

## Cas pratique Artesia

### 1. Approche Intrinsèque

#### a. Données prévisionnelles et flux futurs

Le plan prévisionnel prévoit une augmentation annuelle constante des performances de l'activité : entre +8% et +22% par an pour l'EBITDA. Cette évolution se répercute sur les impôts sur les bénéfices, également en hausse. Si l'impact de la variation de BFR reste faible selon les prédictions, un fort investissement est prévu en 2021 : +18% de l'actif économique cette même année. Passé cette année, les flux générés par l'activité repartent largement à la hausse jusqu'à la période de maturité. De manière générale, les données prévisionnelles affichent une forte croissance des performances économiques avec une augmentation de +119% du flux en 5 ans. (+ cf. fichier Excel - « Approche Intrinsèque (2) » pour l'approche NOPAT)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT	23 536	30 055	32 020	37 997	45 853	52 901
EBITDA	26 321	32 166	34 916	42 722	50 578	57 626
Variation BFR	0,00	2 557	- 292	1 343	1 309	1 217
Impôts	8 238	10 519	11 207	13 299	16 049	18 515
Investissements	0,00	645	15 024	5 275	- 1 725	- 1 725
<b>FCF</b>	<b>18 083</b>	<b>18 445</b>	<b>8 977</b>	<b>22 805</b>	<b>34 946</b>	<b>39 619</b>

#### b. Coût du capital

Les paramètres pris en compte dans le coût du capital sont facilement accessibles grâce aux données de secteur. Le retour attendu du marché comprend le taux sans risque ainsi que les primes de risque liées au marché et à la société. L'entreprise n'étant pas endettée, le coût des capitaux propres représente la totalité du coût du capital. Le coût du capital adéquat de l'entreprise s'élève donc à 14%.

Taux sans risque	5,00%
Valeur moyenne Beta	1,01
Retour attendu du marché	13,50%
<b>Coût des capitaux propres (CAPM)</b>	<b>0,14</b>

Cost of equity	0
Cost of debt	-
Total equity	111 250
Total debt	-
<b>Coût du capital (WACC)</b>	<b>0,14</b>

### c. Flux futurs actualisés et Valeur résiduelle

A partir de ces données, on peut alors calculer les flux actualisés ainsi que la valeur résiduelle de fin de période. Le calcul de la valeur résiduelle prend en compte l'hypothèse selon laquelle l'entreprise est arrivée en phase de maturité en 2024. Ainsi, on ne retient pas de taux de croissance dans le calcul. Cela permet également d'assurer une cohérence avec les résultats obtenus pour l'approche analogique : résultats sur la valeur d'entreprise proches des 200 M€.

La Valeur résiduelle actualisée qui ressort s'élève à 136 049 K€, soit environ 1,5 fois la somme des flux actualisés sur la période.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
FCF	18 083	18 445	8 977	22 805	34 946	39 619
Coût du capital (WACC)	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14
<b>FCF actualisés</b>	<b>15 923</b>	<b>14 300</b>	<b>6 128</b>	<b>13 708</b>	<b>18 495</b>	<b>18 463</b>

FCF 2024	39 619
Taux de croissance	-
<b>FCF 2025</b>	<b>39 619</b>
Coût du capital (WACC)	0,14
<b>Valeur résiduelle</b>	<b>291 941</b>
Valeur résiduelle actualisée	136 049

Après avoir actualisé les flux futurs, on obtient une valeur de l'entreprise à hauteur de 223 062 K€. La société n'étant pas endettée, cette valeur concerne exclusivement les capitaux propres de celle-ci.

<b>Valeur entreprise</b>	<b>223 066</b>
Value de la dette	-
Value des capitaux propres	223 062

Ce résultat nous permet également de calculer la rotation d'actifs sur les années 2020, 2021 et 2022 d'après les prévisions de performance de la société. Ces données vont alors nous permettre une analyse plus fine lors de l'approche analogique notamment dans la sélection des sociétés de l'échantillon.

	2020	2021	2022
<b>Rotation d'actifs</b>	0,70	0,84	0,96

## 2. Approche Analogique

### a. Multiples et performances de l'échantillon

La mise à disposition des données relatives au CA, EBITDA, EBIT et RN des sociétés de l'échantillon, ainsi que leurs capitalisations boursières, permettent de calculer les différents multiples sur chacune des années 2020, 2021 et 2022. On remarque alors logiquement que les valeurs augmentent à mesure que l'on descend dans les agrégats. Enfin, on constate également la croissance du marché avec une baisse des multiples dans le temps.

On regarde ensuite la moyenne obtenue par an pour chaque type de multiple. Avant cela, il est nécessaire de réaliser un processus de sélection sur l'échantillon selon la corrélation entre la performance économique des sociétés et celle d'Artesia Mobilier. Pour évaluer la performance économique, on se base sur la rotation d'actifs. Les sociétés qui présentent des valeurs trop différentes des chiffres d'Artesia Mobilier sont exclues de l'échantillon.

*Données en M€*

Entreprises	Année	Multiple CA	Multiple EBITDA	Multiple EBIT	Multiple RN	Ecart performance	
Ethan Allen Interiors (Etats-Unis), USD mn	2020	1,69	8,65	9,71	15,88	-	0,11
	2021e	1,50	7,77	8,65	14,11	-	0,17
	2022e	1,36	6,95	7,68	12,48	-	0,22
Euromeuble (Danemark), USD mn	2020	1,00	7,28	10,14	17,77		0,34
	2021e	0,94	6,54	9,99	13,56		0,40
	2022e	0,85	5,77	8,28	11,89		0,51
Oakwood Decoration (Etats-Unis), USD mn	2020	0,64	4,76	7,11	10,97		0,48
	2021e	0,58	4,34	6,19	9,43		0,62
	2022e	0,54	3,93	5,50	8,21		0,72
Masco Corporation (Etats-Unis) USD mn	2020	1,05	6,97	7,28	12,76		0,02
	2021e	0,93	5,57	5,64	10,77		0,11
	2022e	0,81	4,30	4,48	9,58		0,22
Greenfield Ornamentation (Etats-Unis), USD mn	2020	0,25	4,38	5,22	10,54		2,00
	2021e	0,27	3,91	4,51	8,84		1,82
	2022e	0,25		4,15	7,94		1,98
Stanley Furnitures (Etats-Unis), USD mn	2020	0,97	6,36	7,55	13,32		0,22
	2021e	0,88	5,73	6,79	12,01		0,31
	2022e	0,83	5,17	6,10	10,51		0,37

On retient alors uniquement les sociétés Ethan Allen Interiors et Masco Corporation qui se rapprochent le plus des performances d'Artesia Mobilier. On obtient alors les multiples moyens suivants :

	Année	Multiple CA	Multiple EBITDA	Multiple EBIT	Multiple RN
Moyennes multiples	2020	1,37	7,81	8,50	14,32
	2021e	1,22	6,67	7,15	12,44
	2022e	1,09	5,63	6,08	11,03

#### b. Multiples et valeurs d'Artesia Mobilier

En appliquant ces multiples aux données financières d'Artesia Mobilier, et en tenant compte d'une décote d'illiquidité de 25%, on obtient les valeurs de fonds propres suivantes : 184 M€ pour 2020, 180 M€ pour 2021 et 186M€ pour 2022. Soit une valeur moyenne de 183 M€.

Valeur Capitaux propres						
Entreprises	Année	Multiple CA	Multiple EBITDA	Multiple EBIT	Multiple RN	Moyenne
Artesa Mobilier	2020	160	188	191	194	184
	2021e	170	175	172	202	180
	2022e	174	180	173	218	186
Valeur finale						183

On remarque alors que les valeurs obtenues pour chaque année avec l'échantillon restreint sont beaucoup plus cohérentes vis-à-vis de l'analyse intrinsèque. En effet les valeurs obtenues avec la prise en compte de la totalité de l'échantillon présentent des écarts beaucoup plus significatifs.

Valeur Capitaux propres						
Entreprises	Année	Multiple CA	Multiple EBITDA	Multiple EBIT	Multiple RN	Moyenne
Artesa Mobilier	2020	109	154	177	183	156
	2021e	119	148	167	186	155
	2022e	124	167	172	199	166
Valeur finale						159

### 3. Synthèse

#### a. Valeur de l'entreprise

L'analyse intrinsèque a fait ressortir une valorisation de 223 066 K€ tandis que l'analyse analogique a révélé une valorisation à hauteur de 183 173 K€. Ainsi, la fourchette restreinte de valeurs de marché des fonds propres au 1<sup>er</sup> janvier 2021 de la société Artesia Mobilier se situe entre ces deux valeurs.

Cette fourchette présente l'avantage d'avoir une latitude satisfaisante et d'être facilement explicable par le cadre de chaque méthode employée : intrinsèque et analogique.

<u>Données en K€</u>	<b>Fourchette de vente</b>		<u>Moyenne</u>
	<u>Approche Intrinsèque</u>	<u>Approche Analogique</u>	
Valeur entreprise	223 066	183 173	203 120

#### b. Recommandations

Artesia Mobilier devra préserver une relation de confiance avec le groupe Veneto Decorazione et montrer une totale transparence vis-à-vis du plan d'affaires communiqué.

Pour Artesia Mobilier, l'objectif sera de valoriser la croissance prévisionnelle de l'entreprise notamment sur les années 2023 et 2024. En effet, on a vu lors de l'analyse intrinsèque que les prévisions étaient très positives sur ces deux années. Cela explique l'écart de valorisation avec l'approche analogique qui va uniquement jusqu'à 2022. L'objectif de vente de la société concerne donc l'extrémité haute de la fourchette de prix correspondant à la valorisation par l'approche intrinsèque.

L'accord entre les deux sociétés pourra alors comporter des éléments tels qu'une clause d'Earn-out qui va avoir pour effet de conditionner le prix à la hausse ou à la baisse selon les résultats des années futurs. Cette clause pourrait être d'autant plus cohérente concernant les performances prévisionnelles des années 2023 et 2024 qui expliquent l'écart de prix de vente entre la méthode intrinsèque et la méthode analogique.

#### **4. Bonus : explication différences calculs**

**Analyse performances économique :** Rien à dire correct et complet

**Approche Intrinsèque :**

- Mes calculs dans l'approche intrinsèque tiennent compte de la période explicite (2019-2020) ET de la période d'extrapolation (2021-2024).
- De plus, je me suis basé sur l'EBITDA et non le NOPAT. Je viens de voir qu'il y avait une indication sur le NOPAT. Par conséquent j'ai ajouté un tableau de calcul sur la base du NOPAT (cf. "Approche Intrinsèque (2)"). Les valeurs obtenues sont cohérentes avec celles de l'EBITDA.
- Le calcul prend en compte les investissements nets et non le CAPEX en totalité. De plus, sauf erreur de ma part, il me semble que vous vous être trompé dans le sens des variations de BFR.
- Compte tenu de l'hypothèse de maturité de l'énoncé, je n'ai pas retenu de taux de croissance pour le calcul de la valeur résiduelle. De plus, il me semble que vous avez oublié d'actualiser la valeur résiduelle, ce qui explique sa valeur très élevée.
- Pour le calcul du WACC, j'ai pris en compte une moyenne non pondérée des Beta de l'échantillon (méthode que je privilégie généralement dans les devoirs).

**Approche Analogique :**

- Le calcul des multiples se base sur la capitalisation boursière et ne prennent pas en compte l'endettement financier net.
- Concernant la méthode, j'ai bien fait une moyenne des multiples des sociétés de l'échantillon que j'ai appliquée aux données d'Artesia Mobilier. En revanche, j'ai pris en compte la pondération de tous les agrégats (CA, EBITDA, etc.) dans le calcul de la valeur finale.
- Mon échantillon restreint contient Ethan Allen Interiors mais aussi Masco Corporation (2 sociétés).