

Lettre trimestrielle n°26 – 2^{ème} trimestre 2019

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1

- Info News
Page 2

- Spécificités de l'évaluation des actifs de PI dans les groupes industriels -1^{ère} partie
Page 10

- Evaluation selon Monsieur Toussaint
Page 15

- Etat de la réflexion sur la prise en compte des contrats de location (IFRS 16) dans les évaluations
Page 17

- Doctolib, la nouvelle licorne française
Page 21

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.

Quand la bourse continue de faire un pied de nez insolent aux analyses économiques, ..., mais jusqu'à quand ?

Je suis sorti de l'école il y a quelques années avec des convictions et la certitude d'avoir compris des principes fondamentaux et des corrélations : quand la croissance augmente l'inflation augmente, quand le chômage diminue la croissance augmente, quand le risque augmente les taux augmentent, quand l'économie ralentit la bourse diminue, les taux long terme sont plus élevés que les taux court terme, ...

Historiquement, certains de ces principes avaient pu ne pas s'appliquer temporairement. C'est la 1^{ère} fois où l'ensemble des « fondamentaux » ne sont pas respectés, dans un contexte où nous avons tous besoin de repères !

Ne faudrait-il pas revenir à un certain bon sens, qui a fait ses preuves dans le passé : par exemple, ne faudrait-il pas revenir à des taux plus élevés ?

De même en termes de valorisation, ne serait-il pas sain de réduire la fulgurance de certaines progressions de valeurs, et revenir à plus de bon sens terrien tel que l'entendait Monsieur Poulain.

Soyons vigilant à ce que l'intelligence artificielle ne soit pas trop artificielle.

Le contexte économique est compliqué, le contexte boursier peu compréhensible, et pour couronner le tout, le normalisateur international a publié une norme sur les contrats de location applicable en 2019, qui introduit une « valeur réelle comptable » très perturbante pour les évaluateurs, ..., et pour les entreprises.

Christophe VELUT – Président A3E Lyon

Comité de Rédaction :

Eddy BLOY, Julien HERENBERG, Alain MARION, Bertrand MANET, 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 (1/7)

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

Crise ou pas crise ? Le rally des marchés est édifiant au regard des analyses économiques sur les perspectives ! Cherchez la spéculation !

Exemples de commentaires :

➤ **Site Xerfi :**

« L'année 2020 sera-t-elle celle de la matérialisation des risques qui planent sur l'économie globale ? »

Les pays leaders de la croissance mondiale -les États-Unis, l'Allemagne ou la Chine- semblent tous avoir dépassé le point haut de leur cycle de reprise. Dans ces trois économies, **les enquêtes de conjoncture vacillent** depuis un semestre et **le plein-emploi semble créer un butoir à la croissance**. La forte probabilité d'un no-deal britannique et d'une extension de la guerre commerciale pèsent également sur le commerce mondial. Et le nouveau reflux des taux d'intérêt à long terme semble entériner les perspectives d'un ralentissement de la croissance et de l'inflation mondiales. Cette conjonction voudrait que **l'économie mondiale bascule dans une récession franche**, qui s'approfondirait en 2020, avec un haut risque de nouvelle conflagration financière à portée systémique.

Cependant, **l'économie mondiale devrait finalement réussir à se maintenir dans un " entre-deux "**, ponctué de brèves plages de ralentissement, prolongeant le clair-obscur qui la caractérise maintenant depuis 10 ans, sans véritable synchronisation des régions du monde... »

INFO NEWS (2/7)

➤ **Les Echos :**

« L'inquiétant coup de frein du commerce mondial : selon le FMI, la croissance des échanges ralentira fortement en 2019, à 2,5%, contre 3,1% en 2018. La guerre commence à peser sur l'activité économique mondiale. »

Notons que c'est la première fois depuis 2016 que ce mouvement de décélération attendue concernera à la fois les Etats-Unis, l'Asie et l'Europe. La croissance attendue de l'Allemagne, historiquement « moteur » de l'Europe, a été révisée à la baisse à 0,7%, contre 1,5% l'an dernier. La France ne s'en sort pas si mal, avec une croissance attendue de 1,4% en 2019, contre 1,5% en 2018. L'Italie en revanche fait face à une récession.

➤ **Option Finance :**

« Une instabilité chronique s'est développée dans la sphère financière, avec une inflation des prix d'actifs sur fonds d'effets de leviers croissants et de prises de risques excessives ».

« Dix ans après la crise de 2008, on se retrouve encore dans une situation où l'accumulation d'un lourd passif à l'échelle globale, gagé par des prix surévalués, rend l'édifice financier vulnérable à un renversement de tendance ».

« Le maintien d'une politique de taux accommodante de taux bas soutient l'édifice de croissance ».

Notons également 10 années de croissance ininterrompue, un cycle d'expansion d'une longévité historique, un chômage au plus bas, et un taux d'inflation qui s'éloigne du taux cible de 2% qui devrait être atteint avec les niveaux de croissance actuels.

INFO NEWS (3/7)

L'évolution du CAC 40 sur le 2^{ème} trimestre 2019 a de quoi être déconcertante, dans le prolongement de notre réflexion du 1^{er} trimestre !

Au-delà des analyses économiques ci-dessus, vous trouverez ci-après un extrait (choisi !) des publications d'Option Finance sur le 1^{er} semestre 2019 :

Rappel du 1^{er} trimestre :

- *10 janvier 2019* : marchés, l'espoir ne suffit plus,
- *14 janvier 2019* : les marchés européens ont débuté dans le rouge, sur fonds d'inquiétude concernant la santé de l'économie chinoise,
- *22 janvier 2019* : les craintes s'accumulent sur la santé des économies mondiale et chinoise, les bourses fléchissent,
- *4 février 2019* : les marchés boursiers européens débutent la semaine sans entrain, en l'absence de catalyseurs haussiers,
- *18 février 2019* : marchés, une hausse en trompe l'œil,
- *28 février 2019* : les bourses européennes surmontent les inquiétudes sur le commerce international,
- *7 mars 2019* : les bourses terminent dans le rouge, la BCE a pris acte du ralentissement économique,
- *12 mars 2019* : les incertitudes sur le Brexit pèsent,
- *15 mars 2019* : le CAC 40 au plus haut de l'année,
- *22 mars 2019* : les bourses européennes pénalisées par la résurgence des craintes sur la croissance économique

2^{ème} trimestre 2019 :

- *2 avril 2019* : la croissance mondiale va ralentir cette année,
- *25 avril 2019* : les Bourses digèrent mal certains résultats d'entreprises,
- *7 mai 2019* : les bourses restent dans le rouge face aux tensions sino-américaines,
- *5 juin 2019* : les bourses clôturent dans le vert en dépit de l'emploi américain,
- *12 juin 2019* : les bourses en repli en l'absence de nouveaux catalyseurs,
- *14 juin 2019* : bourse : la prudence l'emporte face au ralentissement chinois,
- *26 juin 2019* : la prudence l'emporte une nouvelle fois sur les places financières,

INFO NEWS (4/7)

Au vu des commentaires ci-dessus, on pourrait penser que le CAC 40 a connu un 1^{er} semestre très difficile, ...

... et bien non, le CAC 40 s'est envolé, les marchés restent optimistes, avec des commentaires assez surréalistes pour justifier le rally, reposant sur des arguments tels que « la perspective d'une baisse des taux des deux côtés de l'Atlantique a galvanisé les marchés », ..., quand on sait qu'une baisse des taux est signe d'une récession attendue. Il est certain que de nombreux financiers tirent des (gros) profits de cette hausse ne reposant pas sur des critères de « rationalité économique ».

Le CAC 40 a ainsi progressé de 17% sur le semestre, après avoir progressé de 14% sur le 1^{er} trimestre 2019.



Rappelons-nous que la forte progression du 1^{er} semestre 2019 suivait une forte baisse au 4^{ème} trimestre 2018, et que la grande décision du mandat de Mario Draghi attendue pour septembre 2019 est une nouvelle politique de relance de l'économie européenne par baisse des taux directeurs pour faire face aux inquiétudes de ralentissement significatif.

Tout cela nous conduit à maintenir notre commentaire de la lettre du 1^{er} trimestre 2019 : vous êtes « un peu perplexes » ..., bienvenue au club !

INFO NEWS (5/7)

Comment ont évolué les multiples de transactions dans le non coté :

Les multiples moyens « flirtent » toujours avec les sommets, avec un dépassement historique du seuil de 10X l'EBITDA. Le tassement est à ce jour peu perceptible.

Rappelons que des multiples élevés tiennent compte généralement de plusieurs effets : des anticipations de croissance, des niveaux de rentabilité élevés, des effets « pépites », ..., mais également des facteurs spéculatifs.

Dans un contexte d'argent « pas cher », et d'abondance de liquidités, les fonds d'investissements n'hésitent pas à faire monter les enchères sans que l'espérance de flux de trésorerie des entreprises n'augmente. Les dernières décisions de la BCE ne devraient pas contredire ce comportement à court terme.

Pourtant, le risque de récession est bien présent et pris en compte dans la politique monétaire récente.

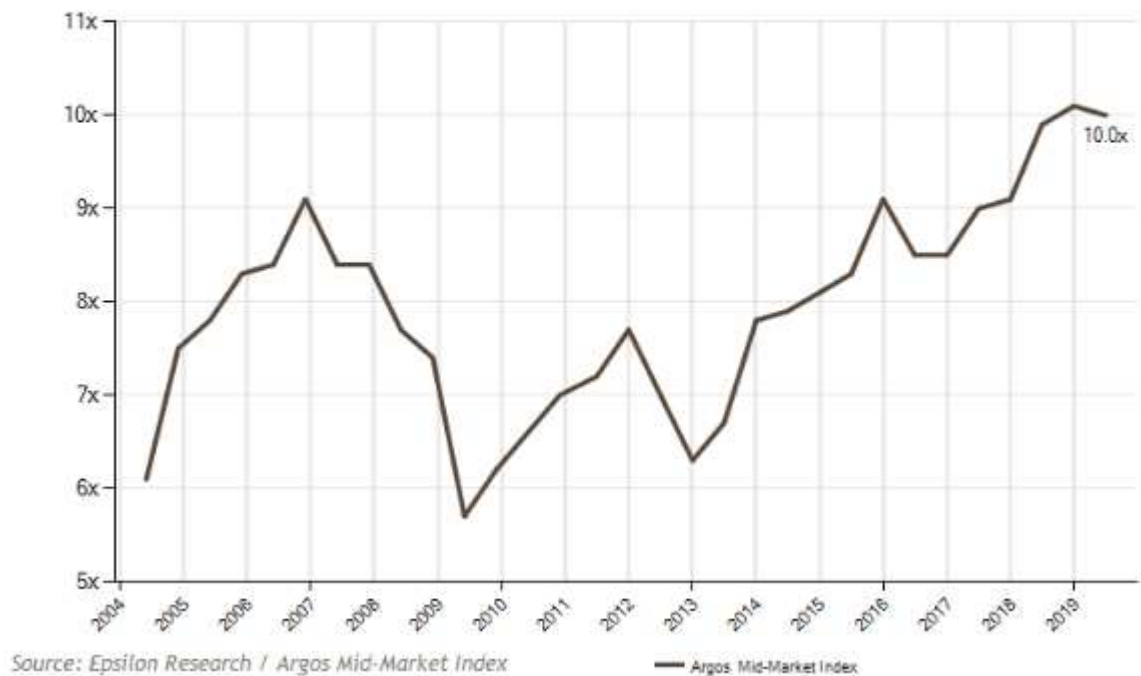
Compte tenu des incertitudes très fortes liées au Brexit et des inquiétudes sur l'économie européenne, une anticipation cohérente est la baisse importante des multiples.

La seule donnée cohérente est la baisse importante des multiples sur des opérations réalisées en Angleterre, compte tenu des incertitudes très fortes sur le Brexit.

Le graphique ci-après met en évidence l'impact « mécanique » d'une forte récession sur les multiples.

Indice Argos Mid-Market

Evolution of the EV/EBITDA historic, 6 months rolling basis

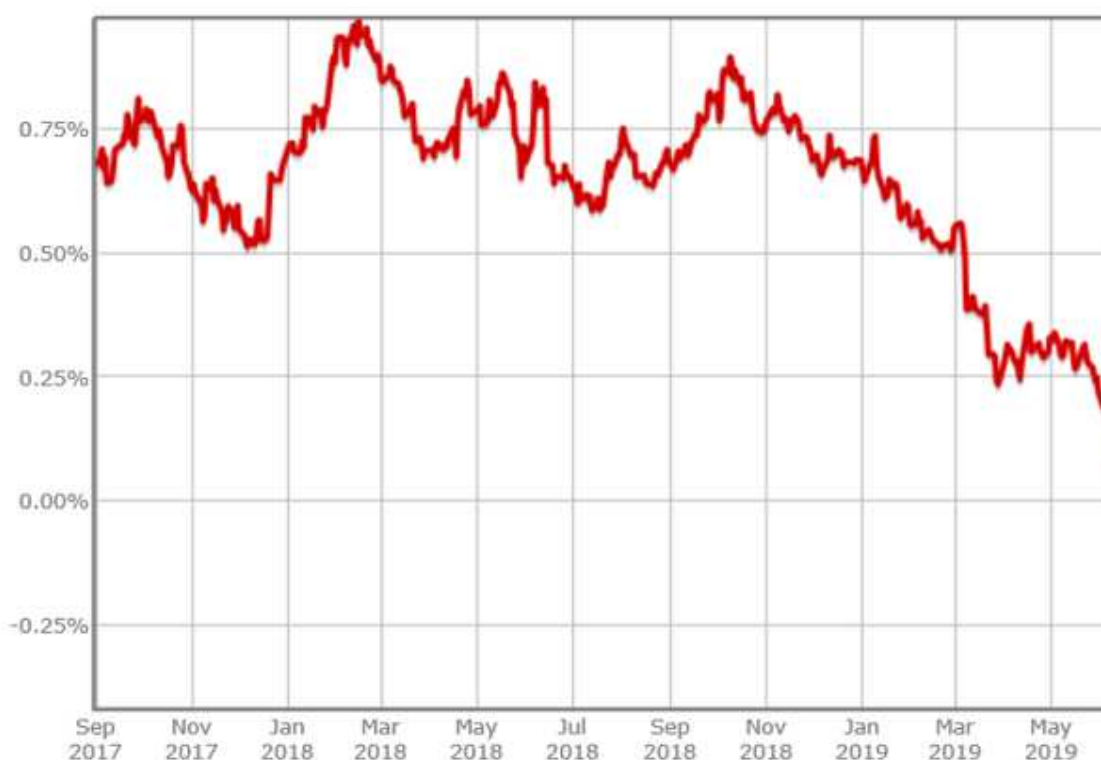


Notons en outre que l'activité de M&A a baissé de 57% en Europe.

INFO NEWS (6/7)

Et où est le risque dans tout ça :

Les taux sans risques n'arrêtent pas de chuter, avec une baisse historique sur le semestre des taux sans risques (taux des OAT 10 ans) :



Les primes de risques marchés n'évoluent pas de manière proportionnelle, dans le contexte où, compte tenu de l'évolution des taux, devenus négatifs après l'été, les quêtes de rendement poussent de nombreux investisseurs à des prises de risques plus élevées dans un contexte d'inquiétude plus large, ..., avec une rentabilité attendue qui n'a pas progressé pour tenir compte de ce facteur de risques complémentaires.

Cette évolution non intuitive conforte la recommandation d'A3E faite après la crise de 2008 de réaliser des évaluations en tenant compte de moyennes de taux sans risques et de primes de risques marché (1, 3, 5 ans par exemple), de préférence à des données spots.

INFO NEWS (7/7)

L'euphorie gagne tous les secteurs, et notamment :

- Le secteur immobilier, avec le prix de l'immobilier qui a franchi à Paris le seuil historique de 10 000€ le m²,
- Le marché de l'art, avec des prix qui donnent le tournis :
 - o 111 millions de \$ pour une toile de la série des meules de foin de Claude Monet (acquis pour 2,5 m\$ en 1986 !),
 - o 91 millions de \$ pour la vente du « Rabbit » signé Jeff Koons,
 - o La cotation de plusieurs artistes a dépassé le seuil mythique des 50 M\$.
- Le marché de la viande de synthèse. L'action de la société Beyond Meat a dépassé en 3 mois la barre des 200\$, pour un cours d'introduction de 25\$, soit une progression de 8X en moins de 3 mois.
- Le groupe Tencent, géant de l'internet chinois (il est notamment propriétaire de WeChat, concurrent de Facebook), 1^{ère} valorisation d'Asie et dans le Top 10 mondial, est valorisé près de 420 Mds \$, contre 405 Mds \$ en 2018. La valorisation avait doublé en un an, entre 2016 et 2017, et été multipliée par près de 50 en 10 ans.

Spécificités de l'évaluation des actifs de propriété intellectuelle dans les groupes industriels – première partie

Gael Franck Evrard, Contrôleur Performance Industrielle pour l'activité Béton, au Corporate du Groupe LafargeHolcim, et membre A3E

Cet article fait suite à la présentation réalisée lors de la réunion A3E du 21 Mai 2019, concernant les spécificités de l'évaluation des droits de propriété intellectuelle dans les groupes industriels. Il est le premier d'une série de trois, dont l'objectif est de présenter des exemples de problématiques rencontrées dans le cadre de nos fonctions en entreprise, ainsi que les grandes lignes de la méthodologie mise en œuvre dans chaque cas de figure.

⇒ Importance stratégique de la Propriété Intellectuelle :

La propriété industrielle (PI) est entrée depuis quelques temps déjà dans une ère nouvelle : elle ne constitue plus simplement une affaire de spécialiste, perçue comme une source de dépenses, mais est devenue une composante majeure de la stratégie d'entreprise.

Gérer la PI ne se limite plus à déposer des titres de PI et à faire des procès en cas de contrefaçon, il s'agit maintenant d'organiser ce qui constitue un axe majeur de la dynamique concurrentielle.

Parmi les objectifs stratégiques classiques assignés à la PI, on trouve fréquemment citée la **constitution d'actifs valorisables** : dans les levées de fond, les fusions-acquisitions et l'organisation de flux financiers, les droits de PI sont des outils essentiels⁽¹⁾. Pour les investisseurs, **la qualité du portefeuille de PI constitue en effet un critère majeur d'investissement**. Plusieurs transactions ayant porté sur des actifs de PI de sociétés en liquidation ont démontré que ceux-ci conservaient une importante valeur aux yeux de leurs acquéreurs. Ainsi a-t-on pu assister au cours des dernières années à :

- la vente du portefeuille de brevets de Nortel pour 4,5 milliards de dollars,
- l'estimation des brevets de Kodak dans la photographie numérique pour 2,6 milliards de dollars (la capitalisation boursière de l'entreprise ne dépassant plus alors les 350 millions de dollars), puis leur cession à un consortium pour 520 millions de dollars seulement,
- la vente aux enchères de la marque Vogica pour 550 000 € suite à la liquidation de la société

C'est pourquoi ce premier article s'intéresse à l'évaluation des droits de propriété intellectuelle dans les opérations de fusion-acquisition, illustrée par un cas rencontré lors de la cession par un Groupe de filiales à l'étranger.

⇒ **Droits de PI transférés lors d'une cession :**

○ **Identification et transfert**

Lorsqu'un groupe cède une activité dans un pays à un tiers, cela inclut en principe les droits de PI nécessaires au déroulement des opérations dans ce pays, sans lesquels le tiers n'aurait pas choisi d'acquérir l'activité. La première étape consiste donc à **identifier précisément les droits de PI pris en compte dans la transaction.**

S'agissant des groupes industriels, le tableau ci-dessous met en évidence les principales formes de PI mises en jeu ⁽²⁾ : si l'ordre d'importance peut varier suivant le type d'industrie, les savoir-faire, secrets de fabrication et brevets seront les formes de PI les plus importantes, suivies par les marques dans une moindre mesure.

	Brevets	Marques	Droit d'auteur	Secret de fabrication	Savoir-faire
Santé	1	4	5	3	2
Electronique	1	4	5	3	2
Industries	3	4	5	2	1
Secteur public	1	3	2	4	5
Loisirs	5	2	1	3	4

Les formes de PI les plus utiles selon les secteurs

Source : Les USA-Canada. Formes de PI utiles pour un avantage compétitif (1 = forme la plus importante pour le secteur)

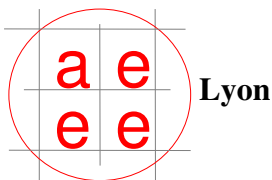
Mais les droits de PI identifiés ne se trouvent généralement pas détenus par la filiale que l'on se prépare à céder. Il faut alors **organiser leur transfert**, de la société détentrice des droits (société mère du Groupe ou autre) à l'entité concernée. On procède donc à un **apport-cession**, cette phase s'intégrant aux opérations de **carve-out** (détournement) qui concernent également d'autres types d'actifs.

○ **Evaluation des droits de PI**

Les droits de PI étant transférés à l'intérieur du Groupe avant cession, leur évaluation doit se faire dans le **respect des recommandations de l'OCDE** en la matière (qui seront développés dans un second article relatif aux prix de transfert).

Dans le cas de figure rencontré, les savoir-faire qui ne sont pas directement associés à un brevet transféré ne font pas l'objet d'une évaluation spécifique : ceux-ci sont intégrés directement dans le Business plan de la filiale cédée, sous la forme de réduction de coûts de production par exemple (meilleure productivité, réduction de coûts qualité, etc...).

Les marques locales et brevets font par contre l'objet d'une évaluation détaillée, réalisée par des cabinets spécialisés.



○ **Evaluation d'un portefeuille de brevets transférés à l'entité cédée**

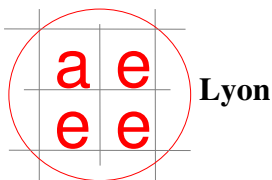
La première étape a permis de définir un portefeuille de brevets portant sur des produits et procédés de fabrication. Le travail d'évaluation se fait autant que possible par famille de brevets (brevet initial et extensions à l'étranger). Les savoir-faire associés aux brevets sont intégrés dans le périmètre de l'évaluation mais les savoir-faire sous-jacents de R&D ne le sont pas.

Certains brevets sont utiles pour établir des barrières à l'entrée sur certaines technologies mais ne sont **pas exploités** : il n'est pas possible dans ce cas d'estimer de manière fiable le revenu qui pourrait être obtenu de leur exploitation. Pour ces brevets, c'est donc la méthode **des coûts historiques reconstitués** qui est utilisée. Validée par la jurisprudence, cette méthode considère que la valeur des droits est égale au montant cumulé des frais de constitution pour les brevets, soit les coûts historiques de R&D et de dépôts de brevets. Si certains coûts historiques ne sont pas reconstituables, un équivalent de coût est obtenu sur la base d'éléments de marché : le coût de dépôt d'un brevet, d'une recherche d'antériorité, et les coûts de la R&D nécessaire à l'obtention des brevets sont ainsi estimés.

Concernant les brevets exploités, pour lesquels il est possible d'estimer un niveau d'exploitation sur la base du réalisé, c'est cette fois la méthode **des redevances actualisées** qui est retenue.

Le principe du calcul est le suivant :

- **évaluation du chiffre d'affaires réalisable par année** sur les produits mettant en jeu les droits de PI, par une entreprise ayant acquis ces droits, pour la durée prévue d'exploitation de ceux-ci : l'estimation est réalisée en fonction des besoins du marché, des prix de vente estimés, de la part de marché atteignable, de la période estimée d'utilisation des brevets, qui est au plus égale à la période de protection, etc...
- **application d'un taux de redevance** à ce chiffre d'affaire: le taux observé pour les activités industrielles est généralement bas, entre 0,5 et 1%. Ceci s'explique par le fait que les technologies industrielles sont principalement constituées de savoir-faire : comme expliqué précédemment, les brevets ne constituent qu'une partie de la PI mise en jeu ici. La rentabilité du secteur et la qualité des brevets vont également influencer sur ce taux. Dans la mesure du possible, le taux retenu sera fiabilisé par comparaison avec les taux de redevance référencés par des bases de données spécialisées pour des licences accordées dans des cas comparables.
- **actualisation à la date de cession des flux de redevances théoriques** futures obtenues : le taux d'actualisation retenu est ici le wacc du Groupe cédant, qui assure le financement de l'ensemble des projets d'investissements. Le risque spécifique au brevet en question n'est donc pas porté par le taux d'actualisation, ..., mais par le coefficient de pondération du taux (cf. ci-après).
- **pondération du résultat obtenu** par un coefficient multiplicateur, tenant compte cette fois des **risques juridiques et économiques spécifiques**, et qui sera donc estimé pour chaque famille de brevets.



L'analyse juridique insiste sur les **critères susceptibles d'affecter la validité ou la portée des droits** : portée technique permettant d'interdire la fabrication ou commercialisation de tout produit faisant appel à la technologie brevetée, couverture géographique, qualité et suffisance de la description, liberté d'exploitation, homogénéité du portefeuille de brevets permettant de former un ensemble défensif plus efficace.

Cette grille de lecture permet de **rendre plus objective et plus lisible l'analyse des risques**. Chaque facteur se voit affecté d'un coefficient spécifique (entre 0 et 1), le coefficient de risque global étant obtenu par multiplication de ceux-ci. L'opinion des spécialistes techniques et juridiques est donc facilement traduite dans les hypothèses chiffrées, ce qui ne pourrait être obtenu en incluant l'ensemble de ces facteurs de risques dans le taux d'actualisation.

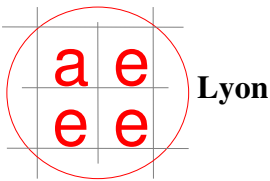
- **Evaluation des marques commerciales (marques BtoB) :**

Concernant les marques commerciales transférées (qui correspondent généralement à des marques locales liées aux produits), seules sont prises en compte celles qui sont réellement exploitées (celles qui ne le sont pas pouvant être utilisées par une tierce partie après quelques années).

Le principe de l'évaluation est le même que pour les brevets exploités : l'évaluation est faite sur la base des redevances qui seraient versées si la marque était licenciée, calculées selon le chiffre d'affaires pris en compte dans les prévisions de l'année en cours.

L'horizon temporel est par contre considéré comme infini pour les marques, en l'absence d'indicateurs mettant en évidence un horizon défini, notamment dans le cas où les marques sont liées à un produit : il faut donc tenir compte de coûts de renouvellement dans le business plan, et calculer une valeur résiduelle au terme de l'horizon défini.

Le taux de redevance retenu est également faible pour les marques locales (0.5%) : la marque est considérée comme un actif de moindre importance en comparaison des savoir-faire industriels dans un secteur basé sur les investissements, et les marques locales perdent de leur attractivité une fois détachées de la marque maitresse du Groupe. La base de données RoyaltySource Intellectual Property Database fournit des références qui permettent de valider ce taux.



A l'analyse juridique, adaptée au contexte des marques (risque de réputation par exemple) s'ajoute pour chaque marque à réaliser une **analyse du risque économique**, qui couvre notamment la position de la marque sur le marché et sa capacité à la préserver, le caractère établi de la marque et la fidélité des clients, la qualité de l'image, l'importance des produits vs. la marque, les potentiels d'extension (nouveaux produits, nouveaux territoires), les investissements réalisés dans la marque et la protection légale.

Le coefficient multiplicateur appliqué à la somme des redevances théoriques actualisée couvre donc in fine l'ensemble des risques juridiques et économiques.

Note : les méthodes utilisées sont présentées ici à titre d'exemple, le lecteur intéressé par une vision d'ensemble sur les méthodes d'évaluation des marques et brevets pourra se référer aux lettres d'information A3E dédiées, disponibles sur le site :

- Lettre trimestrielle n°6, premier trimestre 2011, concernant l'évaluation des marques
- Lettre trimestrielle n°10, deuxième trimestre 2013, concernant l'évaluation des brevets

Guide « PME : pensez propriété intellectuelle ! », édité par le Ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi, inspiré par les travaux de P. Corbel et F. Fernandez sur ce point.

- (1) « La gestion et l'usage de la propriété intellectuelle par les entreprises françaises », Pierre Ollivier et Philippe Simon, Etude pour le Commissariat général à la stratégie et à la prospective

L'évaluation vue par Monsieur Toussaint

Philippe BAU, expert près la Cour d'Appel. Membre d'A3E

L'évaluation d'entreprise, comme toute autre discipline, a beaucoup évolué puis plusieurs années.

Je retrouve dans mes archives (3 générations) un article signé par Monsieur Paul TOUSSAINT, Président de la Chambre nationale des conseillers financiers, datant du 1er Septembre 1964 et publié dans les Petites affiches lyonnaises-La gazette judiciaire.

Cet article s'intitule « Quand, pourquoi et comment déterminer la valeur économique de toute entreprise dans la conjoncture actuelle ».

Le contexte de l'époque, évoqué dans l'article, est une relative inflation (3.4 % en 1964 contre 4.8 % sur chacune des deux années précédentes), mais pourtant modérée.

L'auteur explique le contexte dans lequel la détermination de la valeur économique s'impose : la très rapide évolution de la conjoncture économique qui met les entreprises devant la nécessité d'une adaptation continue dont dépend leur survie. « Toute inadaptation condamne ». « Les opérations jusqu'alors exceptionnelles se multiplient : fusions, prises de participation, accords de spécialisation, reconversions, etc. »

L'auteur explique ensuite la méthodologie à mettre en œuvre pour procéder à la détermination de la valeur économique d'une entreprise :

- L'estimation en valeur d'utilisation des terrains, bâtiments et matériels constituant les immobilisations d'exploitation de l'entreprise,
- L'évaluation des éléments incorporels attachés à l'exploitation et [puis] détermination de la valeur économique de l'actif net

L'estimation de la valeur d'utilisation des actifs matériels consiste à déterminer la valeur de remplacement de ces actifs en tenant compte de plusieurs facteurs :

- « Montant des capitaux qui devraient être investis pour reconstituer l'ensemble considéré, en l'état où il se trouve et en vue d'une utilisation semblable », en tenant compte de la vétusté, de l'obsolescence,
- « En supposant a priori que l'entreprise présente des conditions normales d'exploitation en tant que : gestion plein emploi des installations, personnel, stock indispensable, aisance de trésorerie, carnet de commandes, rentabilité, position occupée dans la branche professionnelle, perspectives...

- L'interprétation de ces données permet le cas échéant d'appliquer une décote à la valeur, « correspondant aux capitaux que l'exploitation en cause se révèle impuissante à rémunérer normalement »,
- L'interprétation de ces données permet le cas échéant d'appliquer une plus-value lorsque le secteur est en expansion, que l'implantation géographique permet d'obtenir des facilités d'exploitation, que se présentent des possibilités d'extension, de conversion, de reconstitution rapide de l'ensemble considéré...

En ce qui concerne l'évaluation des éléments corporels et incorporels composant le fonds de commerce ou d'industrie, cette tâche doit être confiée à « un corps de spécialistes dotés d'une solide formation financière et économique » permettant de « relayer les techniciens, architectes ou ingénieurs, préalablement désignés en vue d'estimer la valeur d'utilisation des installations ».

Cette détermination de valeur dépend des facteurs suivants :

- Des résultats réels de l'exploitation et de la capacité à les maintenir, voire les élever, eu égard au climat économique,
- Ces résultats étant modulés par un correctif apporté sur les amortissements comptables par rapport aux amortissements techniques, à déterminer lors de la phase précédente d'évaluation des immobilisations corporelles

Monsieur TOUSSAINT constate que les bilans ne représentent que très partiellement la valeur des immobilisations corporelles et incorporelles et estime que « aucune formule mathématique n'ayant jamais permis d'apporter à cette valeur [comptable] le correctif indispensable [pour obtenir la juste valeur], seuls « les banquiers, experts-comptables, conseillers fiscaux, experts financiers et chefs d'entreprise, peuvent prendre l'entière responsabilité du choix de leurs méthodes d'évaluation et des incidences possibles de leurs conclusions ».

En somme, l'évaluation économique de toute entreprise, proposée par Monsieur Paul TOUSSAINT dans le contexte de l'époque, consiste à retenir l'actif net réévalué, en remplaçant la valeur comptable de tous les actifs par rapport à leur valeur de remplacement, eu égard aux conditions d'exploitation et à la capacité bénéficiaire.

Il faut se rappeler qu'en 1964, émerge la théorie du MEDAF (Modèle d'équilibre des actifs financiers par Sharpe, Lintner et Mossin), issue de la « Théorie du portefeuille » de Markowitz, 1952 (Prix Nobel d'économie en 1990), qui va révolutionner l'évaluation en décrivant le rapport étroit entre rentabilité et risque.

On voit à la lumière de cette nouvelle approche, combien la pratique proposée par Monsieur TOUSSAINT en 1964, qui partait pourtant de principes louables mais peu établis, a permis d'asseoir les méthodes d'évaluation sur des critères beaucoup plus tangibles et efficaces.

Etat de la réflexion en cours sur la prise en compte de la norme IFRS 16 sur les contrats de location

Christophe VELUT – Président A3E – Directeur Général Orfis

Suite de la lettre trimestrielle n° 24 – décembre 2018

Rarement une norme n'aura fait couler autant d'encre et soulever autant de débats, ..., débats qui restent ouverts, bien que la norme soit applicable de manière obligatoire pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2019, pour un certain nombre de points très structurants, et notamment sur la question de la durée du contrat de location (« lease term »).

A titre d'information, la question sur les « lease term » pourrait conduire à constater des dettes financières plus importantes au bilan que ce qui est fait actuellement. L'IFRS IC a été saisi en juin 2019 sur le sujet ; une réponse est attendue d'ici fin 2019.

Il est utile de faire un point sur l'état de la réflexion de l'impact de l'application de la norme IFS 16 sur les évaluations, dans le contexte notamment de l'arrêté des comptes semestriels :

- **Evaluations hors contexte comptable :**

La position à ce jour de nombreux évaluateurs et associations d'évaluateurs, est de considérer que les évaluations continueront d'être réalisées dans un 1^{er} temps sans tenir compte des contrats de location, à l'exception des secteurs d'activité pour lesquels les contrats de location avaient déjà été retraités (ex : aéronautique, hôtellerie, ...).

Cette position qui paraît simple, n'est en réalité pas si simple que cela, pour de nombreuses raisons, et notamment :

- Les évaluateurs souhaitent continuer de retraiter les contrats de location financement, ..., dans le contexte où la norme IFRS 16 ne fait plus de distinction entre contrats de location, financement et contrats de location simple. Il est important que les groupes puissent maintenir cette distinction dans leurs plans de comptes,
- A ce jour, les bases de données qui permettent de calculer des multiples (transactions, comparables boursiers, ...) sont hors retraitements des contrats de location. Nous n'avons pas à ce jour les retours des bases de données. Cependant, il conviendra d'être très vigilant dans le futur de bien identifier sur quelles bases les données sont entrées (EBITDA, dettes nettes, ...). Il est probable que cette question ne se pose pas avant un an ou deux.

- Evaluations dans le contexte IFRS :

Nous n'aborderons dans cet article que la question des tests de dépréciations.

Les nombreuses réflexions engagées depuis 3 ans, à l'initiative d'A3E, puis menées conjointement avec les organisations professionnelles n'ont pas pu aboutir à ce jour à des solutions satisfaisantes au regard de la norme.

En effet, l'option proposée par les évaluateurs (dite option 3) consistant à prendre en compte l'actif et le passif liés aux contrats de location dans la valeur comptable de l'UGT, calculer des flux prévisionnels et le wacc avant effets d'IFRS 16) est la méthode qui présente le plus de cohérence d'ensemble (entre le wacc, les flux, ...), et le moins de risque d'erreur ; elle n'est cependant pas considérée dans le principe comme strictement conforme aux normes IFRS.

La France a été précurseur sur le sujet. Il est très surprenant de constater que certains pays n'ont toujours pas adressé le problème.

L'application de la norme IFRS 16 complexifie la réalisation des tests de dépréciation, notamment à 3 niveaux :

- **Nouveaux actifs à tester** : Le par. IFRS 16.33 demande d'appliquer les dispositions d'IAS 36 pour la réalisation des tests de dépréciation du droit d'utilisation. Selon le par. IAS 36.22, le droit d'utilisation doit être testé de manière isolée lorsque les flux qu'il génère sont largement indépendants de ceux produits par les autres actifs. Dans le cas contraire, il est testé au sein de l'UGT ou du groupe d'UGT auquel il se rattache. Lorsque les actifs devront être testés de manière indépendante (cas notamment dans le secteur du luxe), le process de réalisation des tests de dépréciation sera rendu plus complexe,
- **Calcul de la valeur comptable des UGT** : la norme ne permet pas d'exclure de la valeur comptable de l'UGT l'actif lié au droit d'utilisation. Concernant la dette financière, la lecture de la norme conduit à 2 positions (qui reviennent in fine au même) :
 - o option 1 : soit la dette liée à l'obligation locative n'est pas prise en compte dans la valeur comptable de l'UGT, dès lors qu'elle est qualifiée de dette financière par la norme,
 - o option 2 : soit la dette financière est déduite à la fois de la valeur comptable de l'UGT et de la valeur recouvrable, par application du par. IAS 36.78,
- **Détermination de la valeur recouvrable** : à la lecture de la norme, les flux prévisionnels devraient être calculés après retraitements des contrats de location selon IFRS 16 (loyers exclus des flux prévisionnels, ...). L'application de ce principe soulève de très nombreuses questions pratiques sur la réalisation. A titre d'exemple :
 - o Le gearing « comptable » étant modifié, le « wacc comptable » devrait être modifié à la baisse en théorie. Les nombreuses réunions organisées par A3E depuis 2 ans sur le sujet avec des départements évaluation n'ont pas permis d'arriver à un consensus sur les modalités d'ajustements du wacc, dans un contexte où, comme indiqué ci-dessus :

- Les gearings sectoriels calculés dans les bases de données sont déterminés avant IFRS 16, et continueront d’être déterminés avant IFRS pendant un certain temps,
 - Les dettes nettes seront très différentes selon les groupes en fonction de l’option de transition retenue : il semble que la grande majorité des groupes cotés en France ait opté pour la méthode de transition rétrospective simplifiée, qui conduira à une dette plus faible que la méthode rétrospective complète,
 - Les dettes financières seront très différentes d’un pays à l’autre, en fonction des modalités de calcul des « lease term » retenues,
 - Les dettes financières d’un groupe pourront être très volatiles dans le temps, en fonction de la durée résiduelle des contrats de location à chaque clôture (avec des « à-coups » importants l’année de renouvellement),
- Sans rentrer dans le détail, ce point ayant déjà été abordé précédemment, des retraitements spécifiques devront être généralement être effectués au titre des renouvellements, notamment de ceux effectués après la fin de l’horizon explicite,
 - Il conviendra d’être vigilant de maintenir dans les flux prévisionnels la fraction des loyers non intégrée dans le calcul de la dette nette dette (contrats de courte durée ou de faible montant, loyers totalement variables, indexations de loyers futures non prises en compte dans la dette, composantes services figurant dans les loyers, ...)

Dans l’attente d’une position dogmatique consensuelle, on peut constater que de nombreux groupes ont conservé pour des raisons pratiques des tests de dépréciation avant IFRS 16.

Les modalités de mise en œuvre de ceux qui indiquent avoir retraité IFRS 16 ne sont généralement pas très claires, et semblent résulter souvent de la mise en œuvre de « raccourcis » :

- à la fois pour le calcul des wacc (« wacc calculatoire » pour arriver au même résultat qu’avant IFRS 16, comme cela avait pu être appliqué dans le passé pour l’effet d’impôt ; maintien du wacc avant IFRS 16, ce qui est pénalisant au niveau des tests,...),
- et également pour le calcul des flux prévisionnels (pas de retraitements au titre des renouvellements, approche simplifiée pour le calcul de la valeur terminale,...).

Heureusement, l'impact au 30 juin 2019 est en théorie limité pour 2 raisons :

- il semble que la majorité des groupes cotés ait retenu la méthode rétrospective simplifiée, ce qui conduira à la date de transition à l'absence d'écart (ou à un écart marginal) entre l'actif et la dette liée aux contrats de location,
- en principe, la 1^{ère} application de la norme IFRS 16 ne devrait pas avoir d'impact significatif dans le cas d'une valeur recouvrable déterminée par rapport à des flux de trésorerie prévisionnels. La question ne se posera donc généralement pas pour les groupes pour lesquels l'enjeu de dépréciation est faible (écart entre la valeur recouvrable et la valeur comptable de l'UGT avant IFRS 16 est très significatif).

Dans ce contexte, de nombreux groupes n'ont pas modifié à ce jour les modalités de réalisation des tests de dépréciation, ont appliqué par défaut l'option 3 des évaluateurs, en tant que « méthode transitoire par défaut », ou ont mis en œuvre une méthode « dite - raccourci » (cf supra), notamment dans les cas où l'enjeu de dépréciation est limité.

Cette situation n'est pas confortable ni pour les groupes (les modifications de calcul des tests de dépréciation pour appliquer IFRS 16) nécessitant de revoir les modalités de calcul des flux prévisionnels, de renforcer les contrôles, compte tenu des risques d'erreurs, ..., ni pour les départements évaluation en charge de la revue des tests de dépréciation. Il est à noter que les départements évaluation des cabinets ne revoient généralement pas les modalités détaillées de calcul des flux prévisionnels. Le retraitement des flux prévisionnels selon la norme IFRS 16 rendra obligatoire la réalisation de diligences spécifiques, compte tenu du risque élevé d'erreurs (cf supra).

Il serait utile qu'un consensus puisse être trouvé le plus rapidement possible, en espérant que ce consensus reste cohérent avec la réalité économique, ..., et la position des évaluateurs, comme cela a pu être déjà le cas dans le passé.

Doctolib : la nouvelle licorne française

Lisa MARMONE, consultante chez ORFIS, et Christophe VELUT

Rappel sur la définition et le nombre de licornes :

Le terme de licorne dans l'univers des start-ups n'a rien d'imaginaire comme l'animal qui porte son nom, mais il est bien présent dans le secteur des nouvelles technologies.

Cette désignation a été inventée par une spécialiste du capital risque, Aileen Lee, soucieuse de voir seulement 0,1% des entreprises dans lesquelles investissaient les fonds, atteindre une valorisation supérieure à 1 milliard de dollars. Elle a donc cherché à employer un terme vendeur pour qualifier ce phénomène.

Fin 2013, le terme de licorne était lancé. Au sein des licornes, les décacornes désignent les valorisations de plus de 10 mds \$, et les pentacornes celles de plus de 50 mds \$.

Cependant, atteindre une valorisation de plus d'un milliard de dollars n'est pas suffisant pour rentrer dans la prestigieuse sphère des licornes. L'entreprise en question doit faire partie du secteur des nouvelles technologies (e-commerce, software, marketplace, etc.), ne doit pas être cotée en bourse et doit être récente.

Devenir une licorne apporte une certaine notoriété et une forte légitimité auprès des investisseurs.

Il existe 350 licornes dans le monde :

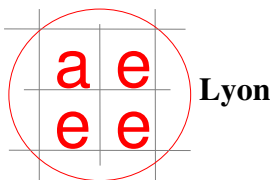
- en nombre, 173 (49%) licornes sont principalement aux Etats-Unis, 89 (25%) en Chine, 38 en Europe, et 16 en Inde,
- en valorisation : 1 072 mds \$, les poids relatifs sont similaires : elles sont situées principalement : pour 537 mds \$ (50%) aux Etats-Unis, pour 334 mds \$ (31%) en Chine, pour 82 Mds \$ en Europe, et pour 47 mds \$ en Inde.

Etats-Unis : notamment Uber, Airbnb, Pinterest, etc.), en Asie : notamment Didi Chuxing, Xiaomi, Toutiao, etc.).

En Europe, c'est le Royaume-Uni qui domine avec 25 licornes et une décacorne (Global Switch), valorisée plus de 11 mds \$.

Concernant la France, jusqu'à présent seules 4 sociétés françaises étaient en mesure de remplir les critères d'appartenance au groupe des licornes : Blablacar, Vente-privée.com, Deezer et OVH.

Mais 2 nouvelles start-up françaises ont obtenu très récemment ce prestigieux titre et ont rejoint le club très fermé des licornes françaises.



Il s'agit de Doctolib (objet de cet article), célèbre plateforme de rendez-vous médicaux en ligne, devenue 5^{ème} licorne française le 19 mars 2019 et de Meero, la start-up de contenus photo/vidéo, devenue 6^{ème} licorne française fin juin 2019, avec une levée de fond à plus de 205 millions d'euros.

Doctolib, l'une des 2 nouvelles licornes françaises :

S'agissant de Doctolib, cette start-up dont le nom est devenu familier pour beaucoup d'utilisateurs, a vu le jour en 2013 grâce à Stanislas Niox-Château (diplômé d'HEC), Jessy Bernal et Ivan Scheider (tous les deux, ingénieurs).

Le concept de Doctolib se fonde sur un service en ligne de gestion de rendez-vous médicaux mettant en relation des patients et des professionnels de la santé. Les fondateurs ont dû faire face au véritable défi qu'est la digitalisation du secteur de la santé, ..., un challenge relevé haut la main.

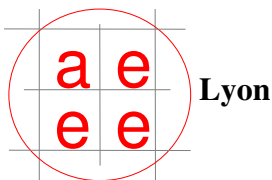
Présente dans 40 villes, la plateforme compte actuellement entre 75 000 praticiens (selon les informations obtenues), dont 5 000 en Allemagne et 30 millions de visiteurs par mois. Doctolib compte 850 salariés. Comme dans beaucoup d'autres cas, nous ne disposons pas sur les sites d'informations précises sur les performances et la situation financière de la société, ..., ce qui est dommage.

Le modèle économique de la plateforme repose sur celui d'un éditeur de logiciel, c'est-à-dire qu'elle se rémunère non pas avec des données recueillies mais par le service vendu aux médecins (abonnement de 109€ par mois).

Doctolib s'est imposé en 2018 comme le leader de la prise de rendez-vous en ligne en France notamment grâce au rachat de son principal concurrent MonDocteur. Sans compter que depuis janvier 2019, un système de vidéo-consultation a été mis en place grâce à 500 médecins partenaires.

Aujourd'hui, le principal concurrent de Doctolib n'est autre que le précurseur de la prise de rendez-vous médicaux en ligne l'américain ZocDoc. Les deux start-ups sont actuellement au même niveau s'agissant du financement, mais ZocDoc est en dessous en terme d'utilisateurs d'après Stanislas Niox-Château (fondateur de Doctolib).

Cependant, le modèle de fonctionnement de Doctolib et son succès grandissant n'ont pas été sans conséquences. En effet, en 2018, la start-up a été confrontée à une attaque en règle de l'Union française pour une médecine libre (UFML). Celle-ci reproche notamment à la plateforme de rendez-vous médicaux, le non-respect de la protection des données de santé ainsi qu'une forme de concurrence déloyale, ..., critiques rejetées par Doctolib.



Une valorisation qui atteint 1 milliard d'euros reposant sur une logique de prix et non de valeur :

La croissance soutenue que connaît Doctolib a pu être financée par les différentes levées de fonds que la start-up a réalisé auprès de différents financiers (BPI France, Eurazeo, Kernel et Accel) :

- levées de fonds de 26 millions d'euros et 35 millions d'euros auprès de BPI France et Eurazeo respectivement en janvier et novembre 2017,
- levée de fonds de 150 millions d'euros réalisée le 19 mars 2019. Parmi les investisseurs, outre les historiques, on notera en particulier l'entrée au capital du fond d'investissement General Atlantic, acteur clé du financement de la tech (financement d'Alibaba et Airbnb entre autres). Notons que malgré ces tours de table successifs, la plateforme reste contrôlée par les cofondateurs et les salariés.

La dernière levée de fonds a valorisé Doctolib à un milliard de valorisation.

Nous n'avons pas d'informations sur le niveau de CA de Doctolib. Si l'on considère que Doctolib facture 75 000 praticiens x 109€ x 12 mois, cela représenterait un chiffre d'affaires de 98,1 M€. Il est très probable que le CA réel soit inférieur.

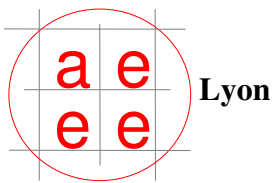
Doctolib est devenu alors le premier site d'e-santé en Europe et l'un des tous premiers au monde.

En dépit d'une valorisation au-delà du milliard, Doctolib n'est toujours pas rentable compte tenu notamment d'investissements élevés, et qui vont rester élevés à moyen terme. Doctolib compte en effet doubler ses investissements cette année, estimés à 23 millions d'euros environ, accélérer le déploiement de son service de téléconsultation (apparemment remboursé depuis septembre 2018 par la sécurité sociale dans les mêmes conditions que la consultation physique), doubler ses effectifs d'ici 3 ans, et diversifier son développement international au-delà de la France et de l'Allemagne.

L'ambition annoncée de ses fondateurs et de ses actionnaires est de faire de Doctolib une « Décacorne », c'est à dire valorisée à plus de 10 milliards d'euros.

Il est dommage que, à l'image de beaucoup de belles start-up, de nombreuses évaluations circulent, et sont relayées sur les sites, sans être appuyées sur des informations précises sur l'évolution des indicateurs clés d'activité et de performance, ni d'indications sur les éléments sur lesquels l'évaluation a été construite.

Selon une technique bien rodée, le prix « s'est positionné en tant que valeur », dans un contexte qui plaît au « marché » (stratégie de leader, très fortes ambitions, avec les niveaux d'investissements qui vont avec, forte prime de taille implicite, ...), qui permet de se libérer des « contraintes » des méthodes traditionnelles (non prise en compte de niveaux de pertes très significatives, des besoins de trésorerie très élevés, prix de référence accepté par des investisseurs prestigieux, ...). C'est ce que l'on appelle pudiquement un prix « stratégique », que les actions de communications positionnent comme « un prix de référence », qui servira notamment en cas de future introduction en bourse.



Il ne faut pas oublier cependant que le prix est constitué en grande partie d'un droit d'entrée que des investisseurs significatifs ont accepté de payer pour ne pas « rater le coche », dans un contexte d'espérance de gains attendus très élevée, ..., mais d'un risque de pertes qui n'est pas négligeable non plus. Ces investisseurs ont également une logique de diversification de portefeuille, ils sont prêts à mettre des « tickets » élevés, ce qui explique en partie certains niveaux de prix acceptés (anticipation que sur un portefeuille d'investissements, certains généreront des pertes, mais recherche d'au moins une « pépite » que dégagera des plus-values très élevées).

Nous ne pouvons qu'être à la fois admiratifs et perplexes en tant qu'évaluateur sur ces niveaux de valorisation. La « vérité » de la valeur intrinsèque n'apparaîtra encore une fois que le jour où la pérennité du « business model » sera démontrée (c'est-à-dire la preuve du concept d'un CA rentable, le moment où la société sera en mesure d'appréhender la rentabilité en « vitesse de croisière des capitaux investis nécessaires à l'exploitation »).

Sources : les informations sur Doctolib sont issues de recherche faites sur différents sites internet (les Echos, la Tribune, Bfmbusiness, L'expansion, Le Point, Business France, Maddyness,...).