

Lettre trimestrielle n°9 – 2ème trimestre 2012

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Synthèse de l'enquête
prix-valeur A3E
Page 2
- Le point de vue des
entreprises et des
financiers sur les écarts
entre prix et valeur -
Interview de Patrick
Bataillard et Bertrand
Manet
Page 9
- Multiples de
transactions sur
opérations de LBO
mid market: 8 ans
d'évolution des prix
sur la zone euro, de la
bulle à la crise
Page 14
- Quel avenir à la
méthode des DCF
dans le contexte de
crise? *Page 20*

Edito du Président,

L'association A3E souhaite apporter sa contribution à la réflexion, afin de rappeler les fondamentaux de la démarche d'évaluation, de développer et d'homogénéiser les bonnes pratiques, et de diffuser les résultats des différentes études et enquêtes qu'elle réalise depuis de nombreuses années.

L'objectif des lettres trimestrielles est de partager certaines réflexions autour d'un thème qui servira de fil conducteur pour chaque numéro.

Dans le contexte actuel de crise majeure et durable, nous avons de plus en plus de difficultés à trouver nos points de repère en matière d'évaluation, certaines évolutions apparaissent contre-intuitives (baisse des taux sans risques, baisse des écarts entre prix et valeurs, augmentation des multiples moyens constatés sur certaines transactions, augmentation du CAC 40 en août 2012, malgré un nombre impressionnant de mauvaises nouvelles, ou d'incertitudes majeures, business plans restant souvent volontaristes,...).

Cependant, il est très probable que l'évaluation des actifs constitue un sujet majeur pour la clôture 2012, dans un contexte, où les actifs incorporels des sociétés du SBF 120 représentent près de 40% de leurs capitaux propres consolidés, et où les dépréciations restent à ce jour, et sauf exceptions, peu significatives.

Cette situation nécessitera encore plus grande rigueur dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation, quelque soit la méthode utilisée (DCF, multiples,...), notamment au niveau du diagnostic stratégique des sociétés sous-tendant les valeurs.

Nous considérons qu'il est plus que jamais important dans ce contexte compliqué de conserver un maximum de points de repères et d'échanges, qui peuvent être, au-delà de débats purement techniques, le résultats d'enquête suivies dans le temps, et l'éclairage de professionnels ayant une expérience « terrain » de la transaction.

Nous sommes ainsi très heureux de vous présenter dans cette lettre la synthèse de la 8^{ème} enquête prix-valeur réalisée par A3E (enquête réalisée tous les 2 ans depuis 1994), ainsi que la synthèse de l'évolution semestrielle de l'indice Argos Mid Market établi par Epsilon Finance depuis 2004. Ces 2 enquêtes portent sur un nombre important de transactions. Nous avons par ailleurs recueilli le témoignage du directeur financier du groupe Norbert Dentressangle et d'un associé gérant d'Aforge Finance, pour savoir s'ils partagent les conclusions.

Christophe VELUT – Président A3E Lyon

Comité de Rédaction :

Eddy BLOY, Edouard CHASTENET, Bertrand MANET, Alain MARION, Christophe VELUT.

La lettre présente les réflexions des membres de l'association sur des thèmes liés à l'évaluation. Les articles insérés dans cette lettre sont le fruit de l'étude d'un groupe de travail ou de leur(s) auteur(s) intervenant à titre personnel. Elles ne sauraient engager l'association A3E ni les sociétés mentionnées dans cette lettre, en aucune manière.

Anaïs Micheletti, consultante en évaluation chez Orfis Baker Tilly et membre de l'A3E Junior.

« Plus de 50% des sociétés se situaient sur un marché mature et voyaient leur volume de vente en légère croissance »

« Le motif de cession le plus souvent cité est le départ à la retraite »

Valeur :

« La méthode des multiples [...] était utilisée dans 50% des cas en 1996 contre 100% des cas en 2011 »

« Les multiples d'EBITDA et d'EBIT ne sont utilisés simultanément pour une même transaction que dans 25% des cas »

Lorsque les multiples d'EBITDA et d'EBIT sont utilisés simultanément, la moyenne tout secteur confondu, est égale à 5,4X l'EBITDA et 7,6X l'EBIT. »

« L'utilisation de la méthode des DCF, était stable à environ 35% des cas entre 1996 et 2009, alors qu'elle est en légère diminution en 2011 (20% des cas) »

« La moyenne des taux d'actualisation constatée en 2011 était de 11%, contre 14% lors de la précédente étude (2009) ».

« Le nombre d'années de cash flow pris en compte est en légère diminution : moyenne de 4,3 années en 2011 contre 5,8 années en 2009 »

« Les autres méthodes (coutumes du secteur comme la valorisation au nombre de chambres pour le secteur hôtelier, ou encore des pourcentages de CA, capacité de remboursement, ...) sont utilisées uniquement à titre de cohérence en combinaison d'autres méthodes »

« L'utilisation de deux méthodes et plus a progressé entre 2009 et 2011, elle passe de 43% des cas en 2009 à 58% des cas en 2011 »

« Quand une seule méthode est utilisée (42% des cas en 2011), la méthode utilisée est la méthode des multiples à 86% ».

Prix :

« Progression régulière des PER constatés supérieurs à 10, depuis 1995 ; ils représentent près de 40% des transactions étudiées ».

« Les PER médians constatés sont proches entre les secteurs (8,7X dans l'industrie, 9,1X dans le négoce et 8,9X dans les services). Ils sont stables par rapport à la dernière enquête, sauf dans l'industrie (+10%).

Ecarts prix-valeurs :

« La comparaison des valeurs calculées et des prix finalement payés montre que dans 59% des cas en 2011, il n'y avait pas d'écart, contre 47% en 2009 ».

« C'est dans les services que l'on trouve le plus de cas où les prix payés sont supérieurs à la valeur (27% des cas), et dans l'industrie où les prix payés sont le plus souvent inférieurs à la valeur (52% des cas) ».

L'A3E a réalisé en 2011 sa huitième enquête Prix Valeur. Cette étude consistait à analyser les dossiers de transmissions d'entreprises sur la région Rhône-Alpes, sur une durée d'environ deux ans (de 2009 à la fin du premier semestre 2011). L'étude a porté uniquement sur des sociétés in boni, non cotées, et sur des cessions à titre onéreux.

Ces dossiers ont été mis à disposition de manière anonyme par les partenaires de l'A3E dont OSEO qui a communiqué plus de 280 dossiers, et par des évaluateurs indépendants, des banques d'affaires, des avocats d'affaires, des cabinets d'intermédiation, des experts comptables et des sociétés d'investissements qui ont apporté environ 80 dossiers.

Les objectifs de cette enquête ont été de :

- recenser les méthodes utilisées par les professionnels de la finance et la façon dont étaient utilisées ces méthodes,
- d'analyser les facteurs qui conditionnent le choix et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation,
- de mettre en évidence l'évolution des prix pratiqués,
- et enfin d'observer la distorsion entre la valeur évaluée et le prix négocié.

I. Présentation de l'échantillon

Des profils contrastés

Le profil des entreprises en fonction du prix de cession était différent entre les dossiers OSEO, pour lesquels plus de 60% des transactions avaient un prix inférieur à 1 M€ et les transactions hors OSEO, pour lesquelles plus de 60% des transactions avaient un prix supérieur à 5 M€. Les volumes de CA réalisés par ces entreprises suivaient la répartition constatée sur les prix de cessions. Par ailleurs, plus de 50% des sociétés se situaient sur un marché mature et voyaient leur volume de vente en légère croissance.

Pour un motif de cession principal : le départ en retraite

Le motif de cession le plus souvent cité est le départ à la retraite (50% des dossiers OSEO) et 25% des cessions hors OSEO. Les motifs suivants sont ensuite le changement d'activité (15% des dossiers OSEO et 14% des dossiers hors OSEO) et la liquidité du patrimoine professionnel (9% des dossiers OSEO et 20% des dossiers hors OSEO). Pour mémoire, les autres motifs de cessions cités étaient la succession, la mésentente, la cession d'un actif considéré comme non stratégique, la maladie ou encore la restructuration du capital.

Pour les dossiers OSEO, les repreneurs majoritaires étaient essentiellement des personnes physiques (plus de 90% des repreneurs), alors que les repreneurs minoritaires étaient répartis entre 50% de financiers et 50% de personnes physiques.

Pour les dossiers hors OSEO, les repreneurs majoritaires étaient équitablement répartis entre financiers, industriels et personnes physiques alors que les repreneurs minoritaires étaient à 60% des financiers et à 40% des personnes physiques.

II. Détermination de la valeur d'entreprise (échantillon hors OSEO)

Une croissance régulière des méthodes financières (DCF, Multiples de capacité bénéficiaire et Comparables) au détriment des méthodes patrimoniales.

Depuis la deuxième enquête prix-valeur menée en 1996, les méthodes financières ont régulièrement progressées (utilisées dans 80% des cas en 1996 contre plus de 120% des cas en 2011), soit plus d'une méthode financière mise en œuvre pour chaque évaluation.

La méthode financière qui a le plus progressée est la méthode des multiples

Cette méthode était utilisée dans 50% des cas en 1996 contre 100% des cas en 2011. Les multiples les plus utilisés sont sans surprise les multiples d'EBIT et d'EBITDA. On observe entre 2009 et 2011 une décroissance du recours au multiple d'EBIT (68% des cas en 2009 et 58% des cas en 2011), au profit de la progression de l'utilisation des multiples d'EBITDA (25% des cas en 2009 et 52% des cas en 2011). On peut tenter d'expliquer cette évolution par le fait qu'une valorisation par un multiple d'EBITDA permettra de comparer des sociétés ayant des politiques d'investissements et d'amortissements différentes.

Il est à noter que les multiples d'EBITDA et d'EBIT ne sont utilisés simultanément pour une même transaction que dans 25% des cas. Lorsque les multiples d'EBITDA et d'EBIT sont utilisés simultanément, la moyenne tout secteur confondu, est égale à 5,4X l'EBITDA et 7,6X l'EBIT (contre 5,6X l'EBITDA et 6,8X l'EBIT lors de l'enquête précédente). Les médianes sont respectivement de 5,1X et 7X.

La détermination de l'EBIT à prendre en compte s'appuie dans 36% des cas, sur une moyenne de résultats passés (retraitée dans 88% des cas), et dans 32% des cas sur le dernier résultat connu (retraité dans 43% des cas). La tendance était inversée pour l'EBITDA, pour lequel dans 43% c'était le dernier EBITDA connu (retraité dans 33% des cas) qui était retenu contre 38% des cas une moyenne de résultats passés (retraité dans 75% des cas). L'utilisation de données prévisionnelles pour l'EBIT comme pour l'EBITDA n'avait quant à elle lieu que dans 10% des cas.

La méthode des DCF est la deuxième méthode financière la plus utilisée

Concernant la méthode des DCF, son utilisation était stable à environ 35% des cas entre 1996 et 2009, alors qu'elle est en diminution en 2011 (20% des cas).

Il est à noter la progression de la méthode de l'ANR (actif net réévalué) avec rente de GW qui passe de 9% des cas à 17% des cas en 2011. Le calcul de la rente de GW présente en effet de nombreuses similitudes avec la méthode des DCF.

La moyenne des taux d'actualisation constatée en 2011 était de 11% contre 14% lors de la précédente étude en 2009 (et 11,6% en 2006), avec un nombre d'année de cash flow pris en compte en légère diminution : moyenne de 4,3 années en 2011 contre 5,8 années en 2009. La conséquence de cette baisse de l'horizon explicite est ainsi un poids moyen de la valeur terminale en augmentation : 72% de la valeur contre 54% en 2009.

Le secteur qui utilise le taux d'actualisation le plus élevé est le service avec un taux moyen de 13% (contre 15,5% en 2009), suivi par le négoce avec un taux moyen de 11% (12,6% en 2009) et l'industrie a les taux les plus bas avec 9% en moyenne (contre 14% en 2009). Ces résultats sont à pondérer par un échantillon limité, notamment pour l'industrie.

Une évolution dans l'utilisation des méthodes patrimoniales

Le recours à la méthode de l'ANR a régulièrement diminué entre 1995 (55% des cas) et 2009 (16% des cas) ; on observe néanmoins un rebond en 2011 où cette méthode a été utilisée dans 24% des cas.

Cependant, il existe deux façons de mettre en œuvre l'ANR : ANR avec rente de goodwill et ANR sans rente de goodwill.

Ainsi, l'utilisation de l'ANR sans rente de goodwill a beaucoup baissé entre 1995 où elle était mise en œuvre dans 44% des cas et 2011 où elle n'est plus mise en œuvre dans 7% des cas. A l'inverse, l'utilisation de l'ANR avec rente de goodwill a légèrement augmenté entre 1995 (11% des cas) et 2011 (17% des cas).

Les autres méthodes utilisées

Les autres méthodes (coutumes du secteur comme la valorisation au nombre de chambres pour le secteur hôtelier ou encore des pourcentages de CA, capacité de remboursement, ...) sont utilisées uniquement à titre de cohérence en combinaison d'autres méthodes. Contrairement à l'enquête précédente (2009), pour laquelle la méthode de la capacité de remboursement avait enregistré une forte progression, aucune méthode ne se dégage en 2011.

L'utilisation de plusieurs méthodes progresse

L'utilisation de deux méthodes et plus a progressé entre 2009 et 2011, elle est passée de 43% des cas en 2009 à 58% des cas en 2011.

Quand une seule méthode est utilisée (42% des cas en 2011, contre 57% en 2009), la méthode utilisée est la méthode des multiples à 86%.

Quand deux méthodes sont mises en œuvre, les combinaisons multiples + ANR (37% des cas) et multiples + DCF (33% des cas) sont autant utilisées l'une que l'autre.

L'utilisation de trois méthodes progresse régulièrement (5% des cas en 2006, 9% des cas en 2009 et 13% des cas en 2011).

On observe que les personnes physiques, les capital investisseurs et les banques sont ceux qui utilisent le moins de méthodes (entre 1,2 à 1,5) alors que les cabinets d'intermédiation, les experts comptables et les évaluateurs indépendants sont ceux qui utilisent les plus de méthodes (entre 1,8 et 2,1) pour une utilisation en moyenne sur l'ensemble des dossiers de 1,6 méthodes.

III. Analyse des prix de cessions

Une forte dispersion des PER constatés par transaction (avec l'échantillon OSEO)

Les PER constatés inférieurs à 6 représentent environ 30% des transactions en 2011, comme en 1995. En revanche les PER compris entre 6 et 10 régressent régulièrement depuis l'origine (sauf en 2002-2003), ils représentaient plus de 50% des transactions en 1995 et représentent en 2011 environ 30% des transactions.

Cette baisse profite aux PER élevés (supérieurs à 10) qui représentaient 20% des transactions en 1995 contre plus de 40% en 2011.

Ainsi, en 2011, 30% des PER constatés étaient inférieurs à 6, 30% des PER constatés étaient compris entre 6 et 10 et 40% des PER constatés étaient supérieurs à 10.

Des PER médians par activités qui convergent (avec l'échantillon OSEO)

Alors qu'en 2001, après l'éclatement de la bulle Internet, il existait de forts écarts entre les PER médians suivant les secteurs : PER de 11,4 pour l'industrie, 9 pour le négoce, contre 7,4 pour le service; on constate en 2011 une plus grande convergence des PER selon les secteurs d'activité. Ainsi, en 2011, le PER médian de l'industrie est de 8,7 celui du service est de 8,9 et celui du négoce de 9,1. Les PER médians sont stables depuis la dernière enquête, sauf pour l'industrie (+10%).

De la valeur au prix (hors échantillon OSEO)

La comparaison des valeurs calculées et des prix finalement payés montre que dans 59% des cas en 2011, il n'y avait pas d'écart, dans 18% des cas le prix payé était supérieur à la valeur et dans 23% des cas il était inférieur.

Ainsi, en moyenne sur la base d'une valeur de 100, le repreneur proposera 94, le cédant 118 et le prix conclu sera de 104.

L'analyse par secteur indique que le secteur où les prix payés sont le plus supérieurs à la valeur (27% des cas) est le service, et que le secteur où les prix payés sont le plus inférieurs à la valeur (52% des cas) est l'industrie.

L'analyse en fonction de la méthode de valorisation utilisée montre quant à elle que la méthode des DCF est la méthode pour laquelle le prix est le plus souvent proche de la valeur calculée (60% des cas), suivie par la méthode des comparables (56% des cas), puis par les multiples (50% des cas), et par l'ANR avec rente de goodwill (40% des cas).

La méthode des DCF est aussi celle pour laquelle le prix est souvent inférieur à la valeur calculée (30% des cas) contre environ 20% des cas pour chacune des autres méthodes.

A l'inverse, la méthode de l'ANR avec rente de goodwill est celle pour laquelle le prix est souvent supérieur à la valeur calculée (40% des cas), contre environ 30% des cas pour la méthode des multiples, et environ 10% des cas pour chacune des autres méthodes.

IV. Conclusion

Globalement cette enquête inscrit ses résultats dans la continuité des enquêtes précédentes qu'il s'agisse des méthodes utilisées, du niveau des paramètres utilisés dans le cadre de l'évaluation et de la façon de les mettre en œuvre.

Nous avons présenté une synthèse « factuelle » de l'enquête. Certains constats peuvent paraître surprenants, voire contre-intuitifs, notamment au regard du contexte économique de crise majeure (ex : baisse des taux d'actualisation, écarts de multiples ou de taux entre secteurs d'activité, corrélation entre multiples d'EBITDA et EBIT,...).

De même, certains constats ne sont pas nécessairement rassurants quant aux pratiques qu'ils dénotent (ex : nombre de méthodes utilisées faible, utilisation moins fréquente de prévisions,...). Il est important de rappeler que la méthode des multiples peut paraître simple à mettre en œuvre, alors qu'elle implique en fait une analyse poussée de l'échantillon à retenir, un choix justifié du type de multiple et enfin une analyse financière approfondie des résultats de la société sur plusieurs années pour dégager des agrégats normatifs.

Certaines tendances se renforcent comme la domination très forte des méthodes financières au détriment des méthodes patrimoniales ; la méthode DCF stagne tandis que les multiples deviennent la référence.

La progression forte de l'utilisation de la méthode des multiples (faisant référence par définition à une notion de prix), explique en grande partie le niveau souvent faible des écarts entre prix et valeurs.

Le support de la synthèse de présentation de l'enquête est disponible sur le site : www.a3e-lyon.fr.

GLOSSAIRE :

EBITDA : Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization

EBIT : Earnings before interest, taxes

CA : Chiffre d'affaires

PER : Price Earning Ration

DCF : Discounted Cash Flow

ANR : Actif Net Réévalué

Le point de vue des entreprises et des financiers sur les écarts entre prix et valeur

Interviews de Patrick BATAILLARD (directeur financier et membre du Directoire du groupe Norbert Dentressangle) et de Bertrand MANET (Associé gérant Aforge Finance), par Christophe VELUT, Président A3E :

« La méthode des multiples est aujourd’hui privilégiée par les Fonds d’investissement comme par les « corporates » »

« Les méthodes dites professionnelles sont en général limitées à certains secteurs tels que la distribution »

« La crise de 2008 / 2009 a créé chez les vendeurs le sentiment (tactique ou non), qu’il convient de « corriger » ou neutraliser les années atypiques, ou le postulat que le principe du retour aux niveaux d’avant crise est acquis,..., ce qui n’est évidemment pas l’opinion des acheteurs »

« Les méthodes de valorisation utilisées restent les mêmes mais on assiste au recours à des modalités de règlement du prix qui intègrent des crédits vendeurs ou des earn-out »

« Pour information, les méthodes patrimoniales telles que l’actif net réévalué, sont peu utilisées ; ce sont des méthodes « franco-françaises ». »

« Les repreneurs industriels cotés en bourse souhaitent faire des opérations relatives et par conséquent, ils articulent des valorisations, qui compte tenu de l’évolution très défavorable des cours de bourse depuis plusieurs mois, les conduisent à faire des offres basses. »

« Dans le cas des repreneurs fonds d’investissement, la baisse des multiples d’endettement sur les LBO (3/3.5 x l’Ebitda versus 4/4.5 x l’Ebitda) les conduit à articuler des valorisations plus faibles »

« Les risques environnementaux sont, dans nos métiers, de plus en plus systématiquement estimés dans la phase de due diligences, et pris en compte dans le cadre de la négociation. »

« Nous prenons également en compte les risques sociaux [...], et les retraitements que nous serons amenés à constater selon le référentiel IFRS, du fait de la consolidation de la filiale »

Question : la conclusion de l’enquête sur la méthode des multiples est-elle constatée en pratique ?

Bertrand MANET :

Oui, la méthode des multiples est aujourd’hui privilégiée par les Fonds d’investissement comme par les « corporates ». Cette méthode est toutefois souvent croisée avec la méthode des DCF (discounted cash flows), ou dans certains cas avec des méthodes professionnelles.

On peut constater que les méthodes dites professionnelles sont en général limitées à certains secteurs tels que la distribution (% du CA), l’univers de la santé (Ephad), ou encore l’hôtellerie ou la restauration (prix de la chambre ou % du CA). Ces méthodes sont souvent rapprochées des méthodes traditionnelles pour conforter la valorisation ou au contraire la remettre en cause.

Question : constatez-vous une évolution des écarts entre prix et valeur ?

Patrick BATAILLARD :

Plutôt que des écarts entre prix et valeur, je parlerai plutôt d'écarts entre prix acheteurs et prix vendeurs.

Les écarts sont moins élevés que dans d'autres secteurs d'activité, car nous achetons en général un fonds de commerce, une clientèle.

Cependant, il y a toujours eu des écarts. Ceux-ci ont été peut-être accrus par la crise, et notamment dans certaines zones géographiques (PECO, Asie,...), et de par la connaissance des principales transactions intervenues dans le secteur.

La méconnaissance par les vendeurs de certains principes d'évaluation (ex : certains vendeurs oublient de déduire la dette financière nette pour déterminer la valeur des capitaux propres) peut créer des écarts « insurmontables ».

Les écarts sont moins importants lorsque les parties se font assister par des conseils, et du fait de l'augmentation de transactions entre sociétés de nationalités différentes. Ainsi, les méthodes d'évaluation ont tendance à s'homogénéiser, fortement imprégnées par une culture anglo-saxonne (multiples d'EBIT et EBITDA,...). Les discussions sont facilitées lorsque les parties parlent un langage commun en matière d'évaluation.

Les écarts entre prix acheteurs et prix vendeurs ont surtout augmenté depuis plusieurs années depuis la crise de 2008 / 2009, qui a créé chez les vendeurs le sentiment (tactique ou non), qu'il convient de « corriger » ou neutraliser les années atypiques, ou le postulat que le principe du retour aux niveaux d'avant crise est acquis,..., ce qui n'est évidemment pas l'opinion des acheteurs.

Les écarts sont parfois tels qu'ils deviennent deal-breakers, mais mieux vaut une transaction ratée qu'une mauvaise transaction menée à son terme.

Question : partagez-vous le constat de la diminution des écarts entre la valeur et le prix fait par l'étude A3E ?

Bertrand MANET :

Oui, le recours aux méthodes analogiques (comparables boursiers ou transactions récentes) permet dans les secteurs où le benchmark est pertinent (nombreuses transactions ou entreprises similaires en bourse) de rapprocher la valeur du prix.

Il peut exister des distorsions plus importantes (et notamment la valeur peut être supérieure au prix), dans le cadre de l'utilisation de la méthode des DCF avec des business plans trop optimistes et des taux d'actualisation intégrant des primes de risque trop faibles.

Au-delà des écarts entre prix et valeurs, nous constatons une augmentation des écarts entre prix attendu par le vendeur et prix proposé par l'acquéreur, pour plusieurs raisons :

- divergences sur les prévisionnels, dans une conjoncture erratique,
- évolution défavorable des cours boursiers des groupes acquéreurs, qui appliquent des multiples inférieurs à leurs multiples boursiers, pour que l'acquisition soit relative,

Ainsi, le dernier baromètre Argos Soditic réalisé sur les opérations Mid Cap européennes du dernier semestre fait état d'une baisse du multiple d'EBITDA de 7,7 à 7,2 fois l'EBITDA.

Question : quel est le poids des méthodes professionnelles dans la valorisation des cibles ?

Patrick BATAILLARD :

La méthode des multiples devient finalement une méthode professionnelle, dans la mesure où les « bons » multiples sont finalement communément partagés.

Par ailleurs, les différents business models à l'intérieur d'un même métier font que les bilans sont parfois très différents d'un prestataire à un autre. Ainsi, pour le transport routier, certains commissionnaires ont des bilans totalement « asset-light », alors que certains transporteurs ont leurs véhicules inscrits à l'actif de leur bilan,...

Le nombre de méthodes utilisées est plus élevé quand l'évaluation est effectuée par un expert.

Il existe des multiples de référence dans notre secteur, différents selon les métiers (logistique, transports,...). Cependant, les prix payés peuvent être différents selon le contexte (acquisition stratégique,...).

Question : constatez-vous une évolution des méthodes de valorisation liées à la crise ?

Bertrand MANET :

Les méthodes de valorisation utilisées restent les mêmes mais on assiste au recours à des modalités de règlement du prix qui intègrent des crédits vendeurs ou des earn-out, ce que l'on ne voyait pas il y a quelques mois en arrière.

On peut constater une baisse des multiples d'EBIT ou d'EBITDA utilisés.

Nous notons également que les primes de risque intégrées dans le calcul du taux d'actualisation sont plus élevées que par le passé. Les taux d'actualisation sont globalement plus prudents.

De même, les business plan sont plus raisonnables, surtout si le cédant se fait assister par un intermédiaire. Ainsi, les hypothèses de croissance du CA et de la rentabilité sont plus mesurées, du fait notamment d'une visibilité sur les marchés plus réduite.

Les facteurs de sensibilité qui se sont accrus avec la crise concernent notamment :

- le risque de change, en particulier avec le \$, pour les entreprises qui s'approvisionnent en Asie, avec une politique de couverture difficile à mettre en place, souvent génératrices de pertes de change,
- la difficulté de mobiliser de la dette sur les opérations à effet de levier, ce qui a pour effet de tirer les valorisations vers le bas,
- le renchérissement du coût de la dette.

Question : quel est l'impact de la crise sur la valorisation (méthodes, multiples,...) ?

Patrick BATAILLARD :

On peut constater un développement de la méthode des DCF (discounted cash-flows) par rapport à la méthode des multiples. En effet, la méthode des DCF permet davantage de mettre en équation le business plan de la cible, alors que le multiple pose toujours la question de l'année (ou des années) de référence. Nous regardons de manière plus attentive le prévisionnel lorsque la cible est endettée.

Pour information, les méthodes patrimoniales telles que l'actif net réévalué, sont peu utilisées ; ce sont des méthodes « franco-françaises ».

Les multiples n'ont guère évolué, ce qui n'est pas illogique, puisqu'ils s'appliquent parfois sur des niveaux de résultat (EBITDA, EBIT), qui, eux, traduisent les impacts de la crise économique.

Dans notre cas, le multiple le plus utilisé est le multiple d'EBITDA. Cet indicateur traduisant en effet la capacité de la cible à produire du cash, la méthode des multiples d'EBITDA converge assez bien, généralement, avec celle des DCF...

In fine, le principal impact de la crise est peut-être la diminution du nombre de transactions, compte tenu du prix élevé des cibles au regard des capitalisations boursières décotées des acheteurs potentiels.

Les multiples ont eu tendance à augmenter depuis la crise, mais il faut faire attention aux éléments de comparaison (« vraies et fausses » acquisitions).

Question : constatez-vous une sensibilité du type de repreneur sur la valorisation ?

Bertrand MANET :

Comme indiqué précédemment, les repreneurs industriels cotés en bourse souhaitent faire des opérations relatives et par conséquent, ils articulent des valorisations, qui compte tenu de l'évolution très défavorable des cours de bourse depuis plusieurs mois, les conduisent à faire des offres basses.

Dans le cas des repreneurs fonds d'investissement, la baisse des multiples d'endettement sur les LBO (3/3.5 x l'Ebitda versus 4/4.5 x l'Ebitda) les conduit à articuler des valorisations plus faibles.

De plus, les business plans sont plus challengés, en particulier sur les hypothèses de croissance du chiffre d'affaires.

D'un autre côté, et comme il y a beaucoup moins de transactions depuis la crise, certaines transactions se font à des prix élevés, les offres intégrant des facteurs non directement liés à la cible mais s'appréciant du point de vue de l'acquéreur (liquidités de l'acquéreur, caractère stratégique de l'opération, synergies,...).

Question : existe-t-il de nouveaux facteurs de sensibilité sur la valeur ?

Patrick BATAILLARD :

Compte tenu de la crise, nous faisons plus attention aux prévisions, notamment, comme indiqué ci-dessus, en cas d'endettement de la cible. Ainsi, la constance du fonds de commerce et la récurrence des profits est prise en considération de façon plus systématique. Elle peut d'ailleurs donner lieu à des clauses de paiement différé (partiel) du prix : clauses d'earn-out

Nous faisons également plus attention à l'approche du point mort : quel est le niveau d'activité ou de rentabilité qui permet de justifier le prix payé.

La variation du besoin en fonds de roulement est également auditée de manière plus fréquente, pour déterminer si la « mariée n'est pas embellie » avant la cession...

Les risques environnementaux sont, dans nos métiers, de plus en plus systématiquement estimés dans la phase de due diligences, et pris en compte dans le cadre de la négociation.

Enfin, nous prenons également en compte les risques sociaux (engagements de retraite, restructurations, ...), et les retraitements que nous serons amenés à constater selon le référentiel IFRS, du fait de la consolidation de la filiale.

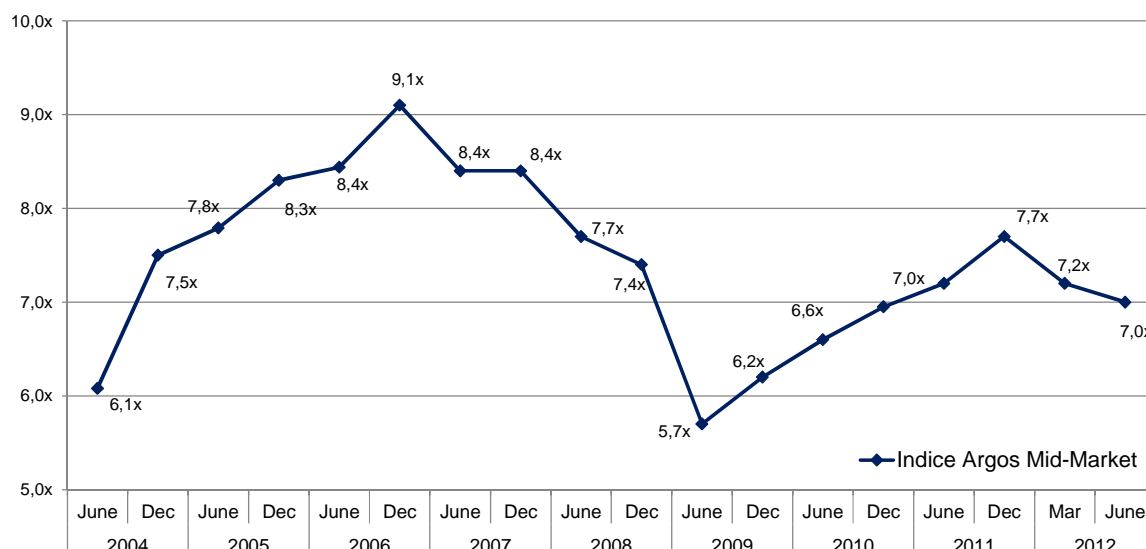
MULTIPLES DE TRANSACTIONS SUR OPERATIONS DE LBO MID MARKET: 8 ANS D'EVOLUTION DES PRIX SUR LA ZONE EURO, DE LA BULLE A LA CRISE

Grégoire Buisson, dirigeant et fondateur d'Epsilon Research.

« Sur l'ensemble de la période 2004-2012, les fonds LBO payent moins cher leurs acquisitions que les acquéreurs stratégiques : 7.2x vs 7.6x l'EBITDA historique »
« Les fonds LBO se concentrent en général sur des cibles de meilleure qualité (leader sur leur marché, génératrice de cash flow), avec des marges supérieures à la moyenne »
« Sur l'ensemble de la période mesurée (2004-2012), les prix payés par les fonds LBO ont été moins volatils que pour les acquéreurs stratégiques (écart type de 0.8x vs. 1.2x). »
« Entre 2000 et 2005, ces fonds ont eu un rôle central dans la hausse des multiples d'acquisition, sous le double effet de la forte augmentation de leur présence sur le marché des fusions-acquisitions (part de marché passée de 4.5% à 16% entre 2000 et 2005), et de l'augmentation des multiples payés »
« Les fonds ont dans un premier temps « absorbé » le durcissement des conditions de crédit en augmentant la part d'equity dans le financement »
« La remontée rapide des prix, pour s'établir en 2010-2011 entre 7,3x et 7,8x l'EBITDA, a accompagné le redémarrage de l'activité LBO »
« Les prix payés par les fonds LBO mid market - à la fois plus faibles et plus stables que pour les acquéreurs industriels - semblent plus proches de la valeur intrinsèque des cibles »
« Dans un marché toujours très concurrentiel sur les cibles de qualité, la capacité des fonds à faire baisser les prix d'acquisition reste limitée, de même que l'arbitrage entre les multiples d'entrée et de sortie ».

L'analyse de l'évolution des prix des LBO proposée dans cet article s'appuie sur les données de l'Indice Argos Mid Market. Cet Indice, calculé chaque trimestre par Epsilon Research pour le fond de private equity Argos Soditic, permet de suivre l'évolution des prix des sociétés non cotées mid market de la zone euro depuis 2004, sur la base de l'évolution du multiple d'EBITDA historique médian. Il repose sur l'analyse détaillée, par l'équipe d'Epsilon Research, de près de 1.500 transactions dont 400 LBO.

Evolution de l'Indice Argos Mid Market
(EV/EBITDA historique, zone euro, mid market)



Source: Indice Argos Mid Market / Epsilon Research

Méthodologie de calcul

Il n'existait jusqu'à présent aucun indice de prix du non coté, faute de données fiables disponibles sur les multiples de transactions. Aussi, l'intérêt de l'indice (et la raison de son succès) repose avant tout sur la crédibilité des données utilisées pour son calcul, données qui sont partie intégrante de la base de multiples de transaction EMAT (Epsilon Multiple Analysis Tool).

La réalisation de l'indice Argos Mid Market repose sur une méthodologie rigoureuse et l'examen individuel approfondi des transactions composant l'échantillon :

- Échantillon des transactions étudiées:
 - prise de participation majoritaire (les multiples incluent donc une prime de contrôle)
 - cible domiciliée dans un pays de la zone euro,
 - mid market au sens de l'AFIC / EVCA (valeur d'equity entre €15m et €150m),
 - exclusion des activités spécifiques (services financiers, immobilier, high-tech).

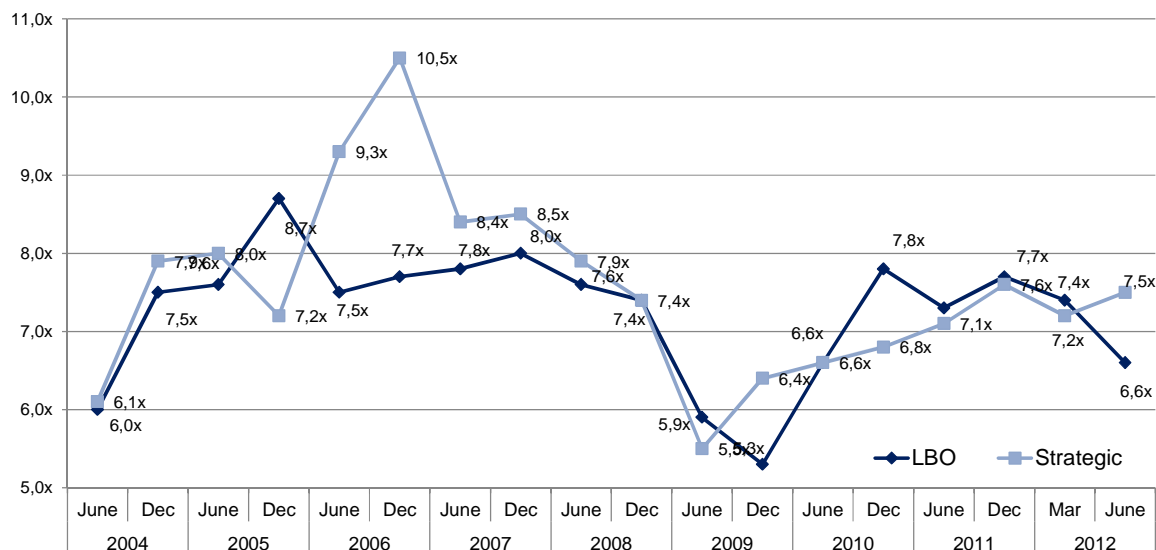
- Sources d'information:
 - bases de données professionnelles dont Epsilon est partenaire : CorpfmDeals (transactions), CompanyQuery, Amadeus (comptes de sociétés),
 - informations publiques : comptes de sociétés, communiqués de presse, rapports annuels (acquéreurs / cédants), articles de presse, greffes des TC, etc.
- Analyse exhaustive de chaque transaction identifiée: recherche des informations disponibles; vérification, croisement, retraitement des données chiffrées ; analyse de l'activité de la cible et du contexte de l'opération ; calcul et analyse des multiples d'acquisition ; rating de la fiabilité des multiples. Chaque transaction analysée fait l'objet d'un rapport de 3-4 pages, intégré dans la base EMAT.
- Choix du multiple : le multiple EV/EBITDA est le plus pertinent pour un indice européen dans la mesure où il n'est influencé ni par la structure financière de la cible ni par les politiques d'amortissement et de provision (qui diffèrent dans le temps et entre pays). Il constitue par ailleurs la meilleure approximation du cash flow opérationnel.

La décomposition de l'indice selon le type d'acheteur (fonds LBO vs. acquéreurs stratégiques) permet de formuler trois observations sur l'évolution des prix payés par les fonds LBO mid market sur la période 2004-2012:

- 1 - Les fonds LBO ont payés leurs acquisitions moins chères que les acquéreurs stratégiques, bien que cet écart se soit modifié avec la crise ;
- 2 - Les fonds LBO ont eu un rôle plutôt modérateur sur les prix de marché ; ils ont ainsi moins contribué que les acquéreurs stratégiques à la formation de la bulle des prix en 2004-2007 ;
- 3 - Les fonds LBO ont été également touchés par la crise financière, mais plus tardivement, à partir de 2009.

NB : ces constats portent sur les LBO mid market (€15m-€150m), et ne pourraient s'appliquer au plus gros LBO (notamment >€500m) dont la dynamique de prix a été très différente, leur financement étant plus dépendant des conditions de marché.

Evolution des prix d'acquisition, LBO vs. acquéreurs stratégiques
(EV/EBITDA historique, zone euro, mid market)



Source: Indice Argos Mid Market / Epsilon Research

1. Les fonds LBO mid market payent leurs acquisitions moins chères que les acquéreurs stratégiques

Sur l'ensemble de la période 2004-2012, les fonds LBO payent moins cher leurs acquisitions que les acquéreurs stratégiques : 7.2x vs 7.6x l'EBITDA historique (moyenne des indices semestriels), ce qui confirme les travaux d'Anis Mnejja, dans une thèse publiée en Juin 2009¹, également à partir de données de la base EMAT.

Cet écart peut notamment s'expliquer par les différences d'objectif :

- *Buy and sell* pour les fonds LBO, qui visent la sortie et la maximisation du taux de rendement interne (TRI) de l'opération. Ils font ainsi plus attention à ne pas surpayer leurs acquisitions.
- *Buy and hold* pour les acquéreurs stratégiques, dont l'objectif principal est la détention de la cible et l'optimisation des effets de synergie. Une partie de ces synergies peut être intégrée au prix : synergies opérationnelles, qui se traduisent par une amélioration du chiffre d'affaires ou une réduction des coûts ; synergies financières à travers la diminution du coût du capital des deux partenaires.
- Il faudrait ajouter pour les acquéreurs stratégiques le coût de l'hubris de certains dirigeants qui peut les pousser à payer pour une société un prix très supérieur à sa valeur de marché.

¹ « Essais sur le *Private Equity* : le problème d'évaluation, la création de valeur et la performance des fonds », Université de Cergy Pontoise, Juin 2009

L'écart mesuré à partir des données de l'indice Argos semble pourtant de faible ampleur (5% sur la période), notamment par rapport à l'écart calculé par Mnejja (17% sur 2004-2007), y compris en le rapportant à la même période (8% sur 2004-2007).

Cette différence de résultat est liée à une question de méthodologie, portant sur la possibilité de comparer des sociétés reprises en LBO / par des acquéreurs stratégiques, dont les performances diffèrent. Les fonds LBO se concentrent en général sur des cibles de meilleure qualité (leader sur leur marché, génératrice de cash flow), avec des marges supérieures à la moyenne. Sur l'ensemble des transactions retenues pour l'Indice depuis 2004, la médiane des marges d'EBITDA des sociétés reprises en LBO est de 14,1%, contre 12,2% pour les sociétés reprises par des acquéreurs industriels. Les marges sont en revanche équivalentes pour les deux échantillons de l'analyse de Mnejja².

Si l'écart « qualitatif » entre les deux échantillons de l'Indice reflète bien la réalité du marché, il conduit à sous-estimer l'écart réel de prix payés pour des sociétés de « qualité » équivalente.

2. Les fonds LBO mid market ont eu un rôle plutôt modérateur avant la crise financière

Sur l'ensemble de la période mesurée (2004-2012), les prix payés par les fonds LBO ont été moins volatils que pour les acquéreurs stratégiques (écart type de 0.8x vs. 1.2x).

Entre 2000 et 2005, ces fonds ont eu un rôle central dans la hausse des multiples d'acquisition, sous le double effet de la forte augmentation de leur présence sur le marché des fusions-acquisitions (part de marché passée de 4.5% à 16% entre 2000 et 2005), et de l'augmentation des multiples payés.

Mais depuis 2005 ils ont plutôt joué un rôle modérateur, ayant moins contribué que les acquéreurs stratégiques à la formation de la bulle de prix de 2005-2007. Les multiples sont restés remarquablement stables jusqu'en 2008, entre 7.5x et 8.0x l'EBITDA historique. Ce sont les acquéreurs stratégiques qui ont alors tiré les multiples vers le haut (jusqu'à 10.5x l'EBITDA), **et notamment les acquéreurs cotés qui, ayant représenté jusqu'à 60% des acquéreurs sur 2005/2007, ont diffusés sur le non coté l'inflation de leurs propres multiples.**

² Il compare les multiples de 100 « couples d'opérations », un LBO et une opération de F&A qui a eu lieu dans le même pays, la même année et dans le même secteur.

3. Les fonds LBO mid market ont été également touchés par la crise, bien que plus tardivement que les acquéreurs stratégiques

Avec la crise financière de 2007, les fonds LBO, comme les acquéreurs industriels, ont subi les conséquences de la chute brutale de l'activité économique, combinée aux difficultés d'accès au financement et à l'absence de visibilité sur la sortie de crise, ce qui a freiné les projets de cession et de croissance externe.

Mais son impact n'a pas été immédiat sur les multiples des opérations LBO. Les fonds ont dans un premier temps « absorbé » le durcissement des conditions de crédit en augmentant la part d'equity dans le financement. Puis les multiples ont chuté en 2009 (sous les 6x EBITDA), en raison de l'arrêt brutal de l'activité LBO.

La remontée rapide des prix, pour s'établir en 2010-2011 entre 7,3x et 7,8x l'EBITDA, a accompagné le redémarrage de l'activité LBO, et s'explique par le positionnement des fonds sur les actifs de qualité, moins exposés aux retournements de marché: sur ce créneau, la concurrence est restée vive et les prix élevés.

Au premier semestre 2012, comme en 2009, les multiples ont nettement baissé avec l'effondrement des volumes d'activité. La difficulté pour les acquéreurs LBO d'identifier de nouvelles opportunités d'investissement due à l'attentisme des vendeurs, la faible visibilité sur l'activité des entreprises, et la difficulté de trouver un financement bancaire pour les opérations ont fortement limité le nombre de transactions réalisées. Ainsi, le LBO ne représente que moins de 10% du marché M&A sur le semestre, son plus faible niveau depuis 2002.

Au total, les prix payés par les fonds LBO mid market - à la fois plus faibles et plus stables que pour les acquéreurs industriels - semblent plus proches de la valeur intrinsèque des cibles. Ils obéissent probablement à une plus grande rationalité économique, étant moins influencés par des facteurs externes (synergies, prime stratégique pour les acquéreurs étrangers, impact des prix de marché pour les acquéreurs cotés, hubris des dirigeants, etc.). La part de risque et d'irrationalité du LBO a moins tenu pendant cette période au prix payé pour les cibles qu'aux leviers mis en place pour les financer.

Dans un marché toujours très concurrentiel sur les cibles de qualité, la capacité des fonds à faire baisser les prix d'acquisition reste limitée, de même que l'arbitrage entre les multiples d'entrée et de sortie. La création de valeur devra reposer d'avantage sur le développement et la croissance, moins sur l'effet de levier ou la hausse des multiples : mais n'est-ce pas là précisément l'objet - et la force - du LBO?

QUEL AVENIR A LA METHODE DES DCF DANS LE CONTEXTE DE CRISE ?

Christophe Velut, Président A3E et associé ORFIS BAKER TILLY.

« La méthode des DCF repose sur un certain nombre d'hypothèses structurantes [...] qui ne sont plus vérifiées dans un contexte de crise économique et financière majeure. »

« La méthode des DCF a permis à de nombreux groupes de réaliser des tests de dépréciation à partir de valeurs du haut de la fourchette en période de crise, en anticipant une amélioration des flux, en retenant souvent comme point de repère pour la valeur terminale la situation d'avant crise. »

« Les éléments perturbateurs ne sont généralement pas liés à la méthode elle-même, mais aux déviations qui sont parfois faites dans son utilisation, ... et notamment aux divergences fortes entre la pratique des évaluateurs et les normes IFRS sur certains points, et au fait que le processus d'établissement et d'analyse critique des prévisions est souvent négligé en faveur du choix des paramètres actuariels. »

« Le débat lié à l'utilisation de la méthode des DCF n'est plus un débat technique [...] le débat est avant tout stratégique, qui doit conduire à l'établissement des prévisions : quelle stratégie, quel business plan, quelle capacité à le réaliser, selon quel timing. »

« Les 3 leviers de croissance habituels sont la croissance organique et la croissance externe sur le marché domestique, et la croissance internationale. »

« L'enjeu majeur à ce jour, pour les pays comme pour les entreprises est triple : enjeu de croissance, enjeu de liquidité, ... et enjeu de timing, qui laisse malheureusement anticiper une sortie de crise lente et progressive. »

« L'absence de visibilité et le contexte durablement difficile ne justifie pas le fait de ne plus établir de prévisions. »

« L'analyse des prévisions utilisées en évaluation [...] conduira à revoir à la baisse certaines prévisions optimistes, notamment celles qui sous-tendent le retour aux performances d'avant crise dans un délai court. »

La méthode des DCF repose sur un certain nombre d'hypothèses structurantes (efficience des marchés, existence d'un taux sans risque, prévisions fiables sur l'horizon explicite,...), qui ne sont plus vérifiées dans un contexte de crise économique et financière majeure.

Nous voyons apparaître de nombreux paradoxes : les taux sans risque diminuent de manière significative depuis quelques mois (ainsi, le taux des OAT a baissé de 0,6 pts entre le 31 décembre 2011 et le 30 juin 2012), les taux d'actualisation utilisés par les groupes ne connaissent pas de variation sensible depuis 4 ans, voire diminuent,....

Les tests de sensibilité sont très difficiles à mettre en œuvre / interpréter : d'une part, on constate que sur les dernières années, les paramètres actuariels utilisés par les sociétés (WACC, taux de croissance à l'infini,...) sont peu volatils en pratique, sauf exceptions; d'autre part, il est complexe d'anticiper l'impact réel de la variation d'une donnée opérationnelle, notamment sur les autres données.

Or il ne faut pas négliger la capacité de réaction des sociétés (optimisation de la gestion du BFR, des investissements, des frais généraux), qui a permis à de nombreuses sociétés de minimiser en 2009 l'impact sur leur flux nets d'une baisse de CA.

On pourrait ainsi être amené à conclure que la méthode des DCF n'est plus pertinente, ou trop aléatoire pour être mise en œuvre, ce que les détracteurs de cette méthode n'hésitent pas à faire.

Une telle conclusion serait pour le moins hâtive. En effet :

- valoriser une entreprise en fonction de son résultat passé, sans se préoccuper du futur, me paraît pour le moins hasardeux,
- la méthode des DCF a permis à de nombreux groupes de réaliser des tests de dépréciation à partir de valeur du haut de la fourchette en période de crise, en anticipant une amélioration des flux, en retenant souvent comme référence pour la valeur terminale la situation d'avant crise. Il est « amusant » de constater que certains détracteurs, qui ont exprimé haut et fort leurs critiques avant 2008 (et notamment en 2005, lors de l'obligation, pour les groupes cotés d'adopter les IFRS), se montrent plus discrets depuis quelques années,
- l'évaluation est une affaire de technique, d'expérience,..., mais également de convention. Et il est pratique d'avoir à ce jour une méthode dont les grands principes sont acceptés de manière « assez conventionnelle » par tous les intervenants : les entreprises (qui ont parfois plus l'impression de subir les modalités de mise en œuvre de cette méthode), les contrôleurs des comptes,..., les organismes de réglementation comptable en matière d'IFRS, les auditeurs, et les autorités de contrôle (AMF,...). Avec un petit bémol sur le plan fiscal : l'administration fiscale n'admet en effet généralement la méthode des DCF qu'à titre de méthode de cohérence et non de méthode principale. Les éléments perturbateurs ne sont généralement pas liés à la méthode elle-même, mais aux dérives qui sont parfois faites dans son utilisation, et notamment aux divergences fortes entre la pratique des évaluateurs et les normes IFRS sur certains points (ex : non prise en compte des investissements de croissance, des restructurations non engagées, de la structure financière et de l'impôt). Heureusement que l'on peut encore utiliser une méthode qui dans son principe est conventionnellement acceptée,

- certains experts réfléchissent à une méthode qui serait plus pertinente en période de crise. Même si la démarche est louable, il est indispensable de bien repositionner le débat. Le débat n'est plus un débat technique (la prime de risque est-elle suffisante ? l'augmentation du taux d'actualisation est-elle cohérente ?...), le débat est un débat stratégique : quelle stratégie, quel business plan, quelle souplesse, quelle réactivité, selon quel délai,... Il est plus aisé et il peut sembler (à tort) plus valorisant de débattre sur le sujet éminemment technique des paramètres actuariels que sur les prévisions à coup de bases de données..., mais l'enjeu en termes de valorisation se situe avant tout au niveau du diagnostic et des prévisions, avec des questions essentielles **portant sur la croissance, sur la liquidité, et le financement.**

Il est important de rappeler que le contexte actuel est totalement différent de celui de 2008-2010. La crise de 2008 a été violente, mais c'était avant tout une crise financière et boursière, dans un contexte où les fondamentaux de l'économie étaient généralement peu affectés. Les redressements spectaculaires constatés en 2009 /2010 ont pu être réalisés grâce à différents leviers : leviers de croissance (pays émergents, ...), leviers d'améliorations des flux (optimisation du BFR, réduction des plans d'investissement, réduction des coûts,...), levier de rationalisation stratégique, qui a mis fin à certaines politiques coûteuses de diversifications tous azimuts. Cette situation a permis à la plupart des groupes de ne pas constater de dépréciations significatives sur les actifs non financiers, en anticipant des retours aux niveaux d'avant crise, dans un contexte où la valeur terminale représente généralement entre 60% et 80% de la valeur selon la méthode des DCF. Un réajustement à la baisse par prudence des prévisions est un élément qui explique que dans certains cas, les taux d'actualisation aient pu augmenter.

A ce jour, le contexte est très différent, car les pays émergents connaissent un ralentissement de leur économie (qui n'est pas surprenant, car leur situation est liée à l'économie mondiale) voire une surchauffe, la question de la liquidité prend de l'ampleur, les risques pays (limités en 2009) s'étendent de manière inquiétante, les pressions budgétaires (fiscales et sociales) risquent de s'aggraver pour les entreprises ; enfin, les sociétés ont peu de marge supplémentaire en matière de réduction de coûts, compte tenu des efforts déjà engagés en 2009 et 2010, et la sortie de crise anticipée n'arrête pas d'être reculée chaque année.

Les erreurs majeures liées à des pratiques financières abusivement spéculatives, à certaines gestions budgétaires débridées et hasardeuses, ont transformé une crise boursière et financière majeure en crise économique majeure, **phénomène qui est inquiétant.**

Les 3 leviers de croissance habituels sont la croissance organique et la croissance externe sur le marché domestique, et la croissance internationale. Dans le contexte actuel, pour différentes raisons (prix des cibles qui restent souvent élevés, contraintes de financement, risques pays forts,...), il est très probable que l'on se dirige vers une politique de « croissance à petit pas », pour reprendre l'expression d'un économiste.

L'enjeu majeur à ce jour, pour les pays comme pour les entreprises est donc triple : enjeu de croissance, enjeu de liquidité,... et enjeu de timing, qui laisse malheureusement anticiper une sortie de crise lente et progressive.

La structure financière devient une composante majeure : il serait aberrant de réaliser l'évaluation d'une entreprise sans tenir compte de sa capacité financière à financer son maintien d'activité, et notamment les investissements nécessaires à sa survie, sans même parler des investissements de croissance. Il est à noter que la méthode des DCF ne prend en compte la structure financière que de façon très indirecte via le coût des capitaux propres.

Le contexte actuel de crise durable ne justifie pas de ne plus établir de prévisions, et donc de ne pas avoir recours à la méthode des DCF en tant que postulat de principe. Les prévisions sont le reflet d'une stratégie, et de la capacité d'une équipe de direction à piloter son entreprise, a fortiori en période de tempête. *En revanche, le processus d'établissement (quel best estimate, quels scenarii alternatifs les plus probables, quels facteurs de sensibilité,...) est un processus qui nécessite plus de rigueur, de souplesse, et de réactivité.* De même l'analyse de la cohérence par l'évaluateur nécessite un esprit plus critique, dans un contexte où l'expérience et la connaissance des secteurs devient déterminante, au delà de l'utilisation des bases de données.

L'analyse des prévisions utilisées en évaluation doit être effectuée avec le prisme des commentaires précédents. Il est très probable qu'elle conduira à revoir dans certains cas à la baisse certaines prévisions optimistes, notamment celles qui sous-tendent le retour aux performances d'avant crise dans un délai court.