</sup>	Décote (%)
Eurazeo	71 €	46 €	-35%	57 €	28 €	-51%	51 €	20 €	-61%
Wendel	135 €	106 €	-22%	116 €	78 €	-33%	74 €	50 €	-33%
Altamir Amboise	15 €	10 €	-31%	13 €	7 €	-45%	12 €	6 €	-50%
Altur Investissement	8 €	5 €	-44%	9 €	5 €	-45%	8 €	4 €	-49%
FFP	78 €	42 €	-47%	56 €	29 €	-48%	62 €	30 €	-51%
Compagnie Lebon	203 €	108 €	-47%	195 €	103 €	-47%	181 €	78 €	-57%
<b>Moyenne</b>			<b>-37%</b>			<b>-45%</b>			<b>-50%</b>
<b>Médiane</b>			<b>-40%</b>			<b>-46%</b>			<b>-51%</b>
<b>Ecart-type</b>			<b>9%</b>			<b>6%</b>			<b>9%</b>

<sup>1</sup> ANR publié dans le rapport annuel de la société considérée

<sup>2</sup> Source Thomson Reuters

	31 décembre 2010			Décote moyenne (%)	Décote médiane (%)	Minimum (%)	Maximum (%)	Capitalisation au 31/12/2016 (en millions €)
	ANR <sup>1</sup>	Cours <sup>2</sup>	Décote (%)					
Eurazeo	75 €	39 €	-48%	-39%	-35%	-22%	-61%	3 690
Wendel	97 €	67 €	-32%	-27%	-26%	-20%	-33%	5 209
Altamir Amboise	12 €	6 €	-45%	-41%	-41%	-31%	-50%	466
Altur Investissement	7 €	4 €	-44%	-45%	-44%	-43%	-49%	20
FFP	94 €	51 €	-46%	-47%	-47%	-45%	-51%	1 811
Compagnie Lebon	167 €	86 €	-49%	-46%	-47%	-35%	-57%	183
<b>Moyenne</b>			<b>-44%</b>	<b>-41%</b>				
<b>Médiane</b>			<b>-45%</b>		<b>-43%</b>	<b>-20%</b>	<b>-61%</b>	
<b>Ecart-type</b>			<b>6%</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>			

<sup>1</sup> ANR publié dans le rapport annuel de la société considérée

<sup>2</sup> Source Thomson Reuters

Les tableaux ci-avant font ressortir les principaux points suivants :

- les pourcentages de décote sont très significatifs, puisqu'ils se situent dans une fourchette large entre 20% et 61% sur la période 2010-2016, la moyenne de l'échantillon ressortant à 41% et la médiane à 43% ;
- la décote varie à la baisse ou à la hausse, selon les années, puisqu'elle évolue entre 44% en 2010 et 36% en 2016 en passant pas un pic de 50% en 2011, mettant ainsi en évidence une forte volatilité ; ce constat est amplifié lorsque la volatilité de la décote est analysée société par société ;
- il existe une corrélation entre la capitalisation boursière de la société et le pourcentage de décote constaté ; en effet, plus la capitalisation boursière est importante moins la décote l'est ; et
- le niveau de décote constaté sur l'échantillon étudié est stable sur les quatre dernières années, à hauteur de 36% ou de 37%.

## DECOTES APPLIQUEES PAR LES EXPERTS INDEPENDANTS

Afin de mettre en perspective les décotes observées au paragraphe précédent et celles retenues par les évaluateurs, nous avons sélectionné, parmi les expertises indépendantes relatives à certaines offres [...]

[...] publiques passées, celles portant sur des sociétés holdings ou des conglomérats. Nous avons pu identifier les quatre opérations présentées dans le tableau ci-dessous :

	Date	Opération	Holding	Décote appliquée (%)
Fimalac	mars-16	OPAS	Participations	-30%
Christian Dior (LVMH)	mai-17	OPAS / OPES	Conglomérat	-10%
OFI	oct.-11	OPAS / OPE	Participations	-40%
Bouygues	sept.-11	OPRA	Conglomérat	-15%

*Source rapports d'expertise indépendante disponibles sur le site de l'Autorité des marchés financiers*

Nous observons que :

- sur les deux opérations portant sur des sociétés d'investissement, Fimalac et OFI, les pourcentages de décote appliqués par les experts indépendants dans le cadre de leur évaluation sont en ligne avec ceux observés au paragraphe précédent, soit une décote de holding de 30% retenue pour l'évaluation de la société Fimalac et de 40% pour la société OFI, de plus petite taille. ; et
- sur les deux opérations portant sur des conglomérats, LVMH et Bouygues, les pourcentages de décote appliqués par les experts indépendants dans le cadre de leur évaluation sont nettement en retrait par rapport aux décotes de holding, soit une décote de conglomérat de 10% retenue pour l'évaluation du groupe LVMH et de 15% pour le groupe Bouygues. Ces décotes, comprises entre 10% et 20%, sont en ligne avec celles généralement constatées en moyenne pour des entreprises conglomérales.

## CONCLUSION

Les développements qui précèdent montrent que l'évaluateur est fondé à appliquer une décote dès lors que la société évaluée est une société holding. Il convient néanmoins de distinguer les sociétés qui relèvent d'une activité de holding de participations et les sociétés de nature conglomérale ; dans les deux cas de figure, les décotes applicables ne sont pas de même ampleur.

---

### PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire  
75017 Paris, France  
+33 1 40 68 77 41  
www.xavierpaper.com

**Xavier Paper**  
+33 6 80 45 69 36  
xpaper@xavierpaper.com

**Patrick Grinspan**  
+33 6 85 91 36 23  
pgrinspan@xavierpaper.com