

CONSEILS TRANSACTIONNELS

L'établissement des prix dans un contexte d'acquisition

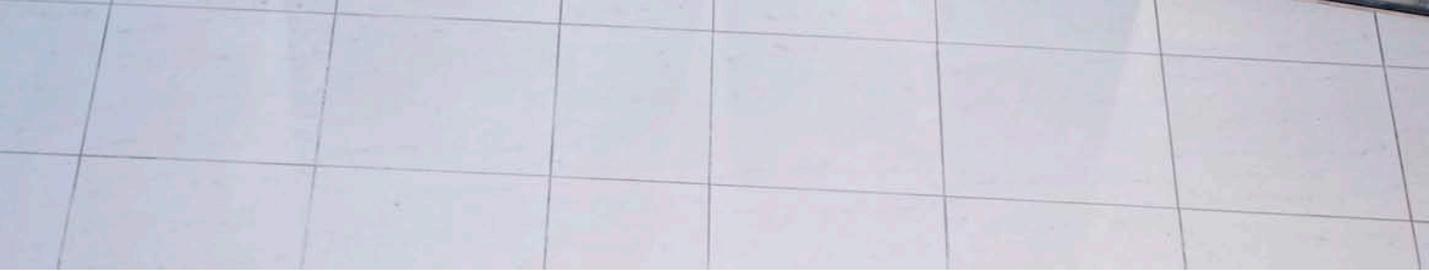
Association of Corporate Counsel – 14 septembre 2010

SERVICES-CONSEILS

Table des matières



	<u>Page</u>
Introduction	2
Méthodes d'évaluation	4
Principes de base du « pricing »	6
« Pricing » en 2010	11
Synergies	18
Impacts sur le prix	24
■ Aspects comptables	26
■ Aspects fiscaux	27
■ Structure de la transaction	29
Conclusion	31



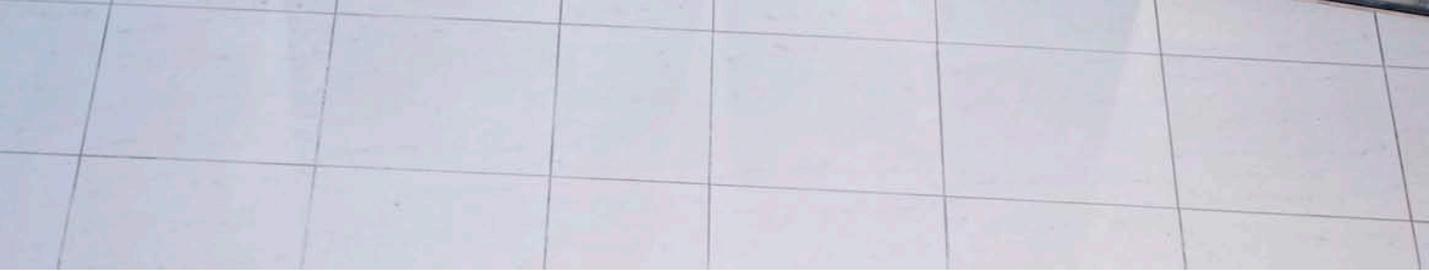
Introduction

Introduction



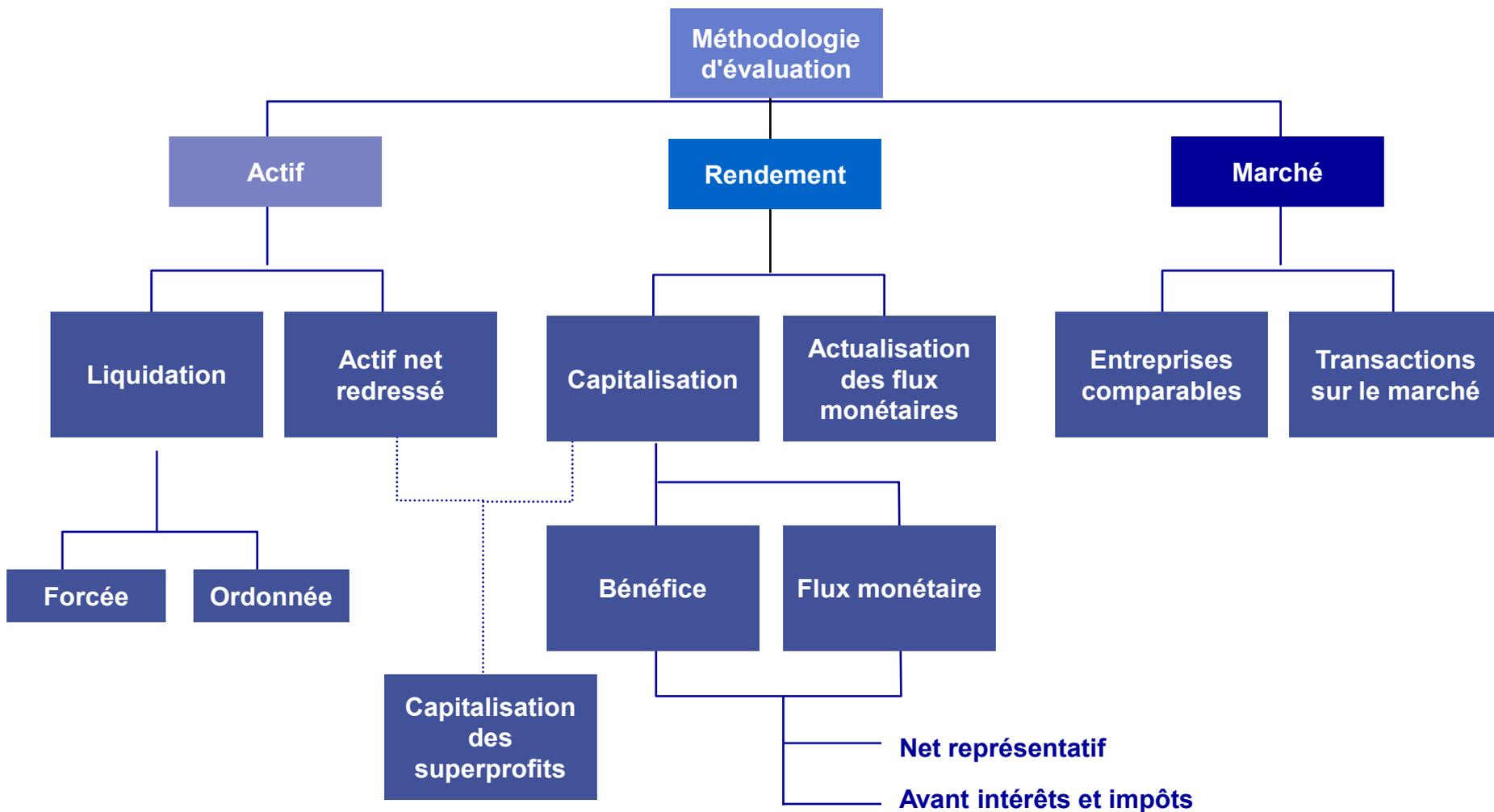
Tendances en fusions et acquisitions en 2010

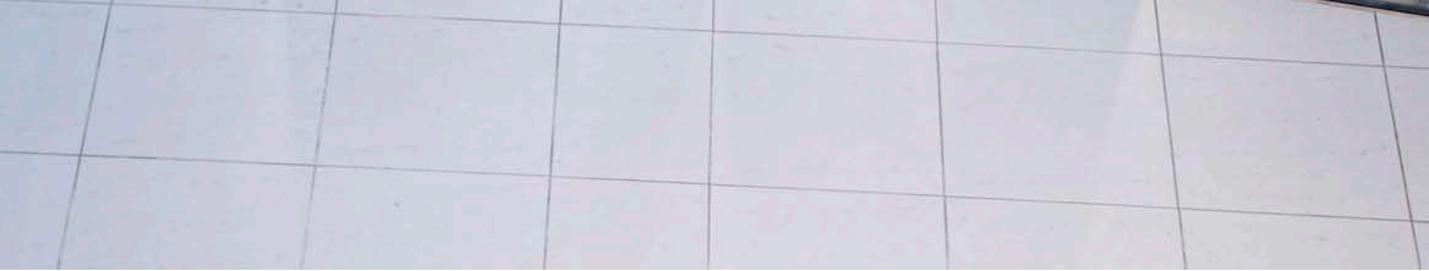
- Après une baisse marquée, les marchés se sont partiellement redressés depuis mars 2009, mais demeurent à un niveau inférieur à 2008.
- Après une certaine accalmie, la volatilité est de nouveau à la hausse sur les marchés financiers.
- Les conditions économiques semblent s'améliorer, mais la reprise demeure fragile (à l'exception de l'infrastructure).
- La disponibilité du crédit dans les transactions a diminué depuis 2007 et le coût est supérieur, ce qui a un impact direct et négatif sur les multiples et les prix.
- Les nombres de transactions et d'appels publics à l'épargne ont été à leurs plus bas niveaux en 2008-2009; le niveau d'activités s'est accentué depuis le troisième trimestre de 2009 mais demeure faible.



Méthodes d'évaluation

Méthodes d'évaluation traditionnelles





Principes de base du « pricing »

Principes de base du « pricing »



Deux principes fondamentaux

- Valeur est basée sur la capacité de générer des bénéfices ou flux monétaires futurs
- Présence d'acheteurs stratégiques change le contexte du marché

Autres principes de base

- Acheteurs stratégiques sont prêts à payer un prix plus élevé en raison d'économies d'échelle et de synergies
- Degré de synergies variable pour chaque acheteur

Principes de base du « pricing » (suite)



- Acheteur est mieux placé que le vendeur pour mesurer les synergies et les opportunités de réduction de coûts par amélioration des processus.
- Acheteur n'offrira pas 100 % de la valeur des économies / synergies parce qu'il :
 - Assume les risques de les réaliser dans l'avenir;
 - Assume les coûts d'intégration de la nouvelle entité;
 - Est un des seuls acheteurs stratégiques intéressés; et
 - Maintient une marge de négociation.

Principes de base du « pricing » (suite)



Prix vs valeur

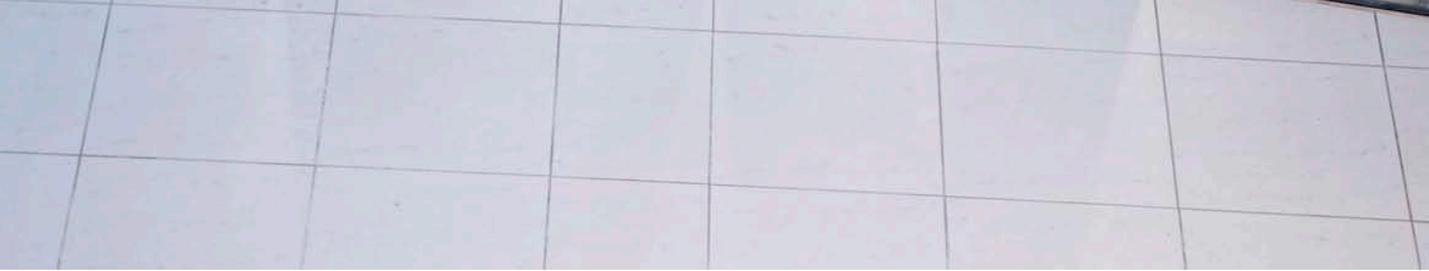
	JVM	Prix
Parties à la Transaction	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Forces égales ✓ Prix le plus élevé 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Forces et pouvoirs de négociation des parties sont différents ✓ Pas nécessairement le prix le plus élevé
Contrepartie	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Argent comptant 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Diverses formes de considération (argent comptant, actions, billet, contrepartie conditionnelle, etc.)
Marché	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Libre et sans contrainte 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Toute contrainte peut être invoquée
Parties	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Prudentes et informées ✓ En connaissance de tous les renseignements pertinents ✓ Transigent à distance ✓ Ne sont pas forcées à transiger 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Possibilité de décision hâtive ou imprudente ✓ Pas nécessairement au courant de tous les faits ✓ Ne transigent pas nécessairement à distance ✓ Parties peuvent être forcées de transiger

Principes de base du « pricing » (suite)



Prix pour les actions ou l'entreprise

VALEUR D'ENTREPRISE VS VALEUR DES CAPITAUX PROPRES		
	\$	\$
VALEUR D'ENTREPRISE		xxx
Plus : Encaisse		xx
Moins : Dette		(xx)
Plus : Fonds de roulement réel	xx	
Moins : Fonds de roulement normalisé	(xx)	
		xx
VALEUR DES CAPITAUX PROPRES		xxx



« Pricing » en 2010

Méthodes usuelles en acquisition d'entreprises



Actualisation des flux monétaires

- Période et projections
- Taux d'actualisation
- Croissance
- Détermination de la valeur résiduelle

Règles empiriques provenant de sociétés et transactions comparables

- Cours / bénéfices
- Cours / BAIIA (EBITDA)
- Cours / revenus

Actualisation des flux monétaires



Les principales composantes de la méthode de l'actualisation des flux monétaires sont les suivantes :

- Période et projections
 - Suite à une baisse en 2009, les projections financières sont à la hausse en 2010, compte tenu de la situation économique
- Taux d'actualisation
 - Selon la méthode du coût moyen pondéré du capital (« **CMPC** ») ou WACC
 - Une des méthodes les plus usuelles pour établir le rendement sur les capitaux propres est le *Capital Asset Pricing Model* (le « **CAPM** »)

Actualisation des flux monétaires (suite)



■ Détermination de la valeur résiduelle

- Les multiples des comparables d’aujourd’hui ne sont pas applicables pour déterminer la valeur résiduelle dans 10 ans
- Le multiple devrait être établi par le modèle de croissance à perpétuité (*Gordon Growth Model*)
- Une croissance à perpétuité plus élevée que la croissance du PIB indique que la société deviendra plus importante que l’économie du pays

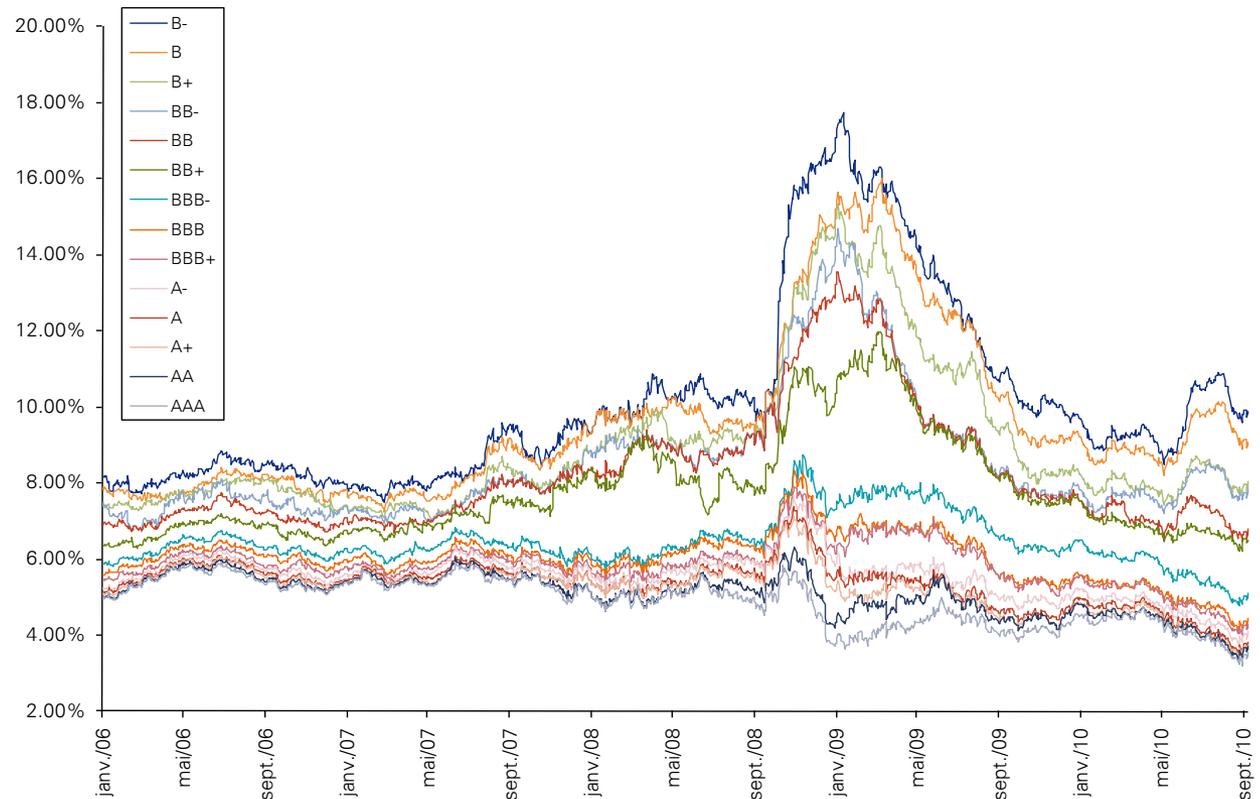
Actualisation des flux monétaires – Rendement requis sur la dette



Évolution des taux d'emprunt selon les catégories de notation de crédit (marché US) *

Les impacts de la crise financière sur le taux d'actualisation :

- Pondération de la dette est généralement réduite (et non augmentée)
- Coût de la dette a augmenté



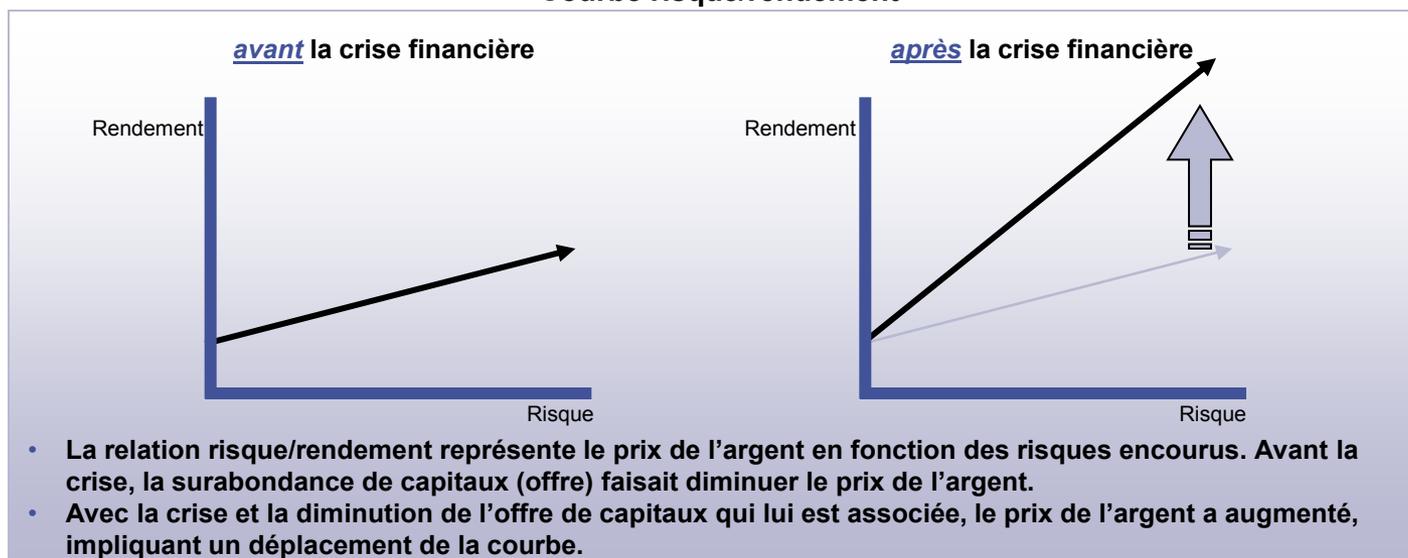
* Source : Bloomberg, et données en date du 10 septembre 2010

Actualisation des flux monétaires – Rendement requis sur la dette (suite)



- Coût de l'équité a augmenté :
 - Taux sans risque a diminué, mais cette réduction est temporaire et ne reflète pas le taux sans risque à long terme;
 - La prime sur capitaux propres a augmenté. Le bêta qui est une estimation de la relation future entre la volatilité (risque) de l'entreprise cible et la volatilité dans les rendements du marché boursier doit être analysé prudemment; et
 - La prime spécifique a probablement augmenté en égard à la conjoncture économique.

Courbe risque/rendement



Constat en 2010

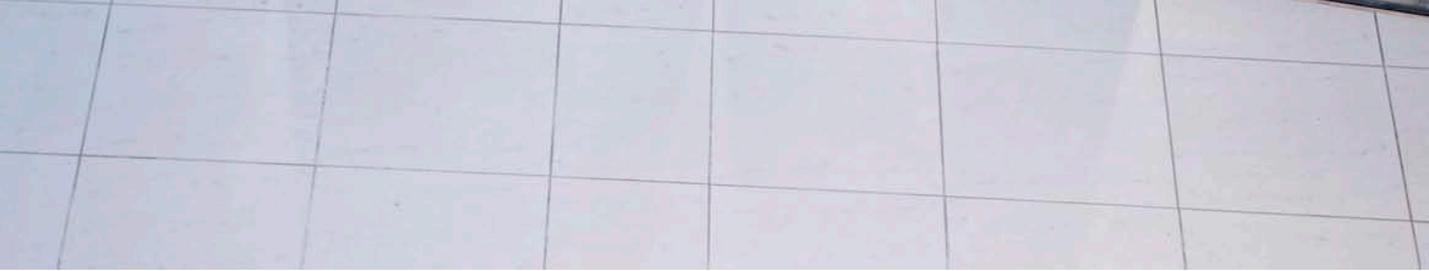


■ Considérant que :

- La crise financière a engendré un rééquilibrage dans la courbe risque/rendement affectant la valorisation de l'ensemble des secteurs industriels et de l'ensemble des instruments financiers; et
- La situation économique actuelle engendre de l'incertitude dans certains secteurs industriels,

il est peu probable que les multiples de valorisation que l'on connaissait avant la crise s'appliquent dans un futur rapproché, bien qu'un certain redressement ait eu lieu depuis 2009 :

- Le réajustement à la baisse des multiples a créé un certain écart entre les acheteurs et les vendeurs au niveau de la valorisation; ce qui a rendu difficile la réalisation de transactions; et
- La baisse des multiples d'évaluation, jumelée à l'accessibilité plus restreinte au financement par emprunt, favorise les acquéreurs stratégiques.



Synergies

Synergies – Coûts d'acquisition



Synergies

- Intégration des services administratifs
- Meilleure utilisation de la capacité de production
- Amélioration de la distribution des produits
- Élimination partielle de la concurrence
- Diversification des produits, des risques et des capacités de production
- Augmentation du volume d'achats (escompte de volume)

Coûts liés à l'acquisition

- Systèmes d'information et technologie
- Alignement de la rémunération et avantages sociaux
- Allocations de départ
- Coûts d'intégration (formation, loyer, déménagement, etc.)
- Réduction des ventes

Synergies – Valorisation



Valeur économique nette ajustée (« VENA ») des avantages propres à un acheteur stratégique

Valeur actualisée des synergies et avantages prévus en tenant compte des risques et délais possibles

Facteurs clés

- ✓ Probabilité des scénarios
- ✓ Moment de réalisation
- ✓ Négociation

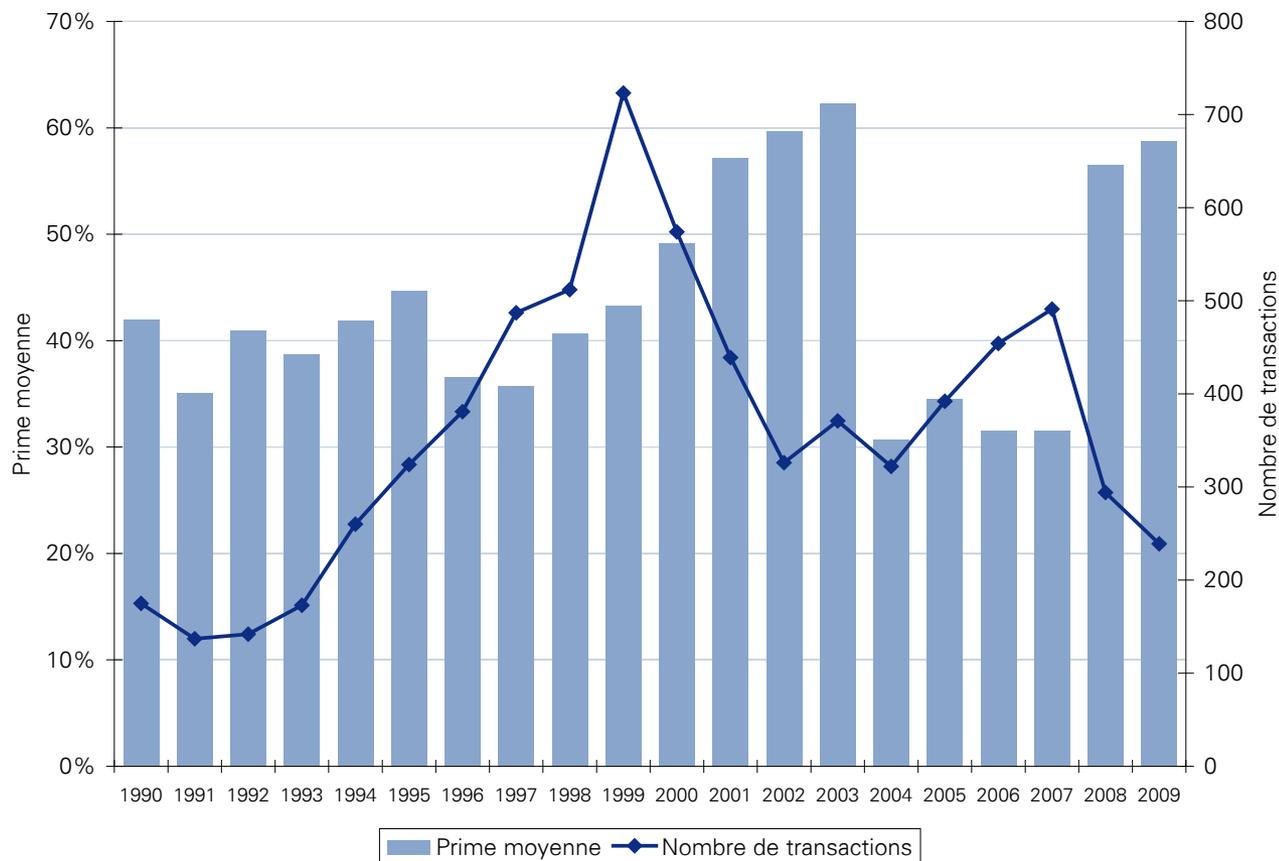
- Coûts afférents à la réalisation des avantages prévus

= **VENA de l'acquisition**

Évaluation des synergies – Primes payées historiquement



Pourcentage des primes payées (1990-2009)



Synergies - Exemple



Offre de BHP Billiton sur PotashCorp

Le 17 août 2010, BHP Billiton a présenté une offre non sollicitée pour l'achat au comptant des actions de PotashCorp pour une contrepartie de 130 \$US par action (l' « **Offre** »).

- Selon BHP, l'Offre présente pour les actionnaires de PotashCorp une prime attrayante ainsi qu'une liquidité immédiate et une possibilité de monétiser le potentiel de croissance de PotashCorp :
 - Une prime de 20 % sur le cours de clôture du 11 août 2010;
 - Une prime de 32 % sur le cours moyen pondéré des 30 jours précédant le 11 août 2010; et
 - Une prime de 33 % sur le cours moyen pondéré des 60 jours précédant le 11 août 2010.
- Selon la direction de PotashCorp:
 - *“The PotashCorp Board of Directors is unanimous in its belief that the BHP Billiton offer substantially undervalues PotashCorp and fails to reflect both the value of our premier position in a strategically vital industry and our unparalleled future growth prospects,”* said PotashCorp President and Chief Executive Officer Bill Doyle.

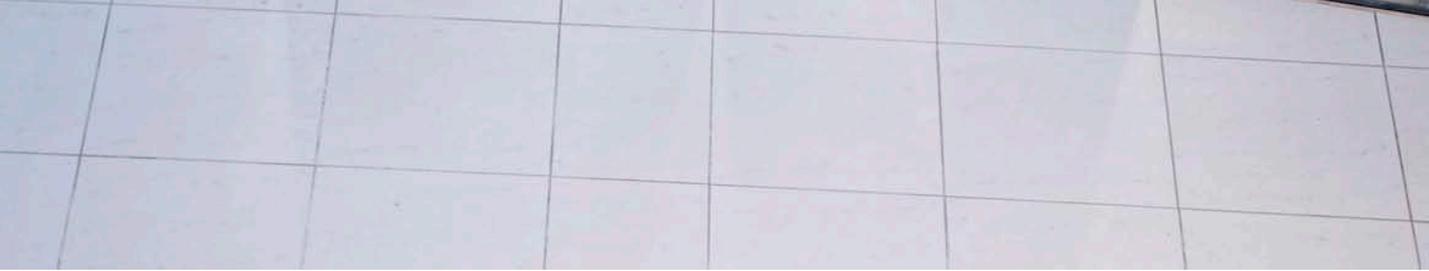
Synergies – Exemple (suite)



Facteurs influençant la prime offerte par BHP Billiton

BHP Billiton n'a pas quantifié les synergies, mais mentionne plusieurs facteurs de « *création de valeur* » pour ses actionnaires.

- Voici quelques exemples de facteurs :
 - Accélère l'entrée de BHP Billiton dans le marché des fertilisants;
 - Augmente l'offre de produits et la diversification géographique (nouveau bassin de clients dans les Amériques);
 - Caractéristiques communes avec les autres propriétés minières de BHP Billiton;
 - Exploitation de la capacité et de l'expérience mondiale de BHP Billiton dans le développement, l'opération et l'expansion d'actifs miniers; et
 - Contribution positive au bénéfice par action dans la deuxième année financière complète suivant l'acquisition.



Impacts sur le prix

Impact sur le prix



- Aspects comptables
- Aspects fiscaux
- Structure de transaction

Incidence des nouveaux aspects comptables sur le prix



- Chapitre 1582 de l'ICCA (exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2011) et IFRS (normes internationales).
- Acquisition est comptabilisée à sa juste valeur :
 - Date de mesure des actions émises en contrepartie : Date de clôture (plutôt que quelques jours avant et après l'opération);
 - Obligations sont évaluées et remesurées à chaque exercice au lieu d'être comptabilisées à la date de réalisation (par exemple les « earn-outs »);
 - Coûts d'acquisition sont une dépense et ne sont pas capitalisés;
 - Réserves de plan de rationalisation ne sont comptabilisées au passif que si elles répondent aux conditions nécessaires; et
 - Écart d'acquisition négatif est comptabilisé comme un gain plutôt que comme une réduction des actifs à long terme.

Aspects fiscaux – Actifs / actions - acquéreur



	Achat d'actifs	Achat d'actions
Acquéreur	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Possibilité d'exclure les actifs non désirés 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Pertes d'opérations peuvent être reportées
	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Pertes d'opérations à reporter perdues (← 3 ans, 20 ans →) 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Responsable des passifs
	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Actifs ajustés à leur JVM pour fins fiscales (« Bump-up ») 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Déduction de l'intérêt pour financer l'acquisition
	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vérification diligente plus rapide (impôts, litiges, environnement, etc.) 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Fin d'année financière réputée si changement de contrôle

Aspects fiscaux – Actifs / actions - vendeur



	Vente d'actifs	Vente d'actions
Vendeur	<ul style="list-style-type: none">➤ Possibilité accrue de vendre des divisions à différents acheteurs	<ul style="list-style-type: none">➤ Exemption de gain en capital (jusqu'à 750 000 \$)
	<ul style="list-style-type: none">➤ Allouer une grande valeur aux actifs non amortissables	<ul style="list-style-type: none">➤ Aucune récupération de DPA
	<ul style="list-style-type: none">➤ Conserve toutes les obligations liées à la société	<ul style="list-style-type: none">➤ Réserve possible lorsque paiement est différé (maximum de 5 ans)

Structure de la transaction



■ Financement

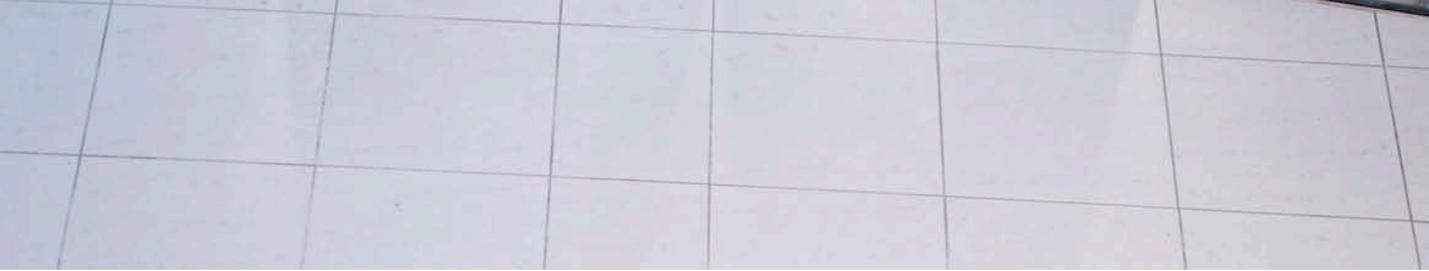
- Échange d'actions (renégociation du ratio selon délai)
- Options échangeables en actions dans un certain délai (habituellement entre 1 an et 5 ans)
- Dette, comptant, garanties vs risque
- Appel public à l'épargne

Structure de la transaction (suite)



■ « Earn-out »

- Traitement fiscal (revenu vs gain en capital)
- Réduction de l'incertitude pour l'acheteur
- Potentiel d'un prix plus élevé pour le vendeur
- Difficile à quantifier, mesurer et contrôler
- Bases variables (profits, revenus, rétention de clients, croissance)
- Risque de collection accru pour le vendeur (garantie, montant en fidéicommis, etc.)
- Élément de motivation pour les dirigeants vendeurs



Conclusion

Conclusion



Comment négocier le prix dans la transaction?

- Quantifier les synergies
 - Identifier les acheteurs potentiels
 - Connaître les opérations, risques et opportunités de l'acheteur et du vendeur
 - Identifier les synergies potentielles
 - Évaluer ces synergies
- Quantifier les coûts d'intégration
- Négociation du prix
 - Identifier et quantifier
 - Aspects comptables
 - Aspects fiscaux
 - Aspects légaux

Conclusion (suite)



- Ajustement des résultats financiers
- Analyse des comparables
- Application des méthodes d'évaluation
- Négocier la meilleure structure pour finaliser une transaction
- **« GAGNANT – GAGNANT »**

Notre Équipe



Personne-ressource



Line Racette
Associée

Tél.: (514) 840-8640
lracette@kpmg.ca

Équipe



Jean-François Brault
Directeur principal

Tél.: (514) 840-8613
jbrault@kpmg.ca



Patricia Odierna
Directrice principale

Tél.: (514) 840-2631
podierna@kpmg.ca



Jean-François Desmarais
Directeur

Tél.: (514) 840-2673
jdesmarais@kpmg.ca



Sophie Bergeron
Conseillère principale

Tél.: (514) 940-2585
sbergeron@kpmg.ca



Julien Laplante
Conseiller

Tél.: (514) 840-2669
jlaplante@kpmg.ca