

ASSOCIATION DES EXPERTS EN
EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E Lyon)

Lettre trimestrielle n°3 – 3^{ème} trimestre 2009

Sommaire :

- Edito du Président,
page 1
- Crise et valorisation,
le point de vue de la
banque d'affaires sur
les opérations
boursières,
page 2
- Le point de vue de
l'analyste sur les
valorisations en
période de crise,
page 4
- Evolution des
comportements des
fonds de PE et des
valorisations des
opérations de LBO,
page 7,
- Synthèse de l'étude
A3E sur l'évaluation
en période de crise,
page 9.

Thèmes abordés dans
les prochains
numéros :

- Synthèse de la 7^{ème}
enquête prix-
valeur.
- Le point de vue des
entreprises sur
l'évaluation en
période de crise.

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.

Comme nous vous l'avions annoncé, cette 3^{ème} lettre est organisée autour du thème de l'évaluation en période de crise. Nous avons souhaité avoir le point de vue des différents acteurs : analystes, banques d'affaires, évaluateurs,...

Force est de constater que l'effet de levier que nous avons anticipé en 2008 est intervenu : baisse dans un 1^{er} temps des performances, et baisse en 2009 des multiples et paramètres d'évaluation, qui conduisent à une tendance à la minoration des valeurs, et à un attentisme fort, comme l'indiquent très justement Eric Leclercq et Bertrand Manet, ..., voire à la sous-évaluation manifeste de certaines valeurs.

Comme le souligne Valérie DIEPPE il existe une règle intemporelle à laquelle on ne peut s'opposer, quelque soit le contexte économique : mieux vaut avoir tort avec le marché, puisque le marché a toujours raison...

Malheureusement, quand on analyse la progression du CAC 40, beaucoup plus rapide que prévue, et en décalage avec certains fondamentaux économiques (chômage,...), on ne peut que déplorer le fait que la crise n'aura visiblement pas servi de leçons à un marché avide de compenser le plus rapidement possible ses pertes,..., et de faire de bonnes affaires. Le marché est intéressé par le prix et pas nécessairement la valeur, ... mais ce n'est pas une nouveauté.

L'analyse de l'enquête A3E présentée par Rémy Paliard montre que la crise n'a pas introduit de révolution majeure : elle a eu l'effet très positif de remettre en avant les fondamentaux de la démarche d'évaluation, et de redonner au discernement et au jugement le poids qu'il doit avoir, à la fois dans le choix de la méthode d'évaluation, dans le diagnostic, dans les modalités de mise en œuvre et dans les paramètres retenus pour l'évaluation. Nous ne pouvons que nous en féliciter.

Elle met cependant en exergue la complexité de se prononcer sur une valeur. Face aux nombreuses questions techniques soulevées par la crise, il est indispensable d'avoir des positions communes, ce qu'A3E essaye de faire. Cette complexité amène de nombreux professionnels à retenir une fourchette de valeurs, en attendant d'avoir un peu plus de visibilité sur les tendances économiques et sectorielles.

Christophe VELUT – Président A3E Lyon

Comité de Rédaction :

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

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

Crise et valorisation, le point de vue de la banque d'affaires sur les opérations boursières

Eric LECLERCQ (Banque de Vizille)

« Quand la mer est démontée, le marin reste au port ».
« Le jeu de l'écart entre valeur et prix a été très prisé ces derniers mois ».
« Le contexte : un grain de poussière fort perturbant pour l'évaluation ».
« Une modification de « l'analyse / miroir » effectuée par la banque d'affaires des problématiques d'entreprises ».

De quelles façons les banques d'affaires ont-elles traité la question de l'évaluation des entreprises au cours de la période récente ?

Une période pleine de paradoxes d'abord, au cours de laquelle les variables exogènes l'emportaient sur les données intrinsèques de l'entreprise :

- que vaut une entreprise non cotée qui se porte bien si ses « pairs » souffrent en bourse ?
- quel sens donner à la prime de risque spécifique ou au Bêta si l'entreprise de taille moyenne bénéficie d'une volatilité moindre que la moyenne du marché non parce qu'elle est moins risquée mais parce qu'elle est moins liquide. Une autre façon de le dire : les valeurs petites, moyennes ou non cotées sont-elles vraiment moins risquées que les grands groupes cotés parce que leurs primes de risque sont plus faibles ?

Entre les primes de risque, les transactions récentes, les comparables boursiers, et des cours de bourse, dans plus de la moitié des cas, inférieurs aux capitaux propres par action voire à la trésorerie nette par action, les banques d'affaires ont dû rechercher toutes les pondérations possibles entre ces méthodes pour faire avancer avec beaucoup de difficultés les transactions de leurs clients. Les écarts de valorisation étaient toujours de bonnes raisons pour voir se ralentir le rythme des opérations: soit les clients estimaient ne pas être concernés par l'impact de la psychologie collective des intervenants en bourse sur la valeur de leur entreprise,... soit les contreparties, anticipant une baisse des valorisations, restaient prudentes sur leurs offres... Et si ce n'était pas un problème de valorisation, ce sont les financements qui n'étaient pas au rendez-vous...

Le jeu de l'écart entre valeur et prix a donc été très prisé ces derniers mois. Le contexte, « grain de poussière » fort perturbant pour l'évaluation, a souvent été l'élément justifiant l'écart. Quelle signification donner au cours de bourse ? Plus des 3/4 des offres publiques présentées au marché au cours de l'année écoulée, mettaient en avant l'actualisation des flux de trésorerie futurs comme méthode pertinente, intrinsèque certes mais s'appuyant sur des business plans plus incertains et des évaluateurs... mis en contexte.

Doit-on parler au passé ? Sans doute non. A la volatilité des cours, retombée ces derniers mois, a succédé celle des comportements. Les investisseurs, qui savent que c'est en période de crise que se font les bonnes opérations, demeurent prudents et les cibles, anticipant une remontée des multiples, redeviennent plus ambitieux.

Le mot « compliqué » revient le plus souvent, puis celui d'« attente ». L'attente que les esprits et les cours se calment, que les clients et les fournisseurs envoient des signaux moins inquiétants. Nous n'avons jamais été autant exposés à l'humeur, l'enthousiasme ou la résignation, toutes choses que les chiffres peuvent difficilement traduire et qui ont entraîné une raréfaction des opérations. « [Quand la mer est démontée, le marin reste au port](#) ». Et c'est bien ce que la banque d'affaires perçoit encore aujourd'hui alors que le flux des transactions boursières majeures semble reprendre progressivement.

Les autorités boursières, qui ont su s'adapter à ce contexte « compliqué », ont cependant maintenu leur niveau d'exigence, en particulier dans les offres publiques se traduisant par des retraits de la cote. On constatera seulement que ces opérations n'ont pas été aussi fréquentes qu'on aurait pu le croire, les primes sur cours de bourse envisagées ne permettant pas même d'atteindre l'actif net comptable par action que l'AMF considère toujours comme étant un plancher dans les retraits obligatoires.

Enfin, au-delà de la réduction de son volume d'activité, qu'il s'agisse d'introductions en bourse, de levées de fonds ou de transactions, [la crise a modifié « l'analyse-miroir » faite par la banque d'affaires des problématiques d'entreprises](#) : trésorerie, maintien de la rentabilité, proximité des pouvoirs publics, impact environnemental, positionnement des pays émergents, sujets qui augmentent le nombre de paramètres en jeu, [et qui laissent également entrevoir les prochaines lignes de lecture de la création de valeur de l'entreprise](#).

Le point de vue de l'analyste sur les valorisations en période de crise

Valérie DIEPPE (Opale Finance)

« Mieux vaut avoir tort avec le marché puisque le marché a toujours raison... ».
« Les valorisations ont fortement baissé, conduisant dans de nombreux cas à une sous valorisation chronique des sociétés sur la période. ».
« Les investisseurs achètent des perspectives de développement futur et accordent peu de poids au passé. »
« L'aversion au risque des investisseurs conduit naturellement l'analyste à majorer la prime de risque spécifique entreprise, en particulier sur les valeurs moyennes. »

La période de crise économique et financière actuelle a-t-elle eu des répercussions sur les méthodes de valorisations utilisées par l'analyste et sur l'évolution de sa méthodologie ? Avant de se prononcer sur ce point, il est important de rappeler ce qu'est un analyste et quel est son cadre de fonctionnement, déterminé en fonction de son contexte d'intervention.

L'Analyste « Sell-side » est intégré à une société de bourse. Il mesure la performance des sociétés cotées à travers une analyse fondamentale (étude du marché, positionnement de l'entreprise, stratégie, perspectives, évaluation, ratios clés...) ; porte un jugement critique sur la société, sa stratégie et perspectives, son potentiel d'évolution par rapport aux autres sociétés cotées du même secteur ; assure le suivi quotidien de la société. Son analyse est utilisée comme la « matière première » des vendeurs pour vendre une idée et réaliser du courtage sur lequel sera rémunéré l'ensemble des prestations de la société de bourse, **il a nécessairement une vision « court – termiste » de la valeur**. Il doit être très réactif en raison de l'environnement boursier et de la cotation en continu, du rythme des publications financières, du mode de rémunération des sociétés de bourse basé sur le courtage impliquant des commentaires « à chaud » de l'analyste et des arbitrages pour générer des commissions d'intermédiation.

L'Analyste « Buy-Side » est intégré à une société de gestion, il intervient pour les besoins spécifiques du fond. L'analyse devient un outil permettant au gérant de cette structure de prendre sa décision d'investissement. Sauf exception, l'analyste buy side utilise l'ensemble des travaux d'analyse des sell-side à sa disposition pour se faire sa propre opinion sur un secteur et les sociétés qui en font partie. Ces analystes "buy side" ont une fonction de support à la gestion d'actif et de recherche de performance en ligne avec le rôle fiduciaire de gestion et de protection de l'épargne qui leur est confiée à court, comme à moyen et long terme. En pratique, les interlocuteurs des analystes au sein des sociétés de gestion font généralement valoir qu'ils attachent une plus grande importance au raisonnement et à l'approche critique, qu'aux recommandations découlant de la valorisation.

L'Analyste Indépendant n'appartient ni à une société de bourse, ni à une structure de gestion. Il opte généralement pour une démarche plus fondamentale et plus long terme. Il se positionne comme un relais d'information entre l'émetteur et l'investisseur. Il porte un jugement sur l'entreprise sur la base d'éléments fondamentaux avec une vision à long terme. Du point de vue de l'analyste « Sell-Side » que nous avons choisi de développer ici, l'évaluation s'analyse plus comme une recherche de prix de marché par rapport à un benchmark sectoriel que comme une fair value. La valorisation devient alors « objectif de cours » et se traduit en recommandation boursière d'achat ou de vente. Ce contexte d'évaluation oriente l'analyste dans le choix des méthodes utilisées.

En effet, la réactivité et la volatilité des marchés financiers obligent l'analyste à actualiser sa valorisation et, le cas échéant, sa recommandation boursière à chaque publication de la société ou modification des perspectives quelles soient liées à des évolutions macro ou micro économiques.

De plus, les investisseurs achètent des perspectives de développement futur et accordent peu de poids au passé d'une part, et arbitrent en permanence leurs participations en fonction d'un prix relatif suivant leur type de gestion : sectorielle, stockpicking, growth, value d'autre part.

Aussi, l'analyste doit privilégier et mixer des méthodes d'évaluation qui soient à la fois facilement actualisables et basées sur des perspectives de développement. Il écartera donc notamment les méthodes patrimoniales, plus lourdes à actualiser au profit en particulier de la valorisation par la méthode des Discounted Cash Flow (méthode dite intrinsèque) et des comparables boursiers (méthode analogique), qui sont les deux méthodes privilégiées, crise ou non.

Si les méthodes en elles mêmes restent les mêmes, les valorisations ont quant à elles fortement baissé, conduisant dans de nombreux cas à une sous valorisation chronique des sociétés sur la période. Pour illustrer ce propos, une étude réalisée par les équipes de Vernimmen montre qu'en décembre 2008, déjà, un tiers des valeurs de l'Euro STOXX 600 avaient un Price to Book **ratio (PBR : multiple des capitaux propres)** inférieur à 1, sachant que le point bas du marché a été atteint en février 2009.

Pour comprendre cette situation, analysons l'effet conjugué de différents facteurs intervenant dans les éléments de valorisation.

On rappellera tout d'abord que l'éclairage apporté par les analystes financiers sur une société se fonde notamment sur les prévisions de résultats à venir. Leur valeur ajoutée spécifique réside dans les raisonnements menés à partir des informations fournies par les sociétés (informations dont la qualité est essentielle), leur approche critique et leur jugement. C'est donc l'analyste qui réalise son propre business plan sur la base de sa connaissance du secteur et de l'entreprise.

Concernant la méthode des DCF, il est évident dans la période actuelle que les perspectives attendues par les analystes sont plus prudentes, parfois même de manière excessive, compte tenu du manque de visibilité sur les activités. Ces « révisions à la baisse » du business plan à la fois sur la période explicite mais également sur les flux normatifs vont avoir un impact non négligeable sur les valorisations.

Par ailleurs, depuis 18 mois, le risque marché augmente fortement du fait de la volatilité. A titre d'exemple, si historiquement, les taux se situaient respectivement autour de 4,3% pour les OAT 10 ans et entre 3% et 5% pour la prime de risque marché, aujourd'hui, ces même taux se situent plutôt autour de 3,7 % pour les OAT et sont proches de 7% pour la prime de risque marché.

Outre ces augmentations de taux, liées au fonctionnement même du marché, l'aversion au risque des investisseurs conduit naturellement l'analyste à majorer la prime de risque spécifique entreprise, en particulier sur les valeurs moyennes compte tenu de la faible liquidité générant un risque supplémentaire pour l'investisseur.

En contrepartie, le poids relatif des ressources dans la structure financière des entreprises a été largement modifié du fait de la chute des capitalisations boursières, conduisant à une surpondération du coût de la dette (largement inférieure au coût du capital) dans le WACC. Or, le modèle du DCF, basé sur l'effet de levier de la dette conduit mécaniquement à survaloriser une société endettée et impose donc à l'analyste d'appliquer une structure financière normative plus proche de la réalité économique, neutralisant ainsi cet « impact positif » sur la valeur.

Concernant l'utilisation de la méthode des comparables boursiers, elle tire inéluctablement les valorisations à la baisse sous le double effet de la chute des cours et des révisions des perspectives du consensus, entraînant une forte baisse des ratios de valorisation.

Rappelons enfin, qu'en ces temps incertains sans réelle visibilité, les analystes financiers, qui alimentent le consensus de place, préfèrent ne pas trop s'écarter, contribuant à « l'effet moutonnier naturel » des marchés financiers : mieux vaut avoir tort avec le marché puisque le marché a toujours raison...

Evolution du comportement des Fonds de Private Equity et des valorisations dans le cadre des montages LBO

Bertrand MANET (Aforge Finance)

« La nouvelle donne des opérations de LBO, à la peine en 2009 malgré des liquidités importantes : de nouvelles pratiques en matière de valorisation des entreprises, la recrudescence des opérations minoritaires, la raréfaction du crédit fait tirer les valeurs vers le bas, ... ».

« Un retour significatif des opérations de LBO depuis septembre 2009 ».

Le contexte de crise que traversent les opérations de LBO depuis l'affaire Lehman Brothers en septembre 2008 a provoqué un changement de comportement sensible de la part des différents acteurs du Private Equity en France.

La première conséquence a été la raréfaction voire la disparition de LBO Large Cap d'une valorisation supérieure à 1 Milliard €, puisque l'on ne dénombre aucune opération de ce montant réalisée en France en 2009 et une baisse très sensible du marché du Mid Cap, une seule opération de près de 500 M€ ayant été dénombrée durant cette période (Gras Savoye).

Seul le marché du Small Cap (5-100 M€) est resté animé, avec toutefois une baisse très nette des opérations menées depuis le début de l'année, les professionnels du secteur s'accordant pour évaluer la chute du marché à plus de 40 %.

Dans cet environnement, on observe de nouvelles pratiques en matière de valorisation des entreprises par les Fonds de Private Equity, qui s'expliquent par :

- un manque de visibilité sur les marchés, et la difficulté de réaliser des Business Plan crédibles,
- une forte dégradation des comptes des PME sur le premier semestre 2009,
- une baisse sensible des multiples observés sur les marchés boursiers,
- un comportement très restrictif de la part des banquiers prêteurs et la quasi disparition de la dette in fine dans les montages à effet de levier, qui s'explique en partie par de nombreux bris de covenants sur des LBO initiés en 2007 ou au cours du premier semestre 2008.

Dans ce contexte, les valorisations observées sur les deals small cap récents ont chuté de manière significative avec des multiples d'Ebit se situant entre 4.5 et 6 fois l'Ebit, à comparer à des multiples se situant entre 7 et 9 fois avant la crise.

Il convient toutefois de noter que face à une offre de capitaux extrêmement importante chez les Fonds de Private Equity, les affaires de grande qualité trouvent encore preneur à des multiples proches de ceux relevés avant la crise.

Dans le même temps, le comportement des acheteurs a changé et on constate une **recrudescence d'opérations minoritaires** de la part des Fonds d'Investissement (Owner Buy Out), ceux-ci privilégiant dans les montages des obligations convertibles à un taux global de 13 à 15%, intégrant la prime de non conversion, leur assurant ainsi un TRI minimum (Taux de Rendement Interne) « quasi garanti ». Cette nouvelle donne, ayant pour conséquence de réduire le « cash out » versé aux dirigeants de ces entreprises.

Les Banquiers, quant à eux, sont devenus beaucoup plus sélectifs sur les opérations de LBO, et il est difficile de trouver sur le marché des dettes représentant plus de 3 fois l'Ebitda, alors qu'il était courant de mobiliser, avant la crise, des financements représentant plus de 4 fois l'Ebitda. Cette attitude de la communauté bancaire, à laquelle s'ajoute la quasi disparition de la dette « in fine », **a tendance à tirer « vers le bas » les valorisations**, alors que les taux d'intérêts actuels n'ont jamais été aussi bas.

L'année 2009, aura été une année difficile pour ces opérations à effet de levier, mais on constate toutefois, **depuis le mois de septembre, un retour significatif des opérations de LBO**, en particulier auprès d'entreprises qui ont traversé la crise sans trop de dommages.

Synthèse de l'étude sur l'évaluation en période de crise

Rémy Paliard – Professeur de Finance – EM LYON Business School
paliard@em-lyon.com

Synthèse de l'étude réalisée par A3E. Le groupe de travail, encadré par Remy PALIARD a été constitué de Eddy BLOY (Université Lyon 2), Christian BONIN (Societex), Françoise MECHIN (Grant Thornton), Hervé LIAGRE (Banque de Vizille), Alain FAYEN (Odiceo), Christophe VELUT (Orfis Baker Tilly).

« Un bon compas est utile pour garder le cap dans la tempête. »
« Lorsque les piliers de l'évaluation perdent leurs repères ».
« Pas de révolution dans les méthodes utilisées, mais certaines méthodes refont surface avec la crise ».
« Un préalable indispensable à l'évaluation : la capacité de la société à passer la crise ».
« De l'importance des outils de gestion mis en place par la société dans la revue du BP : y-at-il un pilote dans l'avion ? ».
« Le retour des fondamentaux de la démarche d'évaluation, qui mettent en avant les limites de certaines méthodes dites rapides ».
« Place au discernement et au jugement de l'évaluateur / utilisation de moyennes / utilisation prudente de la méthode des comparables / cohérence du « best estimate », notamment par rapport aux données du marché et du secteur / utilisation avec discernement de l'approche multi-scenarios».
« Une sensibilité très forte des hypothèses de recovery, notamment sur le calcul de la valeur terminale ».
« Une sensibilité très forte du BFR et des investissements dans le calcul des cash-flows. »
« Une transparence / communication indispensable sur les facteurs de risques, de sensibilité, et les incertitudes ».
« Développement recommandé de l'approche « fourchette de valeur »,... mais la sensibilité doit porter sur des données opérationnelles et actuarielles, et être appréciée par rapport à une fourchette raisonnable. Attention à l'effet brouillard des nuages de points trop dispersés. »

Comment évaluer l'entreprise, lorsque le marché des actions s'effondre, lorsque les transactions se font rares, et qu'il devient difficile de prendre position sur le futur possible de l'entreprise à évaluer, tant son environnement est devenu incertain ?

Ce sont les trois piliers de l'évaluation qui perdent leurs repères :

- les multiples boursiers sont faussés par les décalages dans l'ajustement des prévisions de résultats par les analystes, qui « courent » après la baisse des cours,
- les multiples de transaction sont soit obsolètes soit peu fiables car fondés sur les rares transactions qui se font malgré la crise, le plus souvent sous la contrainte,
- quant à l'évaluation par les flux, déjà complexe lorsque l'environnement est raisonnablement prévisible, elle devient réellement délicate lorsque celui-ci est perturbé et si l'entreprise n'ose plus s'engager sur des chiffres prévisionnels !

On voit alors d'autres méthodes refaire surface¹, comme les usages professionnels (valorisation sur la base de multiples sectoriels : x fois le nombre d'abonnés, y fois le nombre de lit), ou la rente du Goodwill. Faut-il s'en satisfaire ?

Cet article se propose de traiter des précautions à prendre lorsque l'environnement économique est fortement perturbé. Le lecteur découvrira que les outils ne changent pas fondamentalement. Mais la crise révèle que certaines simplifications ou « facilités » d'usage en temps normal deviennent très dommageables actuellement. C'est donc de bon usage que nous parlerons, **et d'adaptation au contexte, plus que de révolution dans les approches.**

1/ S'assurer en premier lieu de la capacité de l'entreprise à survivre

A quoi servirait-il de procéder à une évaluation comme si de rien n'était, et à conclure sur une fourchette de valorisation, alors que l'entreprise va probablement déposer son bilan dans les mois qui viennent ? Si c'est le cas, seule une valeur « à la casse » a du sens !

Une attention toute particulière doit donc être apportée :

- à l'établissement des prévisions financières, plan de financement et bilans prévisionnels,
- à l'étude de la capacité qu'a l'entreprise de renouveler ses financements à court terme,
- et à l'analyse des conditions dans lesquelles elle pourra ou non respecter les éventuels « covenants » associés à ses prêts à long terme.

Cette démarche est d'autant plus cruciale que les pertes significatives que la crise peut entraîner risquent d'affecter profondément un équilibre financier peut-être déjà précaire. Les Fonds Propres sont « mangés » par les pertes, et l'utilisation des dettes augmente pour couvrir les mêmes pertes : aucun ratio d'endettement ne résiste longtemps à cette double dérive.

¹ Cf les résultats récemment publiés de l'enquête bi-annuelle 2007-2009, sur les méthodes d'évaluation, disponibles sur le site A3E : <http://www.a3e-lyon.fr>.

Néanmoins il faut reconnaître au besoin en fonds de roulement (BFR) un rôle de modérateur potentiel, lorsqu'il est bien piloté : sa diminution, parallèle à la baisse de l'activité, voire plus rapide qu'elle, procure à l'entreprise l'air dont elle a besoin pendant la première phase de la crise. On s'attachera donc à mesurer cette maîtrise du BFR, qui résulte de la position concurrentielle de l'entreprise, et de l'habileté de ses dirigeants.

Mais attention aux conditions du redémarrage de l'activité, quand les Fonds Propres auront été diminués par les pertes, et que le BFR remontera avec l'activité. Il ne faut pas sous-estimer le risque de voir les entreprises à fort BFR étranglées par celui-ci, lors de la sortie de crise, si celle-ci est rapide. Et ce d'autant plus que les prêteurs sont encore frileux parce que préoccupés par l'ampleur des provisions que génère la hausse spectaculaire des défaillances.

2/ Construire des prévisions jusqu'à la fin de la crise

Selon que l'on est optimiste ou pessimiste, on peut penser que le plus dur de la crise est derrière nous, ou encore à venir, mais il est certain que cette crise aura une fin. De même que l'on retrace les éléments exceptionnels pour se faire une idée de la rentabilité d'une entreprise, il faut conduire les prévisions jusqu'à une période où il soit possible d'extrapoler à long terme sur des bases qui ne soient pas exceptionnelles.

Cela peut nécessiter d'allonger de quelques années la période des prévisions détaillées, par rapport aux pratiques d'avant la crise, et à ne calculer la valeur terminale qu'au bout de 7 ans au lieu de 5, par exemple.

L'analyse de la rotation des capitaux et du taux de marge opérationnelle peuvent guider dans le choix de l'horizon de prévisions à retenir. Sauf profond bouleversement des forces concurrentielles dans le secteur, ou virage stratégique majeur de la firme, ces deux composantes doivent à moyen terme se rapprocher des moyennes historiques. Le délai nécessaire pour revenir à ces moyennes est matière d'appréciation, et devrait sans doute constituer une des variables sur lesquelles faire porter les simulations, même si cela complique sensiblement la construction du modèle.

3/ Approfondir le « business model », et simuler, sur les éléments opérationnels...

Il est d'autant plus nécessaire d'approfondir l'analyse en volumes et prix, d'une part, et en coûts fixes et variables d'autre part, que les variations de volume d'activité et les politiques tarifaires sont fortement influencées par la crise. L'utilité de cette modélisation fine est double :

- pour cerner le risque de défaillance évoqué ci-dessus
- pour mesurer les effets de la profondeur de la crise sur la valeur de l'entreprise.

Contrairement à une pratique souvent constatée, il n'est plus possible de se contenter d'une simulation, sous forme de table, avec comme seules variables explicatives le taux de croissance à long terme et le coût moyen pondéré des ressources (Cmpr).

Il devient indispensable de procéder à des simulations sur les variables opérationnelles, telles que par exemple :

- le volume d'activité au creux de la vague,
- l'évolution tendancielle des tarifs
- le taux de marge opérationnelle cible une fois la crise passée
- le ratio cible d'immobilisations / chiffre d'affaires, dont seront déduits les investissements nécessaires
- le taux de BFR sur chiffre d'affaires
- le montant des économies de coût
- etc.

L'ampleur des variations des variables opérationnelles va inévitablement conduire à de fortes variations de la valorisation. C'est la conséquence des incertitudes importantes sur l'estimation des effets de la crise, et il nous semble légitime d'annoncer une fourchette de valeur, à condition de l'associer explicitement aux hypothèses faites. Qui pourrait aujourd'hui trouver crédible une évaluation qui se conclue par un chiffre unique, affirmé avec force ?

4/ Recourir à plusieurs taux d'actualisation ?

Avec la crise, l'aversion au risque des investisseurs a atteint des sommets à la fin de l'année 2008, et la prime de risque de marché, telle que calculée par Associés en Finance par exemple, a dépassé 10% en 2009, sur une certaine période, chiffre à comparer à des fluctuations habituelles entre 4 et 5%.

Ce phénomène, jamais observé à ce jour, exacerbe la question du choix des composantes du taux d'actualisation :

- faut-il pour le construire retenir les conditions du marché « du jour » (taux instantané des OAT 10 ans, prime de risque instantanée, et bêta calculé sur une période courte (trois mois journaliers)),
- ou bien au contraire, faut-il utiliser des moyennes historiques, qui lissent les à coups que peuvent connaître ces paramètres en période de crise : taux moyen des OAT sur 15 ans, prime de risque de marché moyenne historique en Europe, et beta calculé sur longue période (5 ans, mensuel, par exemple, si l'entreprise le permet) ?

Traditionnellement, la première approche est retenue pour déterminer un prix possible, sur la base des conditions du marché à l'instant t : dans ce but, le taux d'actualisation retenu est celui du marché « du jour » où pourrait se faire la transaction. La deuxième, davantage basée sur le long terme, est normalement retenue pour déterminer une valeur, moins dépendante des conditions du jour.

Mais lorsque l'aversion au risque est anormale (trop élevée comme en Décembre 2008, ou trop faible comme deux ans plus tôt), utiliser le taux d'actualisation atypique qui en résulte pour ramener l'ensemble des flux futurs à leur valeur actuelle peut conduire à des valorisations irréalistes. En effet, on sait par les courbes historiques que la prime de risque de marché oscille autour de 4 à 5%, et que le taux sans risque ne peut pas durablement rester inférieur au taux d'inflation majoré des 3% de coût d'opportunité du prêteur.

De la même façon que nous recommandons de conduire les prévisions détaillées jusqu'à un terme où l'entreprise retrouve une vitesse de croisière normale, nous proposons, pour l'estimation d'un prix possible d'utiliser un Cmpr normal pour le calcul de la valeur terminale, c'est-à-dire basé sur des moyennes historiques et non sur les conditions du jour. En revanche le Cmpr utilisé pour ramener les flux des premières années et la valeur terminale en valeur actuelle peut prendre en compte l'aversion au risque atypique générée par la crise, et être le Cmpr « du jour ».

5/ Utiliser les comparables avec précaution

Nous l'avons dit en introduction, l'usage des approches par comparaison est particulièrement délicat lorsque le marché boursier évolue de façon aussi brutale qu'il l'a fait au cours des 18 derniers mois, et lorsque les transactions se font rares.

En ce qui concerne les multiples boursiers, ils commencent par s'effondrer, lorsque le marché plonge, alors que les analystes n'ont pas encore significativement abaissé leurs prévisions de résultat.

Puis ils remontent sensiblement, lorsque les analystes ont modifié leurs prévisions à la baisse, et que le marché s'est stabilisé. Et ils continuent à monter, lorsque la hausse du marché anticipe la sortie de crise et que simultanément les premiers résultats confirment l'ampleur de celle-ci. Enfin ils baissent à nouveau, lorsque les résultats s'améliorent vraiment, pour retrouver leurs niveaux habituels.

On voit, derrière la description de ce cycle de variation des multiples de résultat, au fur et à mesure que l'on avance dans la crise, qu'une attention toute particulière doit être apportée aux valorisations par comparaison :

- en étant extrêmement rigoureux dans leur application, notamment sur le choix de la période sur laquelle on retient le résultat de l'entreprise : il faut une parfaite cohérence avec la période retenue pour le multiple de référence,

- en donnant plus de poids aux multiples de capitaux (EV/CE2, Market to Book), moins volatiles, et éventuellement au ratio EV/CA (à condition de tester la similitude de taux de marge opérationnelle)

Par ailleurs, si l'on utilise des multiples basés sur des transactions, il faut apporter une attention extrême au choix des transactions retenues, **en éliminant celles qui se sont réalisées « sous la contrainte », et dont le prix reflète davantage un rapport de force entre vendeur et acheteur, que la réelle valeur de l'entreprise.**

Dans certains cas les multiples ne pourront être utilisés que comme validation de la fourchette de valeur obtenue par les DCF, notamment en inscrivant cette fourchette dans les variations historiques des multiples constatés dans le secteur.

Et dans un contexte de crise, il paraît plus que jamais discutable de proposer une valorisation sur la base d'une moyenne entre la fourchette de valeurs résultant de l'actualisation des flux et la fourchette de prix possibles qu'indiquent les méthodes par comparaison.

Néanmoins, abandonner les approches par comparaison n'est pas dans le sens de l'évolution des pratiques, qui plébiscitent l'utilisation des multiples, notamment lorsqu'une seule approche est retenue !

L'évaluateur devra alors justifier formellement cet abandon, en démontrant :

- l'absence d'activité (volume insuffisant des transactions) sur les titres des sociétés cotées pouvant être retenues comme pairs,
- l'absence de transactions « libres » dans le secteur de référence.

Conclusion

Au terme de cette synthèse des travaux du groupe d'experts A3E, un constat s'impose : la crise ne conduit pas à changer les méthodes d'évaluation retenues, mais elle force l'évaluateur à sensiblement approfondir la dimension prévisionnelle, et à tester beaucoup plus en détail ses hypothèses opérationnelles. Cela au moment où il est le plus difficile de se prononcer sur le futur possible...

Derrière cet apparent paradoxe se cache le véritable challenge de l'évaluation d'entreprise, à savoir la connaissance intime qu'elle suppose du fonctionnement opérationnel de l'entreprise évaluée. De cette connaissance dépend la pertinence des scénarios qui serviront de base à l'évaluation. Et la démarche d'évaluation, par les nécessaires questions qu'elle pose, peut apporter aux acteurs, non seulement une fourchette de valeur et de prix possible compte tenu des conditions du marché, mais aussi les bases d'un outil de pilotage stratégique.

Et dieu sait qu'un bon compas est utile pour garder le cap dans la tempête !

² EV/CE = Valeur de l'Entreprise sur Capitaux Engagés = (Capitalisation Boursière + Valeur des dettes financières nettes) / (Immobilisations nettes + BFR)