

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Lettre trimestrielle n°24 – 4^{ème} trimestre 2018

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- La valeur des moyennes entreprises en France
Page 14
- Les pièges du business plan : regards croisés de l'évaluateur, du conseil et de l'auditeur
Page 19
- Les nouvelles normes IFRS ou le calvaire des évaluateurs
Page 24

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.

La profession d'évaluateurs n'est pas prête de s'ennuyer.

Nous avons attiré l'attention il y a 6 mois sur le fait que le ralentissement économique mondial, qui intervient plus tôt que prévu par certains analystes, risquait de peser sur l'évolution des marchés, ce que nous avons constaté sur le dernier trimestre 2018. Ce ralentissement est salutaire, car une poursuite de la montée des marchés jusqu'à fin 2019 n'aurait rendu que plus douloureuse la baisse. Il est fort à parier cependant que les marchés ne retiennent un rebond spéculatif, que l'on constate début 2019.

Ce ralentissement va complexifier la revue de cohérence des business plans, déjà difficile dans la période de croissance que nous avons vécue, et créer plus de volatilité / tension sur les marchés. De nombreuses prévisions (inflation, croissance du PIB,...) ont en effet été revues à la baisse depuis plusieurs mois.

Outre ces éléments macro-économiques, les évaluateurs ont à faire face à des « mini-séismes », qui vont rendre certes très intéressante la réflexion sur le plan intellectuel, mais plus complexe sa mise en œuvre. Ainsi :

- *Evolution nécessaire de la démarche d'évaluation pour tenir compte des « nouveaux » business models de la planète « techs » (biotechs, fintechs,...),*
- *Nouvelles normes IFRS structurantes, et notamment la nouvelle norme IFRS 16 sur les contrats de location, qui va bouleverser, ou pas..., les pratiques d'évaluation réalisées dans un environnement comptable, sans pour autant que les évaluateurs n'aient la conviction à ce jour qu'il faille modifier la pratique actuelle. Cf article page 23.*

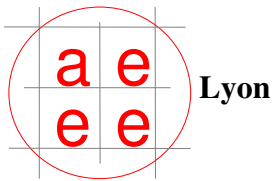
Dans ce contexte riche en « évolutions », l'association A3E a engagé une réflexion au travers de différents groupes de travail dont les synthèses seront présentées ultérieurement, et notamment sur l'estimation d'une prime de risques pays.

Christophe VELUT – Président A3E Lyon

Comité de Rédaction :

Eddy BLOY, Edouard CHASTENET, Julien HERENBERG,
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.



INFO NEWS

Christophe VELUT, Président de l'A3E et Directeur Général d'Orfis

⇒ ***Evènements à venir :***

Organisation de la table ronde sur la valorisation de l'innovation, consacrée au secteur de la santé, organisée avec LPFT, en partenariat avec la CRCC et la DFCG.

⇒ ***Groupes de travail et réflexions en cours au sein d'A3E. Thèmes abordés :***

- Les pièges du business plan (la synthèse est présentée dans la présente lettre),
- Lien entre stratégie et valeur (a),
- Prise en compte du risque pays et de l'inflation dans les prévisions et donc les valorisations (a),
- Prise en compte de la fiscalité dans les évaluations (a).

(a) Une communication de la synthèse sera présentée, lorsqu'elle sera finalisée par le groupe de travail.

⇒ Les évolutions des principaux indicateurs économiques :

✓ Taux de croissance du PIB (en %) :

	Réel 2015 **	Réel 2016 **	Réel 2017 **	Budget 2018 (Octobre 2017)*	Att. 2018 **	Estimé 2019 (Octobre 2017)*	Estimé 2019 **
France	1,04%	1,10%	2,34%	1,76%	1,56%	1,90%	1,62%
Allemagne	1,48%	2,16%	2,46%	1,84%	1,91%	1,46%	1,86%
UK	2,35%	1,79%	1,66%	1,50%	1,36%	1,56%	1,49%
Italie	0,95%	0,86%	1,50%	1,13%	1,17%	0,90%	1,03%
Espagne	3,65%	3,17%	2,98%	2,51%	2,65%	2,01%	2,20%
USA	2,88%	1,57%	2,22%	2,34%	2,88%	1,91%	2,54%
Chine	6,90%	6,72%	6,86%	6,50%	6,60%	6,30%	6,18%
Inde	8,16%	7,11%	6,68%	7,37%	7,30%	7,80%	7,44%
Brésil	-3,55%	-3,47%	0,98%	1,49%	1,44%	1,99%	2,37%

*Source : FMI, World Economic Outlook Database, Octobre 2017

**Source : FMI, World Economic Outlook Database, Octobre 2018

Commentaires :

Focus : un ralentissement de la croissance, lié à la conjonction de plusieurs facteurs (tensions commerciales et géopolitiques, ...).

Le ralentissement de la croissance, qui touche à la fois les pays développés et les pays émergents, intervient à la suite d'un cycle haussier plus court que prévu : ainsi, la croissance de la zone euro a été soutenue en 2017, ralentie en 2018 ; le ralentissement devrait se poursuivre en 2019, surtout sur le 1er semestre. Rappelons qu'il y a un an, le ralentissement était annoncé plutôt pour fin 2019.

Globalement, le cycle haussier qui a avait démarré dans les pays développés en 2015 du fait de la conjugaison de plusieurs facteurs (réduction d'impôts, consommation des ménages soutenue, augmentation des capacités de production, niveau de chômage bas, plein emploi dans de nombreux pays, prix du pétrole, taux d'intérêt...) aura duré moins longtemps que prévu.

Pour la première fois depuis la crise de 2008, le ralentissement touche toutes les régions du monde.

Un ralentissement de la croissance mondiale (3,7% de taux de croissance, contre 3,9% attendus), avec des performances très variable selon les pays, notamment sur le 2nd semestre 2018 :

- **Chine** : ralentissement de la croissance de 0,3 -0,4 pts, après plusieurs années de croissance très élevée. La Chine doit faire face cependant à de nombreux problèmes (niveau très élevé de pollution, niveaux d'endettement très élevés des entreprises et particuliers, protection sociale insuffisante, ...),
- **Allemagne** : le ralentissement amorcé en 2018 a montré la forte dépendance de l'Allemagne vis-à-vis du secteur de l'automobile (impact des nouvelles normes dans le secteur, de la guerre économique des US, ...). Bien que le taux de chômage reste très faible, les enjeux pour l'Allemagne sont de relancer la demande intérieure et favoriser l'émergence **de** « poids lourds » dans des industries autres que l'automobile,
- **France** : le taux de croissance mis à jour reste à un niveau satisfaisant, bien que nous n'ayons pas à ce jour le recul permettant d'apprécier l'impact des grèves des gilets jaunes, non intégré dans les prévisions. Il est à noter que la France, qui a été pendant longtemps la 4^{ème} puissance économique mondiale, est passée à la 5^{ème} ou 6^{ème} place,
- **UK** : une incertitude très forte liée au Brexit, notamment en cas de « no deal »,
- **Brésil** : la situation reste très compliquée, avec un contexte politique nouveau, sur lequel nous n'avons pas encore de recul pour en apprécier la portée,
- **EU** : le taux de croissance a ralenti depuis octobre 2018. La baisse du taux de croissance prévue pour 2019 est ainsi comprise entre 0,4 et de 0,6 pts selon les sources. Il est difficile à ce jour d'avoir une idée précise sur la vigueur de la croissance économique américaine, sur fonds de tensions commerciales fortes, notamment avec la Chine. L'une des principales incertitudes est liée à la pérennité de la politique ultra-incitative mise en œuvre par le gouvernement américain, alors que l'économie n'en avait pas besoin.
- **Espagne** : l'environnement politique reste très compliqué. La croissance de l'Espagne reste plus élevée que celle de pays comme la France, bien que le ralentissement soit intervenu plus tôt,
- **Italie** : le taux de croissance du PIB reste très faible (l'Italie est même rentrée en « récession technique » récemment), dans un environnement politique compliqué.

Dans un contexte de risque géopolitique accru, de montée du protectionnisme, et de resserrement des politiques monétaires dans plusieurs pays, et sans que l'on ait à ce jour un recul suffisant pour apprécier l'impact de nombreux éléments structurants (le Brexit, la guerre commerciale américano chinoise, les situations politiques dans de nombreux pays comme l'Italie, l'Espagne ou le Brésil), les prévisions sont différentes selon les sources, et sont ajustées à la baisse. Ainsi, la croissance mondiale attendue pour 2019 s'élève à 3,5%-3,7%, contre 3,7%-3,9% initialement. La Banque mondiale annonce même un chiffre de 2,9% en fonction de l'évolution des situations géopolitiques. De même, le taux de croissance prévu pour la France en 2019 est très différent selon les sources : entre 1,3% et 1,7%.

Par ailleurs, il est important de noter la croissance de la dette publique, mais aussi des dettes dans le secteur privé. Les dettes privées représentent ainsi près de 50% du PIB aux US.

✓ **Taux d'inflation (en %) :**

	Réel 2015 **	Réel 2016 **	Réel 2017 **	Budget 2018 (Octobre 2017)*	Att. 2018 **	Estimé 2019 (Octobre 2017)*	Estimé 2019 **
France	0,09%	0,31%	1,17%	1,29%	1,86%	1,59%	1,85%
Allemagne	0,14%	0,39%	1,70%	1,52%	1,81%	1,99%	1,78%
UK	0,04%	0,66%	2,68%	2,64%	2,51%	2,24%	2,17%
Italie	0,11%	-0,05%	1,33%	1,15%	1,35%	1,36%	1,42%
Espagne	-0,50%	-0,20%	1,96%	1,47%	1,81%	1,65%	1,78%
USA	0,12%	1,27%	2,14%	2,13%	2,40%	2,61%	2,15%
Chine	1,44%	2,00%	1,56%	2,40%	2,19%	2,50%	2,38%
Inde	4,90%	4,50%	3,60%	4,88%	4,74%	4,84%	4,89%
Brésil	9,03%	8,74%	3,45%	4,04%	3,67%	4,08%	4,18%

*Source : FMI, World Economic Outlook Database, Octobre 2017

**Source : FMI, World Economic Outlook Database, Octobre 2018

Focus : une revue à la baisse des prévisions d'inflation

Hausse de l'inflation à compter de 2016 dans de nombreux pays développés, après plusieurs années d'inflation à 0%.

Les anticipations de hausse d'inflation ont été revues à la baisse pour 2019 du fait de plusieurs facteurs, et notamment la baisse de 60% du prix du pétrole sur le dernier trimestre 2018 (54 \$ fin décembre 2018, contre 87 \$ fin octobre 2018), dans un contexte de ralentissement de la croissance. Il est à noter que la baisse du cours du pétrole devrait avoir un effet favorable sur la consommation des ménages.

La BCE prévoit ainsi pour la zone euros des prévisions d'inflation de 1,6% en 2019, 1,7% en 2020 et 1,8% en 2021. On se rapproche ainsi du taux d'inflation cible à moyen terme des économistes de 2%, ce qui est plutôt une bonne nouvelle.

✓ **Taux de chômage (en %) :**

	Réel 2017 **	Budget 2018 (Octobre 2017)*	Att. 2018 **	Estimé 2019 (Octobre 2017)*	Estimé 2019 **
France	9,44%	9,05%	8,84%	8,68%	8,48%
Allemagne	3,75%	3,73%	3,47%	3,66%	3,39%
UK	4,43%	4,42%	4,07%	4,37%	4,18%
Italie	11,26%	10,98%	10,77%	10,58%	10,54%
Espagne	17,23%	15,63%	15,58%	14,95%	14,68%
USA	4,35%	4,09%	3,78%	4,17%	3,47%
Chine	3,90%	4,02%	4,00%	4,02%	4,00%
Inde	N.C	N.C	N.C	N.C	N.C
Brésil	12,77%	11,80%	11,80%	11,01%	10,70%

*Source : FMI, World Economic Outlook Database, Octobre 2017

**Source : FMI, World Economic Outlook Database, Octobre 2018

Focus : une très grande disparité dans les taux de chômage, et des situations parfois contre-intuitives.

Commentaires :

Le niveau élevé de chômage en France reste surprenant, dans le contexte où la croissance du PIB reste élevée, et surtout où tous les secteurs d'activité ont des difficultés pour recruter. La pénurie de l'emploi crée dans certains secteurs d'activité une pression importante sur les salaires. Rappelons que l'on considère qu'il est nécessaire d'avoir une croissance durable au moins égale à 1,5% pour faire baisser le taux de chômage.

Le niveau du chômage reste très faible en Allemagne, notamment au niveau du chômage des jeunes (3 fois moins élevé qu'en France). il est important de rappeler que la structure démographique de l'Allemagne est très différente de celle de la France (population qui diminue, % des jeunes plus faible,...).

Le niveau du chômage a fortement baissé depuis 2015 en Espagne, mais il reste élevé au regard du taux de croissance du PIB.

Le niveau de chômage a peu baissé en Italie depuis 2015, et reste à un niveau élevé, dans un contexte de croissance plus faible.

Le niveau de chômage est bas à ce jour aux US, en Chine et en Angleterre.

✓ **Taux des OAT (en %) :**

	Réel 12/2016	Réel 12/2017	Réel 12/2018
France	0,75%	0,67%	0,70%
Allemagne	0,25%	0,30%	0,19%
UK	1,43%	1,28%	1,31%
Italie	1,89%	1,79%	2,98%
Espagne	1,44%	1,44%	1,43%
USA	2,49%	2,40%	2,83%
Chine	NC	3,90%	3,13%
Inde	6,53%	7,35%	7,37%
Brésil	NC	9,83%	9,13%

Source : OCDE, taux d'intérêt à long terme (obligations d'Etats à échéance 10 ans), Investing.com

Focus : les taux qui ne remontent pas, malgré des consensus réguliers de prévisions à la hausse depuis 2015.

Commentaires :

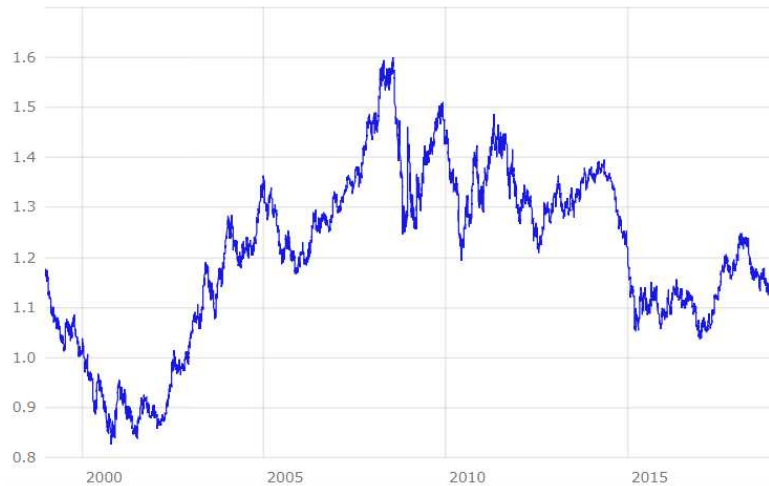
Les taux des OAT restent à des niveaux historiquement bas, les progressions régulièrement annoncées par les économistes depuis 2015 ans ne se sont pas produites, pour plusieurs raisons, et notamment l'inflation plus faible que prévu et le ralentissement économique, intervenu plus tôt que prévu.

Comme indiqué dans une précédente lettre A3E, le pilotage des taux par les banques centrales est un exercice particulièrement complexe. Une remontée des taux dans un contexte de ralentissement économique et de forte progression de la dette publique de certains pays aurait un impact très négatif.

Ainsi, la Banque Centrale Américaine a annoncé en décembre qu'il y aura 2 et pas 3 hausses en 2019, en fonction de la situation. La Banque Centrale Européenne n'a pas prévu de hausse pour 2019.

Les taux sont cependant élevés dans certains pays, comme l'Italie, ce qui peut pénaliser la croissance des entreprises italiennes.

✓ Parité euros / dollar :



Source : European Central Bank

Commentaires :

Malgré les événements importants des 2 côtés de l'Atlantique, et la guerre commerciale lancée par les Etats-Unis, l'euro a très peu fluctué par rapport au dollar depuis le début de l'année, à la surprise des trésoriers, dans le contexte où la parité actuelle de l'euro est proche de celle qui existait à l'introduction de l'euro (cf supra).

✓ **Indice Epsilon sur les multiples de transactions :**



On observe une très forte hausse des multiples sur 2018. On constate cependant un ralentissement récent de la hausse des multiples de transaction qui nous paraît cohérent, voire salutaire, compte tenu de la situation économique décrite ci-dessus.

Dans ce contexte, beaucoup de valorisations ne sont pas ou plus très attractives. Les multiples sont à des niveaux historiquement élevés : ainsi, l'indice Argos Mid Market publié par Epsilon Finance se rapproche des 10x l'EBITDA en moyenne (!), soit un niveau supérieur aux multiples d'avant crise en 2016 (9,1x), pour de très nombreuses raisons déjà commentées dans les précédentes lettres A3E, et notamment dans celle de T2 2018 (abondance de liquidités des fonds de Private Equity qui détenaient 1 700 mds € de cash à investir, perspectives de croissance largement anticipées dans les multiples, prise de risques plus élevée dans un contexte de taux nuls, voire négatifs,...).

Ce ralentissement de la hausse des multiples reste cependant récent et méritera un suivi attentif.

✓ Evolution du CAC 40 :

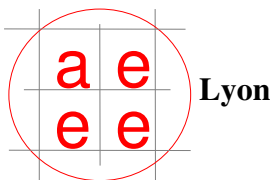


Il est à noter que le CAC 40 est revenu à son niveau de 2007, dans un contexte de ratio dettes publiques / PIB en très forte progression.

La courbe est intéressante, car elle montre que, contrairement aux 2 derniers cycles, la remontée a été beaucoup plus lente depuis 2011 ; elle montre également que nous nous rapprochons des hauts de cycles historiques. Espérons que la descente sera à l'image de la remontée (lente), mais rien n'est moins sûr.

La forte correction des actions européennes fin 2018, que nous avons annoncé dans notre lettre A3E de T2 2018 nous paraît « salutaire », dans le contexte où de nombreux financiers prévoient mi 2018 une progression des indices boursiers jusqu'au 2^{ème} semestre 2019.

Nous n'avons pas le recul pour apprécier les raisons et la pérennité de la remontée des cours depuis mi-février, dans le contexte où la baisse importante fin 2018 a ouvert des opportunités sur certains secteurs décotés. Les signes de ralentissement économique incitent à la prudence.

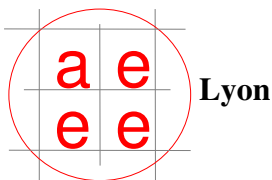


La question que tout le monde se pose est : quelle sera l'ampleur du ralentissement économique ?

Certains analystes s'interrogent sur la possibilité d'une nouvelle crise significative sur le marché actions.

Rappelons qu'un tel retournement interviendrait en cas de forte montée des risques (géopolitiques, protectionnistes, ...), de recul important de la croissance, et de progression élevée des taux d'intérêts. Si on analyse plus en détail :

- On peut constater une forte progression du risque, qui n'est cependant pas traduite dans la volatilité des marchés constatée depuis 2017. En revanche, la dévaluation de nombreuses devises de pays émergents (baisse de 40% de la livre turque, baisse significative du rouble, ...) sont une bonne illustration des risques. Il est à noter que les pays émergents les plus touchés sont très liés avec les Etats-Unis ;
- Sur le plan économique, la croissance devrait rester positive en 2019 (les conditions financières restent favorables, les croissances de PIB dans certains pays comme les US ou la France restent élevées, ...) ; selon un certain consensus, cf. supra, on peut constater un ralentissement global de la croissance pour 2019, à la fois pour les pays développés et émergents, qui pourrait intervenir plus rapidement si certains évènements politiques, financiers ou économiques, viennent perturber les équilibres.
- Le risque de forte progression des taux en Europe à court terme semble limité (cf. supra) ;



⇒ Introductions en Bourse en France en 2018 : des conditions de marché jugées défavorables

Les rétrospectives sur les introductions en bourse réalisées en France en 2018, font état d'un retrait des capitaux levés.

En effet, même si le nombre d'introduction en bourse est en augmentation par rapport à l'exercice 2017, le montant des capitaux levés a été divisé par deux : quelques 1 100 millions d'euros ont été levés en 2018 contre 2 400 millions en 2017. L'année 2017 avait été dopée par deux importantes opérations ; la mise sur le marché d'ALD Automotive pour 1 150 millions d'euros et de X-Fab Silicon Foundries pour 440 millions d'euros.

Il convient également de préciser que les 1 100 millions d'euros levés en 2018 comprennent pour 700 millions d'euros les capitaux levés par la société Neoen en octobre 2018. En dehors de cette opération, aucune levée de fonds n'a dépassé 51 millions d'euros.

D'après l'étude trimestrielle réalisée par EY sur les tendances mondiales des IPO, les principaux facteurs qui peuvent influencer le choix des investissements sont les tensions géopolitiques croissantes, les fluctuations dans les politiques commerciales américaines ou encore le Brexit. Ces incertitudes incitent donc les entreprises à trouver d'autres solutions de financement.

La société Delachaux, dont l'IPO a été annulée, a précisé que la Caisse de dépôt et placement du Québec va faire son entrée au capital via le rachat de la participation de l'un de ses actionnaires, le fonds CVC Capital Partners, le désengagement de ce fonds, étant l'un des objectifs de l'introduction en bourse.

Les sociétés dont l'IPO qui devait intervenir en 2018 a été reportée (Affluent Medical, Elsalys Biotech, Autodis, Novares Group) expliquent principalement le report de l'introduction en bourse en lien avec des « conditions de marché défavorables ». Des conditions, qui selon les communiqués de presse, ne permettent pas de réaliser l'opération dans l'intérêt des sociétés, des actionnaires et des salariés, ni de refléter pleinement le potentiel des sociétés concernées.

Date	Société	Marché	Situation
21/12/2018	PrediLife	Alternext	Effectuée
30/11/2018	Vogo	Alternext	Effectuée
17/10/2018	Neoen	MR - Compartiment A	Effectuée
02/10/2018	MedinCell	MR - Compartiment C	Effectuée
30/07/2018	Audiovalley	Alternext	Effectuée
25/07/2018	Nature et Logis	Euronext Access	Effectuée
20/07/2018	Navya	MR - Compartiment B	Effectuée
10/07/2018	Ordissimo	Alternext	Effectuée
10/07/2018	BIO-UV Group	Alternext	Effectuée
09/07/2018	Roche Bobois	MR - Compartiment B	Effectuée
29/06/2018	Guandao Puer Inves	Euronext Access	Effectuée
27/06/2018	Affluent Medical	Alternext	Reportée
22/06/2018	2CRSI	MR - Compartiment C	Effectuée
18/06/2018	Cogelec	MR - Compartiment C	Effectuée
15/06/2018	Delachaux	MR - Compartiment A	Annulée
12/06/2018	Kalray	Alternext	Effectuée
01/06/2018	Elsalys Biotech	Alternext	Reportée
01/06/2018	Enensys Technologies	Alternext	Effectuée
30/05/2018	Voluntis	MR - Compartiment C	Effectuée
23/05/2018	Dontnod	Alternext	Effectuée
24/04/2018	Oxatis	Alternext	Effectuée
04/04/2018	Vente-Unique.com	Alternext	Effectuée
15/03/2018	Octopus Robots	Euronext Access	Effectuée
15/02/2018	Novares Group	MR - Compartiment B	Reportée

Source : Boursier.com

La valeur des moyennes entreprises en France

Olivier ARTHAUD, Vice-Président de la Commission Evaluation de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes

Les résultats de l'observatoire sur la valeur des Moyennes Entreprises ont été publiés par la Commission Evaluation de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Ils portent sur le 1er semestre 2018. Cet observatoire traite de l'évolution des multiples des Moyennes Entreprises en France et zone Euro, de l'évolution de l'activité M&A / LBO, ainsi que de l'évolution des marchés financiers.

L'évolution du prix d'achat des Moyennes Entreprises françaises (entre 15 M€ et 50 M€ de valeur de fonds propres) est mesurée par le ratio VE / EBITDA historique médian. L'observatoire porte sur l'analyse d'une soixantaine de deals sur le semestre.

Il convient de rappeler que tous les deals retenus dans l'échantillon sont des deals majoritaires.

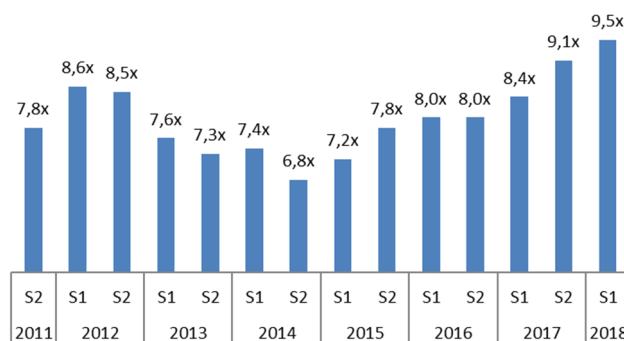
Nous sommes généralement sur des grosses PME ou ETI avec de belles valorisations et donc difficilement comparables avec des petites PME. Il vous faut donc faire attention à ne pas retenir ces multiples pour évaluer une petite PME.

Par ailleurs, si on compare avec des multiples de sociétés cotées, les capitalisations boursières évaluent des minorités. Or ici, on évalue des deals majoritaires qui incluent donc nécessairement des primes de contrôle. Les deux choses ne sont donc pas directement comparables. Les multiples de l'observatoire peuvent donc paraître élevés par rapport à des sociétés cotées. Attention : en sens inverse, il faut tenir compte d'une décote de liquidité pour passer d'un multiple coté à un multiple non coté.

1 Evolution des multiples des Moyennes Entreprises en France

1.1 Evolution du prix d'achat des Moyennes Entreprises françaises

Graphe 1 - Evolution du prix d'achat des M.E. françaises
Médiane, VE/EBITDA historique, 12m glissants



Source: Epsilon Research / EMAT

Les prix des Moyennes Entreprises françaises sont en hausse de 13% au 1er semestre 2018 vs 1^{er} semestre 2017 à 9.5x EBITDA. C’est une hausse quasi constante depuis le 2^{ème} semestre 2014.

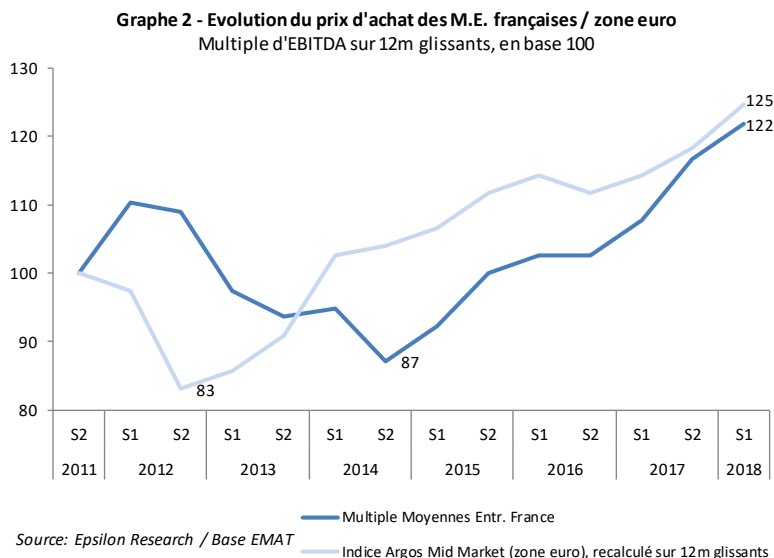
Ces prix s’établissent à un niveau historiquement élevé. Ils sont portés par le dynamisme de l’activité M&A, des conditions macro-financières toujours favorables (malgré le retour des risques politiques) et la forte concurrence sur les opportunités d’acquisition de PME/ETI.

On peut noter que l’échantillon d’une soixantaine de deals est composé d’acheteurs financiers dans environ 1 cas sur 2. Cette forte proportion s’explique notamment par le fait que l’information financière des deals est plus facile à obtenir sur des LBO. C’est également le cas lorsque l’acquéreur est coté.

Les fonds ne devraient en théorie pas payer plus cher que des industriels car ils ne peuvent pas anticiper de synergies. Pour autant, ils possèdent tellement de liquidité et les belles cibles restent rares, ce qui entraîne une concurrence importante entre fonds et industriels et a pour effet une hausse des multiples.

L’échantillon est composé d’entreprises de tous secteurs d’activité.

1.2 Evolution comparative des prix – France / Zone Euro

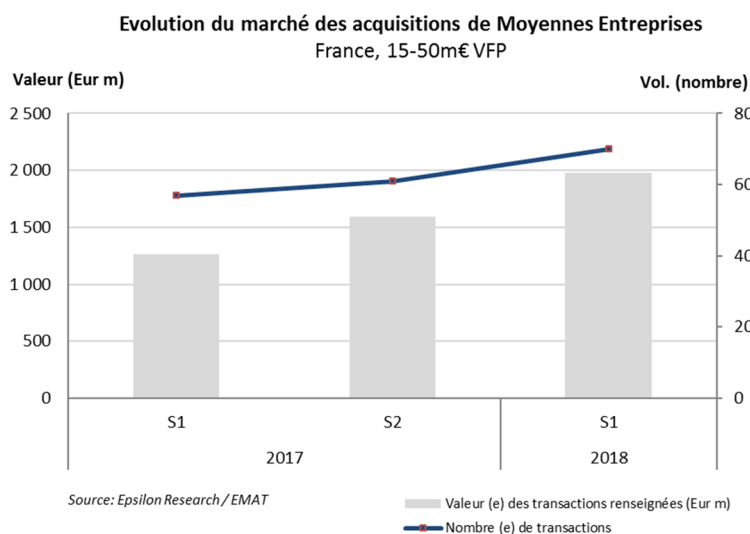


Une progression sensiblement identique à celle des prix de la zone euro. L’écart est désormais très faible.

Ce graphique met en évidence 3 phases :

- La crise de l'euro de 2011 à 2012 et un indice Argos Mid Market en forte chute alors que les valeurs françaises résistent bien,
- La crise de confiance en France, du 2^{ème} semestre 2012 et fin 2014 avec une forte baisse des valeurs françaises, alors que dans le même temps l'indice Argos zone euro se redresse,
- Une normalisation des tendances entre la zone Euro et la France depuis le 1^{er} semestre 2015 avec néanmoins un écart, mais qui se réduit fortement sur les deux derniers semestres. Les entreprises européennes se valorisent légèrement mieux que les entreprises françaises. Attention pourtant, cette différence n'est pas tant liée à un problème de nationalité mais plutôt à une décote de taille car nous ne sommes pas sur les mêmes niveaux de valorisation (on monte à 150 M€ sur l'indice Argos Mid Market contre seulement 50 M€ pour l'observatoire).

2 Evolution de l'activité M&A / LBO



L'activité M&A des Moyennes Entreprises françaises a été revue à la hausse au 1^{er} semestre 2018, en hausse de 23 % en volume et de 56 % en valeur depuis le 1^{er} semestre 2017.

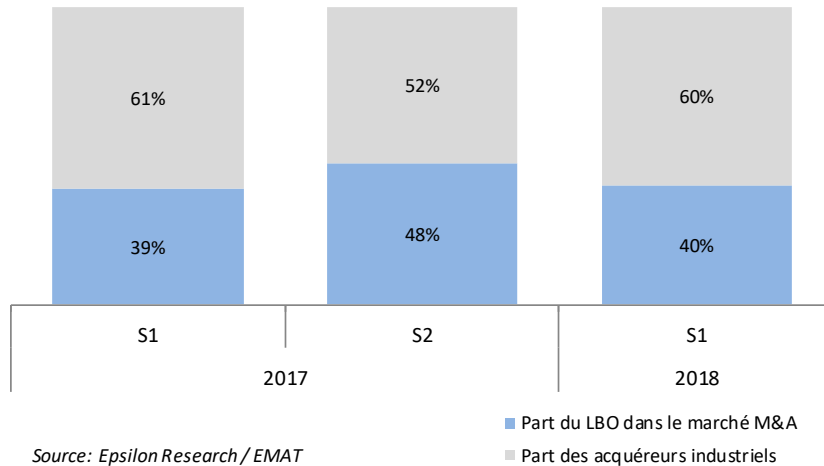
Cette situation est en adéquation avec le marché M&A européen dynamique, portée par la confiance retrouvée des investisseurs après une période d'incertitude politique. On peut penser qu'il y a un effet retard car plus les deals sont importants plus ils sont perméables au marché.

On peut également noter que sur le marché M&A des PME et TPE, il est probable que les mesures de la LF 2019 sur le régime fiscal de l'article 150 OB Ter (apport cession) et les conditions de réinvestissement ouvertes aux fonds d'investissement **vont** permettre de continuer à drainer des fonds et permettre au marché du M&A d'être actif sur les semestres à venir.

3 Structure du marché et typologie des acquéreurs

3.1 Evolution de la répartition des acquéreurs de Moyennes Entreprises françaises par type (industriels vs financiers)

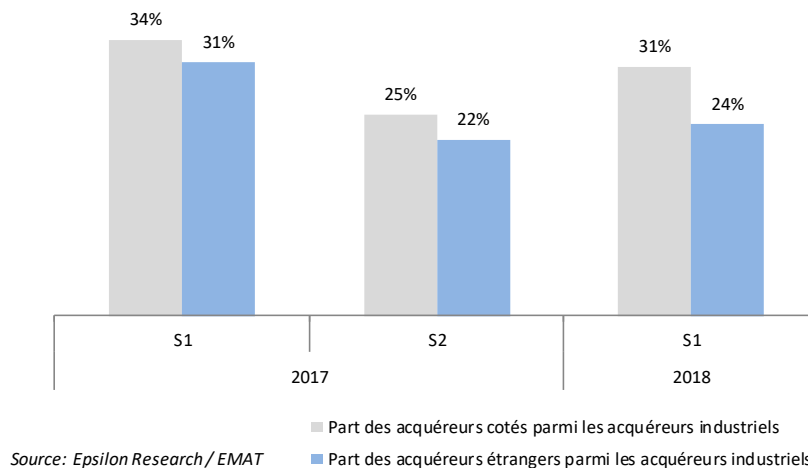
**Graphe 4 - Structure du marché M&A (Moyennes Entr.)
Acquéreurs industriels / LBOs**

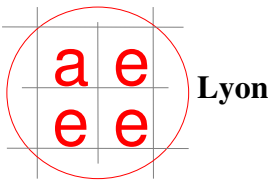


L'activité du capital-transmission des Moyennes Entreprises françaises a représenté 43 % de l'activité M&A sur 2017 et 40 % au 1^{er} semestre 2018, un niveau très élevé bien qu'en léger repli par rapport au 2^{ème} semestre 2017. Elle est restée stable en volume comme en valeur par rapport au 1^{er} semestre 2017, toujours portée par le niveau record des levées de fonds et des capitaux restant à investir.

3.2 Evolution de la répartition des acquéreurs de Moyennes Entreprises françaises par type (côtés vs étrangers)

**Graphe 5 - Structure du marché M&A (Moyennes Entr.)
Part des acquéreurs cotés /étrangers parmi les acqu. industriels**





L'activité M&A des acquéreurs industriels est dynamique avec + 20 % en volume par rapport au 1^{er} semestre 2017. Comme en 2017, les acquéreurs français non cotés (qui représentent sur les 12 derniers mois plus de 69 % des opérations) ont été beaucoup plus dynamiques que les acquéreurs étrangers et que les grandes entreprises cotées.

- Les industriels cotés représentent parmi les industriels 31 %,
- Les étrangers parmi les industriels représentent 24 %,
- Enfin, 69 % des acquéreurs français sont non cotés.

Les pièges du business plan : Regards croisés de l'évaluateur, du conseil et de l'auditeur

Benoit NOWACZYK, Associé chez Orfis

Synthèse des échanges réalisés lors de la réunion A3E de Lyon du 20 novembre 2018

Dans l'environnement financier actuel, la prise en compte des éléments prévisionnels revêt une importance croissante, tant les business model sont challengés par de nouvelles pratiques et appelés à s'adapter.

Traditionnellement, ce « futur » est matérialisé sous la forme d'un business plan dont le contenu n'est ni normé, ni consensuel. Certains porteront sur de simples prévisions d'exploitation sans détails, d'autres seront construits sur la base d'une multitude d'hypothèses et permettront d'apprécier l'évolution de la rentabilité, la génération de trésorerie ainsi que les grands équilibres bilanciaux.

Ce polymorphisme n'est-il pas l'expression la plus triviale de ce qu'en attendent ses principaux utilisateurs ?

En d'autres termes, les attentes des principaux destinataires d'un business plan sont-elles concordantes ou divergent-elles significativement au point que leurs espérances du business plan et l'utilisation qu'ils en font expliquent en partie cette disparité de forme et de contenu ?

Cette question fut l'objet d'une présentation-débat animée par trois professionnels intervenants chacun dans un domaine distinct : Benoit NOWACZYK en tant qu'évaluateur, Bertrand MANET, en tant que conseil M&A et Arnaud VERGNOLE en tant qu'auditeur en charge des due diligences.

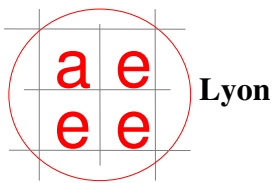
✓ Définition d'un business plan :

Tout d'abord, il convient de tenter de définir ce qu'est un business plan. Il ne peut être réduit à un simple tableur dans lequel des hypothèses d'exploitation croisent des données macro-économiques.

Pour tous les acteurs, il y a consensus à définir le business plan comme la vision stratégique des dirigeants d'une société sur l'activité et la performance probables de celle-ci dans un avenir à plus ou moins long terme.

De cette définition, en découle son principal apport qui nous éloigne des formules de calcul : permettre la prise de connaissance de la vision stratégique de la direction. Il en ressort qu'un business plan, pour satisfaire à cette vision, doit être à la fois quantitatif en termes de données et qualitatif pour en expliquer l'origine.

En pratique, la partie qualitative est peu formalisée et se transmet au travers d'échanges entre les conseils de la société et ses dirigeants.



✓ 8 pièges à éviter face à un business plan :

1. Penser qu'un BP est juste

Dire qu'un BP est juste revient pratiquement à le prendre comme il est, en l'état. Cependant, il est sans doute plus exact de considérer que par principe, un BP est faux, puisque personne ne peut prédire l'avenir. Il faut revenir à la définition même du BP pour comprendre que juste ou faux, cela n'a guère d'importance puisque le BP prend tout son intérêt dans son existence : le management ou les actionnaires se sont posés des questions et ont essayé de les concrétiser sous forme d'hypothèses chiffrées et de présentation documentée.

Ainsi lorsqu'un BP est communiqué, on ne peut qu'encourager à la prudence et adopter une position critique par rapport aux éléments transmis.

2. Croire qu'il n'y a qu'UN business plan qui se résume à un fichier Excel

Sans doute est-ce un prisme de la réalité, car en pratique, un BP se résume souvent à un fichier Excel.

Cependant, il faut garder à l'esprit qu'un BP est d'abord et avant tout un document écrit qui traduit une vision du management ou de l'actionnaire et présente le projet, les ambitions ainsi que les moyens pour y parvenir.

Dans la mesure où plusieurs visions, plusieurs moyens sont possibles pour la réalisation de la stratégie, il n'est donc pas surprenant de pouvoir se trouver en présence de plusieurs plans d'affaires. Il convient de bien s'assurer d'avoir la vision stratégique qui sous-tend chaque BP.

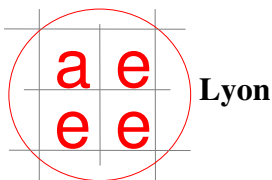
De plus, il est souvent apprécié d'avoir un fichier contenant une multitude de détails, d'hypothèses, de calcul et de formules. Le BP semble alors pensé, réfléchi car construit.

Si on ne peut que se réjouir devant un tel foisonnement d'informations, l'expérience montre que plus le fichier est complexe, plus le risque d'erreur est important. Ainsi, il convient dès lors de contrôler le ou les fichiers transmis avant de se lancer dans l'analyse des hypothèses présentées.

3. Se prendre pour le management en refaisant/complétant le BP

Le BP traduisant une vision du management et/ou de l'actionnaire, le modifier unilatéralement peut conduire à travestir cette vision et à provoquer un phénomène de rejet du BP et des résultats en découlant.

Cependant, défaire et refaire un BP permet d'en valider la correcte construction et la modélisation des hypothèses structurantes. Ce travail peut conduire à mettre en exergue des incohérences, voire des erreurs qu'il conviendra de corriger.



Selon les situations, il se peut que le BP initialement transmis ne puisse être retenu en pratique car présentant notamment de telles incohérences que son exploitation est tout simplement impossible.

Il est alors de la responsabilité du financier de proposer une alternative crédible sur la base des connaissances acquises au cours de sa mission, par exemple en déterminant un nouvel atterrissage dans le cadre d'une due diligence ; prolonger le BP au-delà de l'horizon explicite permet de faire converger les principaux agrégats avec des niveaux de marché.

4. Se borner à un business plan qui se limite à l'EBITDA

L'EBITDA est souvent réduit à l'agrégat qui lie la rentabilité d'une société et sa capacité à générer du cash. Il constituerait donc le point de repère idéal pour l'ensemble des intervenants.

Cependant, limiter la projection d'une stratégie à une rentabilité d'exploitation, c'est occulter toute la partie des moyens à mettre en œuvre pour la réalisation de la stratégie.

Ainsi, il convient de compléter le BP d'éléments portant à la fois sur le Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et sur les investissements (CAPEX).

La possibilité de bénéficier d'une projection bilancielle aussi solidement construite que celle permettant d'apprécier le niveau d'activité et la rentabilité de la société, est un élément permettant d'accroître la capacité de juger de la cohérence de l'ensemble. Cela permet notamment de s'assurer que l'ensemble des moyens financiers nécessaires pour la mise en place de la stratégie ont été identifiés.

5. Avoir un même niveau d'analyse sur toute la durée du BP

De prime abord, il est coutume d'affirmer que le BP se distingue du budget par sa temporalité : au budget de présenter l'exercice en cours ou à venir et au BP d'apporter une vision à moyen terme des perspectives d'activité.

Si cette réalité reste exacte, il n'en demeure pas moins qu'il convient de la nuancer ou à tout le moins d'en tirer toutes les conséquences que cela implique.

Ainsi et à titre liminaire, il convient de rappeler que si le budget est intégré dans un cadre temporel strict (1 exercice), le BP a une plus grande flexibilité puisqu'il n'existe pas de durée parfaite pour tous les BP, celle-ci dépendant de l'activité : un BP doit couvrir un cycle complet d'activité.

Bien entendu, la pratique a tendance à rassembler des BP d'une durée comprise entre 3 et 5 ans, terme généralement consacré pour les stratégies d'entreprise.

Bien entendu, et c'est sur ce point qu'il convient d'être vigilant, si le moyen terme relève davantage de projections, de tendances que d'hypothèses pouvant être étayées par des éléments très concrets, (qui est en mesure d'estimer la consommation attendue de tels ou tels produits dans 36 à 60 mois ?), la construction budgétaire repose sur des données tangibles telles que le carnet de commandes, les tendances du marché, la législation fiscale et sociale en vigueur...

Ainsi dans l'analyse qui en est faite, l'approche pour apprécier les hypothèses court terme ne doit pas être la même que celle retenue pour valider les hypothèses à moyen et long terme.

Et c'est là un des éléments les plus différenciant entre l'évaluateur et les autres intervenants :

- pour ces derniers, le court terme doit être sécurisé car tangible,
- pour l'évaluateur en revanche, la répartition de la valeur entre horizon explicite et valeur terminale est souvent à l'avantage de celle-ci, les hypothèses qui sous-tendent la fin du plan, qui permettent de déterminer un flux normatif et donc la valeur terminale, sont donc fondamentales et leur analyse doit être réalisée avec soin.

6. Lier systématiquement l'historique avec le futur

Ce lien est également plus important pour l'évaluateur que pour l'auditeur financier.

En effet, ce dernier s'appuiera sur des éléments tangibles et existants au jour de ses travaux, alors que l'évaluateur cherchera dans l'historique de la société des éléments permettant de valider le moyen-long terme alors même que les conditions économiques dans lesquelles évolue la société peuvent fondamentalement changer.

Présenter autrement et sous la forme d'un dicton populaire : « les vérités d'hier ne sont pas forcément celles de demain ». Les analyses à réaliser ne doivent pas se faire uniquement avec les yeux braqués sur le rétroviseur.

Il est fondamental de bien analyser le contexte dans lequel les résultats historiques ont été réalisés et intégrer l'évolution de ce contexte et son impact sur les prévisions de la société.

De plus, il convient de conserver à l'esprit que certains BP peuvent être réalisés en « *going concern* », situation dans laquelle l'analyse de l'historique prend tout son sens et d'autres BP sont présentés en rupture avec le passé (changement technologique, forts investissements,...).

7. Ne pas tenir compte de l'environnement extérieur pour apprécier la cohérence du BP

C'est sans doute une « lapalissade » mais l'analyse d'un BP ne se limite pas à la vérification mathématique des fichiers transmis et à la cohérence des hypothèses retenues avec l'historique récent de la société.

Le marché est souvent la source des évolutions stratégiques retranscrites dans le BP, soit car la société en est un des précurseurs, soit parce qu'elle subit cette évolution.

Il convient dès lors de s'interroger sur l'impact de tout changement connu au jour de l'analyse (évolution légale ou réglementaire) voire en présentant un BP qui intègre les impacts d'une évolution attendue mais non encore survenue lorsque celle-ci est structurante pour l'activité de la société.

En effet, ne nous y trompons pas, la principale difficulté dans la prise en compte de l'environnement extérieur est de pouvoir bénéficier d'éléments qualitatifs et quantitatifs récents exploitables.

8. Ne pas réaliser d'analyses approfondies de l'évolution du niveau de BFR

Dans certains secteurs d'activité, le financement de la croissance de l'activité est un des éléments clés de la sécurité financière des entreprises.

Bien souvent, et en raison de projections annualisées pour les besoins de construction du BP, le BFR est un élément dont l'enjeu n'est pas assez anticipé ni analysé. Il n'est pas rare que sa modélisation pour les besoins du BP soit réalisée en pourcentage ou en jours de chiffre d'affaires.

Il convient de mener une analyse des différents postes du BFR sur la durée d'un exercice afin d'en appréhender la saisonnalité et identifier des éventuels besoins de financement intra-annuels qui peuvent se révéler complexes à appréhender et/ou à solutionner.

Cette analyse doit également se doubler d'une revue précise des éléments qui génèrent un tel BFR.

Ainsi une évolution dans le mix clients vers d'avantage d'export ou de commandes publiques est un élément de nature à peser sur l'encours clients. A l'inverse un recours accru à de la sous-traitance ou à des solutions RH externalisées en lieu et place d'embauches, joueront à la baisse sur le BFR.

Les nouvelles normes IFRS, ou le calvaire des évaluateurs

Christophe VELUT, Président de l'A3E et Directeur Général d'Orfis

Le normalisateur international a été très (trop ?) prolix en matière de nouvelles normes et interprétations structurantes. Nous pouvons citer principalement :

- **Normes applicables pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2018 :**
 - o Norme IFRS 15 sur le traitement des contrats avec les clients,
 - o Norme IFRS 9 sur les instruments financiers.

- **Normes et interprétations applicables pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2019 :**
 - o Norme IFRS 16 sur les contrats de location, qui va conduire, sauf cas exceptionnels, à améliorer l'EBITDA en retraitement les loyers des contrats de location simple, et en constatant un actif au titre du droit d'utilisation et un passif au titre de l'obligation déclarative,
 - o IFRIC 23 sur la comptabilisation des incertitudes fiscales liées à l'impôt sur les sociétés.

... sans oublier la recommandation de la CNCC et de l'OEC sur la non prise en compte des licenciements et ruptures conventionnelles pour le calcul du turn-over des

Ces nouvelles normes et interprétations vont accentuer les différences de principes comptables entre les sociétés cotées soumises aux normes IFRS et les autres sociétés, ..., et dans certains cas, être un « calvaire » pour les évaluateurs.

La mise en œuvre de ces normes va créer pour les prochaines années des « flottements » pour les évaluations, qui sera dans certains cas très perturbants.

A titre d'exemple :

- **La norme IFRS 9** introduit la notion de provisions pour pertes attendues, qui pourra augmenter de manière significative les provisions de certains actifs non financiers, dont les créances clients. Il n'est pas prévu d'introduire ce principe très novateur dans le référentiel français ;

- **La norme IFRS 9** introduit des règles très différentes des principes français en matière de restructurations de dettes financières considérées comme non substantielles, en constatant un profit parfois significatif en résultat l'année de la modification, ..., et en ne faisant pas apparaître dans le résultat des années suivantes, l'impact positif de la renégociation ;

- **La norme IFRS 15** introduit dans certains cas des modifications significatives du chiffre d'affaires, notamment en cas de requalification d'une opération en tant qu'agent et non plus principal (la société constatera alors le CA pour le montant net de sa commission, et non plus pour le montant du CA brut). Pour les sociétés valorisées en partie en fonction du CA, dans une logique de fonds de commerce, comment vont évoluer les multiples de CA ? Nous n'avons pas le recul pour le savoir, mais il est très probable que le marché n'ajuste pas les multiples antérieurs par une simple règle de 3 ;
- **La norme IFRS 16** est très perturbante pour les évaluateurs, car elle ne conduit pas à donner une vision plus économique des contrats de location sauf dans le cas (rare) des contrats de location significatifs pour lesquels la durée d'utilité de l'actif est proche de la durée contractuelle :
 - L'actif constaté au titre du droit d'utilisation n'a pas de valeur économique, dès lors que le loyer est un loyer de marché, sauf cas particuliers (droit au bail,..),
 - La dette qui apparaît au bilan sera généralement calculée sur des périodes très courtes au regard de la durée d'utilisation des actifs sous-jacents (ex : 9 ans pour l'immobilier, contre une durée d'utilité attendue souvent comprise entre 25 et 35 ans). La dette sera ainsi très volatile, et ne dépendra que du planning de renouvellement des loyers,
 - La norme ne fait plus de distinction entre les contrats de location financement (dont le crédit-bail) et les contrats de location simple, alors qu'ils correspondent en substance à des réalités très différentes (le crédit-bail s'analyse plus comme une acquisition à prix différé),
 - Le retraitement des loyers des contrats de location simple va améliorer parfois de manière significative les EBITDA, cette amélioration étant une amélioration technique, ne correspondant pas à une réalité économique, sauf secteurs d'activité dans lesquels les loyers étaient déjà retraités (aéronautique, hôtellerie,...). La logique voudrait que les multiples d'EBITDA soient ajustés à la baisse de manière inversement proportionnelle, afin de ne pas créer de valeur fictive,.. mais on ne sait pas comment le marché va réagir,
 - A ce jour, il sera impossible techniquement de calculer un gearing sectoriel historique (absence de modification des bases de données, dette financière volatile,...), et il existe un risque que les wacc diminuent artificiellement, dans le contexte où le marché (agences de notation,...) n'a pas réagi au regard d'IFRS 16 (pas d'indication à ce jour que le marché va modifier son analyse du risque / de la notation,...),

Il est à noter que le seuil de retraitement des contrats de location indiqué dans les bases de conclusions, et non repris dans la norme (5K\$), est excessivement bas pour la plupart des groupes, en contradiction avec l'amendement sur la définition des seuils de matérialité, qui devrait s'appliquer aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2020.

Initialement, la seule demande des analystes et des évaluateurs était d'avoir plus d'homogénéité donnée en annexe. La complexité introduite par la norme ne répond pas à ces objectifs, car les données ne seront généralement pas comparables entre les groupes.

... sans parler du casse-tête des tests de dépréciations en normes IFRS liée à l'application de la norme IFRS 16 : l'option la plus conforme à la norme n'est pas celle qui a la faveur des évaluateurs, et introduit une complexité dans la réalisation des tests pour les sociétés, et leur vérification par les auditeurs, dans un contexte de risque d'erreur et de « frottements techniques » très significatifs.

Les recommandations de nombreux évaluateurs à ce jour sont de « détricoter » la norme IFRS 16, en maintenant le retraitement des contrats de crédit-bail précédemment effectués, en attendant de voir la réaction du marché, la confirmation que les agences de notation et les banquiers ne vont pas modifier leur approche du risque et les spreads pratiqués du fait d de l'apparition de dettes « techniques » au bilan ..., et la position des bases de données sur le retraitement ou non des données, et notamment des données historiques.

- **Engagements de fin de carrière** : la recommandation sur le calcul du turn-over intervient suite à une lecture différente de la norme. Elle s'applique aux comptes IFRS et aux groupes qui appliquent dans les comptes individuels la recommandation ANC 2013-02. Il est à noter que la note sur les bonnes pratiques des actuaires excluait jusqu'à présent les licenciements individuels et les ruptures conventionnelles. L'application de cette recommandation va entraîner une majoration parfois significative de la provision pour engagements de fin de carrière, provision qui est déjà l'une des plus importantes constatées par les groupes. Elle va conduire, pour les groupes ayant un fort turn-over sous forme principalement de rupture conventionnelle et d'indemnité de licenciement, à constater une provision dont l'objet principal est de couvrir des licenciements non engagés, ..., et non plus les indemnités de retraite, ceci quand bien même il n'y aurait pas de départ à la retraite prévu dans les 10 prochaines années.
Une réflexion est engagée par les évaluateurs sur l'évolution de la pratique d'évaluation sur ce point (maintien de cette règle, ou recalcul avec un turn-over différent dans certains cas ?), et la cohérence avec le calcul de l'EBITDA dans l'approche par les multiples, qui comprend déjà les coûts des ruptures conventionnelles et des licenciements.
- **L'interprétation IFRIC 23** va très probablement conduire certains groupes à constater des provisions complémentaires pour risques fiscaux.

Ces quelques exemples montrent que les évaluations dans un contexte IFRS ne vont pas être « un long fleuve tranquille » dans les prochaines années.

Compte tenu des impacts très significatifs de certaines de ces normes sur les évaluations, nous reviendrons vers vous sur certains de ces sujets dans les prochaines lettres A3E.