

Sommaire :

- Edito du Président  
*Page 1*
- L'indice Lyon Pôle  
Bourse 40 en 2017  
*Page 2*
- WeWork, ou la  
« fulgurance » de la  
valorisation  
*Page 5*
- Nouvelles normes IFRS  
structurantes et  
perturbations attendues  
sur les évaluations ?  
*Page 11*

Lettre trimestrielle n°21 – 4ème trimestre 2017

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.*

L'année 2017 s'est terminée sur un ensemble de bonnes nouvelles : **d'un côté**, une amélioration des fondamentaux (baisse du chômage dans la zone euros, augmentation de la croissance française, européenne et mondiale, progression de l'inflation (enfin !, orientation positive de l'économie pour 2018...), **d'un autre côté**, forte progression des marchés boursiers, dans un contexte de très forte liquidité et de recherche de rendements, des taux historiquement bas, niveau historiquement élevé des multiples, qui ont franchi le seuil psychologique de 10x l'EBITDA sur de nombreuses opérations (cf. précédente lettre de la A3E).

Quoi d'illogique, me direz-vous, à une augmentation des valorisations si l'économie va mieux ?

Nos chers économistes, n'ayant pas l'habitude d'être optimistes trop longtemps, on sent que la précédente crise est encore dans les esprits :

- que la bourse décroche de x% en février, et certains parlent déjà de krachs boursiers imminents, là où il serait plus juste de parler de réajustement normal, ou de pause,
- que le taux de croissance du PIB soit proche de 1,9% en France, et soit considéré comme proche pour 2018, certains parlent de haut de cycle (là où le Français moyen ne voit pas de grandes différences entre 2016, 2017 et le début de 2018). Les années en 9 ont laissé des traces !
- que le taux de chômage et les faillites baissent, et on nous parle de révolution industrielle sans précédent, lié au numérique et à l'intelligence artificielle.

S'il faut être très attentif aux études, il faut être très prudent dans leur utilisation. D'un côté, si l'on exclue les « pépites », on ne constate pas d'explosion des valeurs dans les PME « traditionnelles ». D'un autre côté, on continue de constater une « fulgurance » de certaines valorisations, boostées par l'émergence d'un marketing bien rodé des valorisations. La licorne américaine WeWork en est une bonne illustration.

**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.*

---

## L'indice Lyon Pôle Bourse 40 en 2017

---

*Jean-Louis FLECHE, Président d'ORFIS*

**En partenariat avec Martine COLLONGE – Déléguée Générale de Lyon Pôle Bourse – et Eric GALIEGUE – Stratégiste de Valquant.**

L'indice « LPB 40 » - LYON POLE BOURSE 40 - a été lancé le 1<sup>er</sup> Janvier 2015. Il est constitué de 40 entreprises des régions Rhône Alpes –Auvergne – Bourgogne.

Les critères d'éligibilité à l'indice sont notamment l'implantation du siège social, et/ ou une présence économique forte en région. Nous avons retenu 40 entreprises, la plus importante (en capitalisation boursière) est MICHELIN, la plus petite est GENOWAY. Chaque valeur composant l'indice ne pèse pas plus de 5% de l'ensemble des valeurs (pondération).

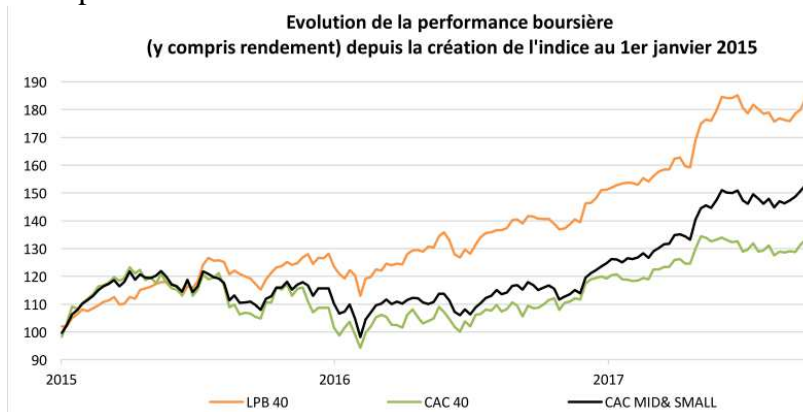
Un conseil scientifique de l'indice, se réunit chaque année et effectue des arbitrages. Les sociétés sorties de la cotation et celles dont la moyenne quotidienne des transactions est trop faible, sont sorties de l'indice et sont remplacées par des sociétés qui remplissent les critères d'éligibilité à l'indice.

VALQUANT, dans le cadre des « Rendez-vous mensuels de Lyon Pôle Bourse », assure la mise à jour de l'indice LPB 40 et les performances de l'indice LPB 40 sont comparées à celle du CAC MID and SMALL et du CAC 40. Les principaux éléments d'analyse sont présentés par Jean- Louis FLECHE, PDG d'ORFIS.

Lyon Pôle Bourse et ORFIS, ont souhaité communiquer sur cet indice régional pour mettre en avant le dynamisme des entreprises de la région. En outre, il paraissait utile de démontrer que ces entreprises, sont la plupart du temps, accompagnées par des conseils, des banquiers, des agences de communication de la région qui démontrent leur capacité à accompagner les entreprises dans leur parcours boursier.

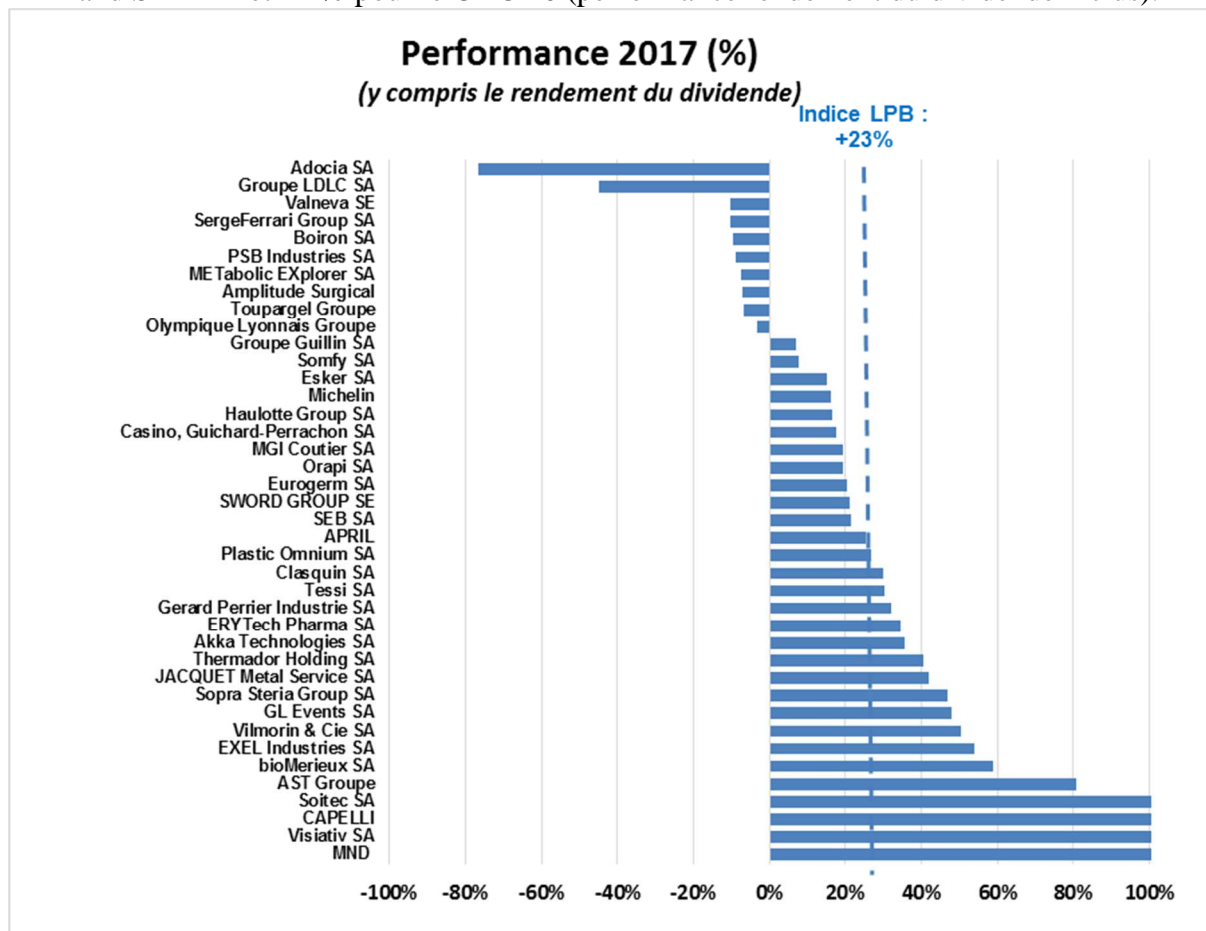
### LPB 40 depuis sa création

Depuis le 1<sup>er</sup> Janvier 2015, le LPB 40 progresse de 86 % contre 55.4% pour le CAC MID and SMALL et 34.4 % pour le CAC 40. La performance du LPB 40 est 2.5 fois supérieure à celle du CAC 40 sur cette période.

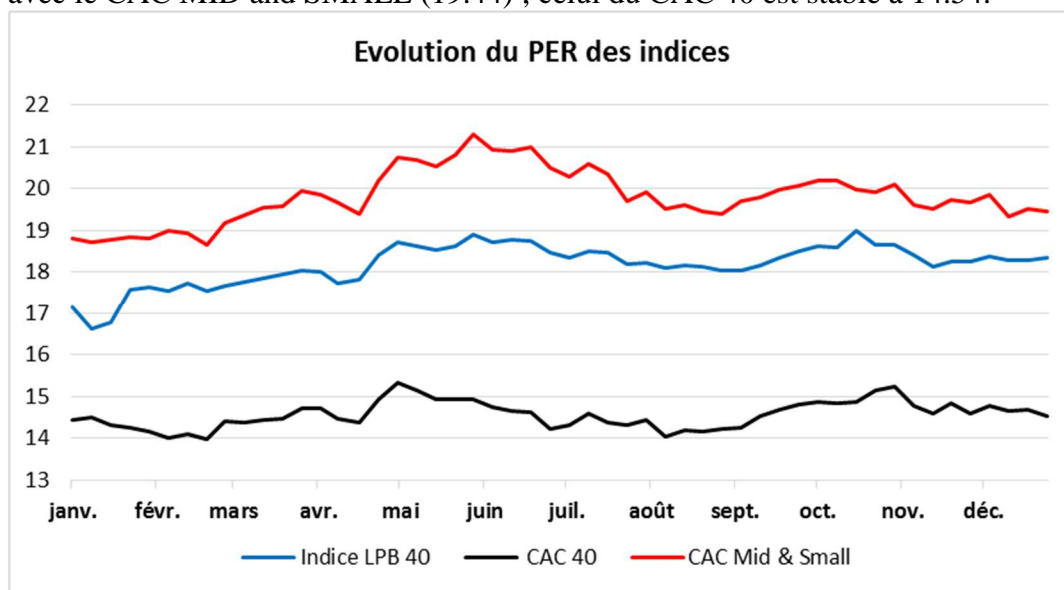


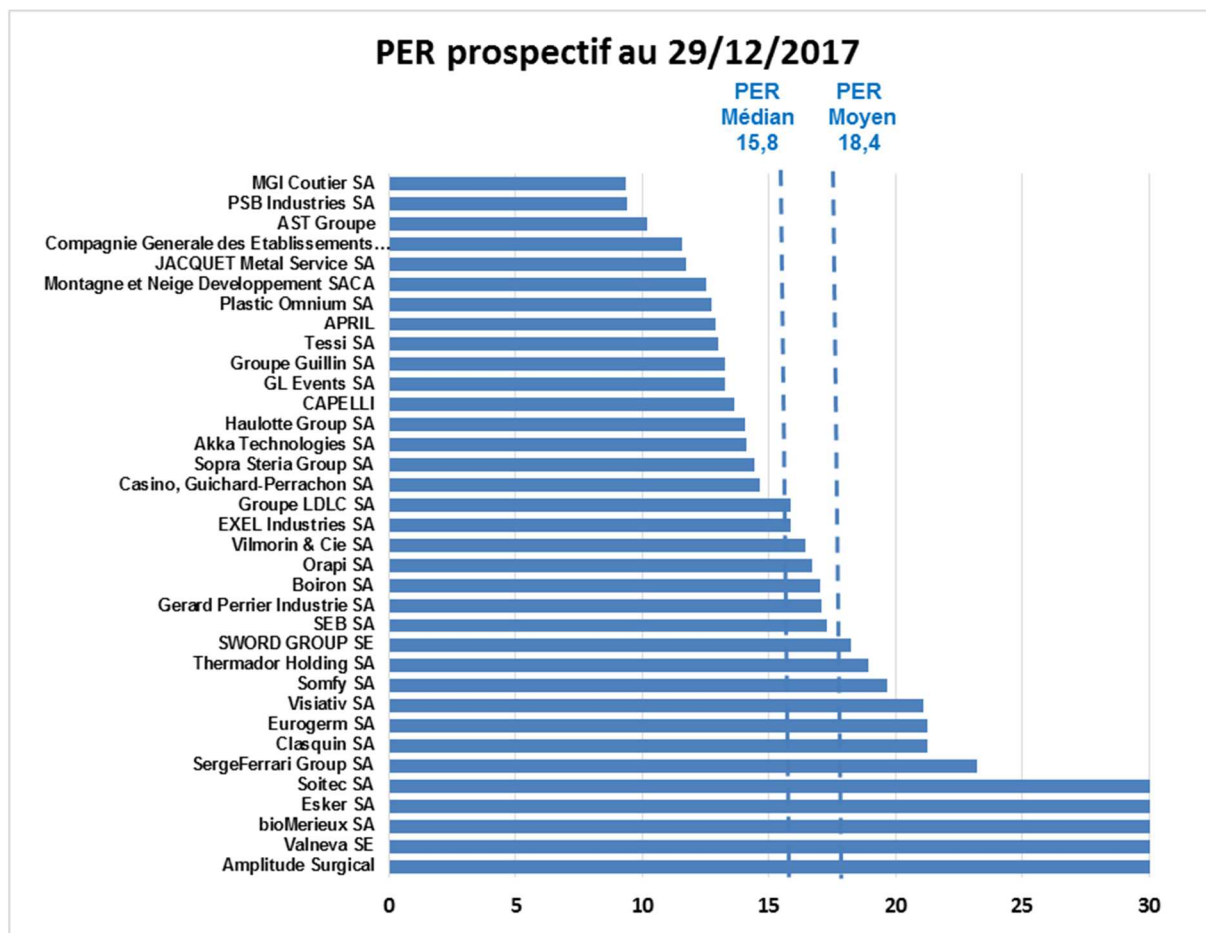
### LPB 40 en 2017

L'indice a réalisé une bonne année 2017 ; il a progressé de 23%, contre 24.5 % pour le CAC MID and SMALL et 12 % pour le CAC 40 (performance rendement du dividende inclus).



Le LPB 40, affiche un PER global de 18.34 au 31 Décembre 2017 réduisant à 1.1 point l'écart avec le CAC MID and SMALL (19.44) ; celui du CAC 40 est stable à 14.54.





Le rendement du dividende du LPB est stable à 1.9%. Il reste inférieur à celui du CAC MID and SMALL (2.6%) et celui du CAC 40 (3.3%). Les secteurs de la santé et technologique, davantage représentés dans le LPB 40, pèsent sur le rendement du dividende.

#### **Autres informations sur les sociétés cotées de la région en 2017**

4 introductions en bourse, soit près de 30% des entrées sur le marché boursier français ; ces introductions ont permis de lever 121 M€ (INVENTIVA, BIOM UP, ADEUNIS, THERANEXUS).

14 sociétés ont procédé à des émissions secondaires d'actions pour plus de 300 M€.

4 sociétés cotées ont réalisé des émissions obligataires pour 1.563 M€.

5 émetteurs régionaux ont été primés cette année : ABEO dans l'European Small and Mid-Cap Awards 2017 (catégorie International Star), Erytech Pharma dans le Prix FAST 50. SEB a reçu le Trophée des Meilleures Relations Investisseurs (Forum IR), THERMADOR a remporté le prix de l'actionariat salarié et VETOQUINOL a remporté le Prix « Gouvernance de Bronze » (Catégorie Valeurs Moyennes).

## **WeWork – un nouvel exemple d’expansion hors du commun dans le coworking et de « fulgurance » de la valorisation**

*Christophe VELUT, Président A3E et Directeur Général d’ORFIS BTI*

La très prestigieuse désignation de **licorne** est souvent attribuée aux start-ups exerçant dans le secteur des nouvelles technologies (e-commerce, software, marketplace, ...), valorisées à plus de 1 Md de dollars, non cotées, dans laquelle les investisseurs injectent des milliards de dollars. Lorsque la société est cotée, elle perd son « statut » de licorne, ce fut le cas de Facebook, Alibaba ou Snap.

À titre d’illustration, voici les licornes actuelles dont la valorisation est la plus significative (top 15) :

Licorne	Pays	Industry	Valorisation en Mds de dollars
Uber	USA	on-demand	68,0
Didi Chuxing	China	on-demand	56,0
Xiaomi	China	hardware	46,0
Meituan-Dianping	China	marketplace	30,0
Airbnb	USA	marketplace	29,3
SpaceX	USA	other transportation	21,5
Palantir	USA	big data	20,0
WeWork	USA	facilities	20,0
Lu.com	China	fintech	18,5
Pinterest	USA	social	12,3
Flipkart	India	marketplace	11,6
Lyft	USA	on-demand	11,5
Touatiao	China	digital media	11,0
Dropbox	USA	software / internet	10,0
Infor	USA	software / internet	10,0

Source : *cbinsights*



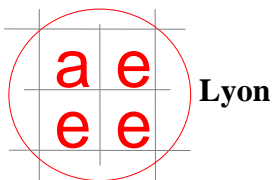
Il nous semblait intéressant d’évoquer l’exemple de WeWork.

⇒ **WeWork, le secret d’un parcours hors du commun :**

Le cas de WeWork est intéressant : la société est moins connue en France à ce jour, que d’autres licornes, mais elle est numéro un mondial des bureaux partagés ou « coworking ». Une communication importante est faite en France principalement depuis la levée de fonds de 4 Mds de \$ réalisé en 2017.

WeWork a été créée en 2010 par Miguel McKelvey et Adam Neumann à New York. La création du concept reposait sur le double constat après la crise de 2007-2008 de grandes surfaces de locaux disponibles, et de progression du nombre de créateurs d’entreprise à la recherche d’une offre plus globale et très flexible autour de la location d’espaces.

La société américaine se distingue d’autres acteurs du « co-working » plus classiques pour se rapprocher de modèles de plateformes telles que Facebook ou Uber, dans l’immobilier.



L'idée originale de WeWork est de créer une pépinière d'entreprises qui partagent les mêmes valeurs, au travers d'une plateforme communautaire de travail inspirée des codes de la Silicon Valley, et qui repose sur le principe de « *Better together* ».

WeWork ne se définit d'ailleurs pas comme une société immobilière à proprement parler, ni comme une société de services, mais comme une start-up technologique. Ainsi, le client ne loue pas seulement des bureaux partagés, mais une "plateforme communautaire mondiale" à laquelle se "connectent" des entrepreneurs, des créateurs, des travailleurs indépendants, des PME et des grands groupes.

En pratique, l'objectif est :

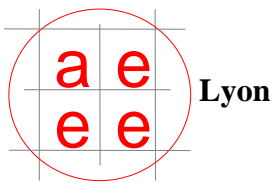
- *D'une part de faire le lien entre les bureaux disponibles et ceux qui cherchent des surfaces à louer, comme Uber le fait entre les véhicules et les usagers, ou Airbnb entre les propriétaires des logements et les touristes,*
- *Et d'autre part de proposer une approche et une offre différenciantes par rapport aux autres acteurs traditionnels du « coworking », en plus d'espaces modernes et bien équipés, WeWork a mis en place une communauté connectée de membres travaillant dans les mêmes locaux, susceptibles de faire du business ensemble et partageant différents services tels que l'accueil, le courrier ou encore le nettoyage.*

WeWork suit le modèle du « 0 actif » : comme Alibaba n'a pas de stocks, Airbnb n'est pas propriétaire des appartements et maisons, Uber n'est pas propriétaire des taxis, WeWork n'est pas propriétaire des immeubles, qui sont loués via des baux classiques de longue durée. L'enjeu est donc de signer des baux (et commencer le paiement dès le premier jour), d'investir pour la rénovation des locaux et le découpage en bureaux (6-9 mois). Il existe un décalage important entre la génération du cash in et celle du cash out, d'où les pertes élevées (cf infra).

WeWork a une stratégie de « fulgurance » de son développement, à l'image de Uber, Airbnb et autres géants de la tech.

Le business model de la société repose sur la même recette que d'autres licornes, et notamment:

- Une plateforme technologique mondiale,
- Une identité forte, en totale harmonie avec les besoins et la culture des start-ups..., dans laquelle se reconnaissent également les sociétés de taille plus importante,
- Une approche communautaire et collaborative (partage des services, échanges...), permettant aux locataires d'un espace de faire du business ensemble,
- Une unicité d'offre de services dans le monde, permettant de fidéliser les clients, selon la logique développée par Uber ou Airbnb,
- Un service à la carte très flexible (a), qui répond à des besoins très différents (créateurs, TPE, PME, grands groupes...) avec un positionnement beaucoup plus adapté que les offres actuelles de location disponibles sur le marché pour les start-ups,
- Un prix attractif, très inférieur aux baux classiques,



Mais également :

- Des emplacements de choix, dans des quartiers dynamiques,
- Des espaces de vie pratiques et confortables,
- Des prestations dites haut de gamme, avec des services à volonté (café, bière, autres boissons,...),
- Un accès pour les créateurs / dirigeants de TPE de services à la carte dignes de grands groupes,
- ...

(a) location des bureaux, des postes nomades ou des salles de réunion, wifi en haut débit, imprimantes et fournitures de bureau, prise en charge du courrier, accès aux locaux 24h/24, cabines téléphoniques...

L'objectif de la société, comme les autres licornes, est de développer le plus vite possible une « base / communauté de clients » et surtout de les fidéliser, afin d'élargir les offres de services, en fonction des besoins identifiés.

⇒ *Comment se justifie dans ce contexte une valorisation de 20 Mds \$, soit presque autant que des sociétés à très forte valeur ajoutée technologique comme SpaceX ou Palantir ?*

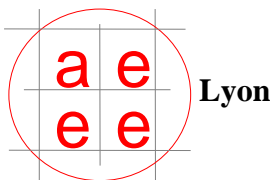
La « fulgurance » du développement s'accompagne souvent d'une « fulgurance » de la valorisation, et WeWork fait bien partie de cette catégorie.

Le conglomérat japonais Softbank, a investi via sa société principale et son fonds Vision Funds (un des plus gros fonds de capital investissement au monde, doté en 2017 de 93 Mds \$) 4,4 Mds \$ dans WeWork en 2017, dont 1,4 Mds \$ pour créer des joint-ventures au Japon, en Chine et en Asie du Sud Est. Cette augmentation de capital a été réalisée à un prix d'émission **valorisant WeWork à près de 20 Mds \$, soit un quadruplement de sa valeur depuis début 2015 (environ 5 Mds \$).**

**Depuis sa création, WeWork a levé 10 Mds \$, dont 7,4 Mds \$ ont été souscrits par Softbank.**

WeWork a déjà déployé ses bureaux à louer dans plus de 60 villes et 21 pays, dont les États-Unis, la France depuis avril 2017 (ouverture d'une espace de 12 000 m<sup>2</sup> à Paris capable d'accueillir 2 300 créateurs, dirigeants, salariés de groupes), le Royaume-Uni, l'Allemagne, Israël, le Canada, la Chine, le Japon, la Corée du Sud, l'Australie ou encore le Mexique. En 2017 l'entreprise employait 2 000 personnes et a accueilli 130 000 utilisateurs chaque jour dans ses locaux. Elle a eu plus de 260 espaces partagés dans le monde.

Comme de nombreuses autres licornes, il est difficile d'obtenir des données fiables sur la société. D'après ses dirigeants, il semble que la société ait réalisé un CA d'environ 1 Mds \$ en 2017, contre un peu moins de 600 M \$ en 2016. Le niveau de ses pertes est encore plus confidentiel.



Il semble qu'elles soient à l'image des autres licornes très élevées, pour financer la croissance effrénée à l'international et son positionnement de numéro un mondial : on parlerait de près de 400 M \$ en 2016, soit près de 70% du CA.

En 1<sup>ère</sup> lecture, l'offre de WeWork est orientée vers les créateurs et indépendants, qui semblent représenter près de 50% de la clientèle..., mais il est très probable que la réalisation d'un business plan aussi ambitieux repose sur la capacité à attirer et fidéliser les groupes importants..., qui selon les dirigeants expliquent une grande partie de la croissance.

*La question est la même que pour les autres success story que nous avons évoquées dans les précédents numéros : qu'est-ce qui justifie une valorisation aussi élevée / une progression aussi importante de la valeur, au-delà de la prime au leader international, de la prime technologique, de la prime à la taille, de la prime à la licorne,...*

*Il convient toutefois de rappeler, que peu de financiers sont capables d'accompagner les entreprises ayant des besoins de financement aussi importants. Softbank accompagne de nombreuses start-up innovantes dans l'électronique, la robotique, l'intelligence artificielle, les fintechs...*

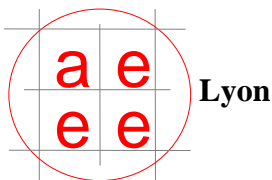
*Les investisseurs ont certainement accepté des prix d'émission valorisant le groupe à 20 Mds \$ sur la base d'un business plan justifiant ce montant. Nous pouvons également penser que ces mêmes financiers anticipent de belles plus-values par une entrée en bourse... qui est un schéma classique.*

En l'absence de données qualitatives et quantitatives, permettant d'apprécier la pérennité du business model et de sa rentabilité, les cash-flows nets qu'elle pourra générer, les inducteurs de valeurs, dans un contexte où la barrière à l'entrée semble apparemment faible, et avec une visibilité insuffisante sur les risques liés au business plan (risque technologique, risque concurrentiel, risque lié au marché immobilier),..., il est difficile de faire une analyse critique de la valorisation de la société.

**La création du concept fait des émules, et de nombreux groupes (Bouygues, Vinci, Régus...) s'intéressent à ce créneau en créant des filiales. Les ouvertures d'espaces partagés ont explosé en France en 2017. Une société chinoise (Urwork) a levé en 2017 près de 180 M \$ pour développer une plateforme similaire.**

A ce jour, nous avons compris que, WeWork arrivait à négocier des loyers très intéressants avec des bailleurs (une, voire plusieurs années de loyers gratuits). Ces négociations pourront-elles perdurer si la concurrence s'organise ? Quelle sera la rentabilité en vitesse de croisière, lorsque les loyers ne seront plus gratuits ? ...





C'est un autre bel exemple de « bulle high tech » qui fait rêver les financiers à la recherche de rendements élevés, reposant sur une plateforme technologique et une expansion mondiale « fulgurante » :

- la société se définit comme une start-up technologique, ne faites pas l'erreur de chercher à appliquer dès à présent des méthodes traditionnelles de valorisation, à faire preuve de bon sens, ou de chercher un lien entre la valorisation et le niveau de rentabilité: la valorisation est à ce jour une valeur de « success story », « positionnée » par les financiers qui ont souscrit aux différentes augmentations de capital, et tirée par des objectifs de croissance mondiale très ambitieuses.

La notion de « bulle » n'est plus une notion ponctuelle associée à la crise internet, avec une connotation très négative, voire répulsive. La notion de « bulle » est rentrée dans la vie courante, associée à un profil de développements devenu banal depuis 10 ans : c'est un fait !

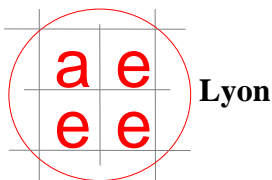
**Pour reprendre la distinction qui est chère aux évaluateurs, nous sommes encore une fois dans une logique de prix / pari, et pas de valeur.** Nous sommes dans une logique de perspectives de plus-values, par rapport à un point de départ qui est positionné comme un indice / postulat de départ, dont toute l'astuce consiste à présumer qu'il est acquis et qu'il ne faut pas chercher à le mettre en cause : si certains financiers ont accepté de valoriser la société à 20 Mds \$, c'est nécessairement que le prix est « un bon prix » ; compte tenu des TRI des fonds d'investissements (élevés), la plus-value potentielle doit être élevée au regard des 20 Mds \$.

Il est à cet égard intéressant de constater que, dans les très nombreux articles que nous avons consultés sur internet, nous n'avons pas identifié de réflexion un tant soit peu aboutie sur la justification du prix, et sur une tentative de liens entre la valorisation et des inducteurs de valeur pertinents. Les articles que nous avons consultés présentent la valorisation induite de 20 Mds \$ comme un fait, un acquis. **Après le marketing des produits et des services, le « marketing de la valorisation » est devenu stratégique dans le paysage financier, avec une logique de buzz.** Dans l'esprit du « public », toute la communication faite autour de l'augmentation de capital de 4 Mds \$ et relayée par la presse financière à grande échelle, conduit à penser que WeWork vaut bien 20 Mds\$.

Pour information, les capitalisations boursières des groupes Michelin, Essilor, Saint-Gobain ou Renault, qui sont des groupes internationaux établis, sont comprises entre 23 et 26 Mds €. Cela permet de mettre en perspectives les 20 Mds\$ de valorisation de WeWork.

La valeur montera tant qu'il y aura des financiers pour souscrire à ces niveaux de valorisation, **ET** tant que la société pourra justifier d'une expansion mondiale « fulgurante » et hors normes..., et tant que les sociétés seront aussi peu transparentes sur le business model et les données chiffrées, notamment prévisionnelles.

L'absence de données pertinentes et disponibles rendent difficile la critique constructive. La difficulté dans ce domaine est que le développement est tellement rapide que, les chiffres des années précédentes sont dépassés.



Rappelons quand même que, la valorisation de 20 Mds \$ n'aura de réalité que le jour où un tiers sera prêt à faire un chèque de 20 Mds \$. À ce jour, l'augmentation de capital n'a porté « que » sur 4,4 Mds \$, dans des conditions que l'on ne connaît pas (existence de clauses anti-dilutives, de clauses de protection contre une baisse de valeur / partage de plus-values en faveur des investisseurs) ..., la valorisation de 20 Mds \$ est une valorisation « induite » par le prix d'émission.

La création de valeur est également induite par la notoriété des financiers qui sont rentrés dans le capital de WeWork (ainsi, Softbank est l'un des plus importants fonds de capital investissement au monde) : ce sont des acteurs qui connaissent le secteur et ses risques, et dont la stratégie repose sur une logique de diversification de leur portefeuille et de prise de risques élevées associées à des recherches de rendement élevés (risques élevés de pertes sur certains dossiers, dans un contexte de recherche de LA licorne qui conduira au « jack pot »). Grâce à un marketing bien rodé, le couple « notoriété des investisseurs / stratégie ambitieuse de l'entité », est un générateur en soi, voire un booster, de créateur de valeur.

Le contexte actuel reste favorable aux « bulles » (cf supra : il serait dépassé de ne retenir que la vision négative de la notion de « bulle »), pour les raisons évoquées à plusieurs reprises dans des lettres précédentes (liquidités abondantes, taux sans risques proches de 0, recherche de rendement élevé associé à des « belles histoires », le risque est peu rémunéré par les marchés (wacc faibles, multiples historiquement élevés,...).

Par ailleurs, la multiplication des exemples de ces parcours « fulgurants » ont tendance (à tort) à banaliser ces situations, considérées comme impensables il y a encore 10 ans. Les différents articles que nous avons écrits dans les précédentes lettres en sont une bonne illustration.

À ce jour, il est rassurant en 1<sup>ère</sup> lecture de noter que, le risque est supporté par les financiers, car la société n'est pas introduite en bourse..., mais les dirigeants commencent à évoquer une future introduction en bourse...

Le meilleur moyen de franchir un cap supplémentaire dans la valorisation de ces profils d'entreprises qui plaisent tant au marché, est en effet de s'introduire en bourse en pleine phase d'ascension, bien avant qu'une « vitesse » de croisière soit atteinte, et donc que le marché ait une vision précise sur la pérennité et surtout la rentabilité réelle du business model.

La création de valeur repose à ce jour sur une base hautement spéculative, dans le sens où les espérances de valeur semblent très élevées..., et les espérances de pertes le sont aussi.

Très clairement, ces développements / niveaux de valorisation hors normes dépassent le commun des mortels que nous sommes. C'est la raison pour laquelle seul un nombre d'investisseurs limités sont capables d'accompagner ces types d'entreprises dans leurs développements,..., avant la phase d'introduction en bourse.

---

## **Nouvelles normes IFRS structurantes et perturbations attendues sur les évaluations ?**

---

*Christophe VELUT, Président A3E et Directeur Général d'ORFIS BTI*

De nouvelles normes structurantes vont devoir être appliquées prochainement par les groupes qui utilisent le référentiel IFRS à titre obligatoire ou volontaire. Ainsi, les normes IFRS 9 sur les instruments financiers et IFRS 15 sur les produits des activités ordinaires tirés des contrats avec les clients, sont d'application obligatoires pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018. Quant à la norme IFRS 16 sur les contrats de location, enfin adoptée par l'Union Européenne en novembre 2017, sera d'application obligatoire pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2019.

**La norme IFRS 9** va introduire des changements importants dans plusieurs domaines, et notamment, l'obligation de constater des dépréciations sur des créances en fonction des pertes attendues, et non plus uniquement en cas d'indices de pertes de valeur (retards de règlement, litiges, dépôt de bilan,...), un traitement différent des titres non consolidés et des restructurations de dettes « non significatives ».

**La norme IFRS 15** pose le principe de comptabilisation du chiffre d'affaires sur la base d'une analyse en cinq étapes successives.

- *L'identification du contrat,*
- *L'identification des différentes obligations de performance c'est-à-dire la liste des biens ou services que le vendeur s'est engagé à fournir à l'acheteur,*
- *La détermination du prix global du contrat,*
- *L'allocation du prix global à chaque obligation de performance,*
- *La comptabilisation du chiffre d'affaires et des coûts afférents lorsqu'une obligation de performance est satisfaite.*

Cette norme va avoir un impact important dans de nombreux secteurs d'activité (start-up, contrats à long terme, téléphonie, régie publicitaire, fabricants de matériels proposant à leurs clients des locations et / ou des mises à disposition de produits, informatique,...).

**La norme IFRS 16 sur les contrats de location**, d'application obligatoire pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2019, l'Union Européenne l'ayant adoptée en novembre 2017. Cette norme va amener les groupes à constater la plupart des contrats de location au bilan, sans distinction entre location simple et location financement, sauf exceptions (contrats de courte durée et contrats non significatifs, actifs incorporels selon les cas,...). Le retraitement consistera à présenter les droits d'utilisation des actifs liés aux contrats de locations dans les actifs non courants, la contrepartie étant présentée en dettes financières

L'application de ces normes, qui contiennent généralement la possibilité d'opter pour des méthodes de transition permettant de ne pas traiter rétroactivement l'impact de la mise en œuvre, et des méthodes simplifiées, aura un impact souvent significatif sur les agrégats utilisés en évaluation (CA, EBITDA, EBIT,...),..., qui pourra être perturbant pour les évaluateurs.

**Nous allons nous limiter dans le présent article à une première réflexion sur l'impact de la mise en œuvre de la norme IFRS 16 sur la valorisation des sociétés et sur les tests de dépréciation.**

La particularité de ces nouvelles normes, et notamment la norme IFRS 16, est d'accorder un poids important dans l'analyse aux obligations contractuelles, au-delà de la réalité économique : c'est la « substance contractuelle », l'analyse des faits et circonstances n'intervenant généralement qu'à un 2<sup>ème</sup> niveau.

Ainsi, à titre d'exemple, dans le cas d'un bail 3-6-9 : les contrats seront retraités sur 9 ans en l'absence de clauses de renouvellement ou de pénalités plus que non significatives à verser par le bailleur, quand bien même le bail a été systématiquement renouvelé depuis sa mise en place, et quand bien même le locataire a l'intention de le renouveler.

***En ce qui concerne les évaluations :***

Ces normes vont avoir dans de nombreux cas un impact structurant sur les comptes, et par conséquent, sur les principaux agrégats utilisés en matière d'évaluation : EBITDA, Dettes financières nettes, et dans certains cas l'EBIT (notamment dans le cadre du ratio de rentabilité sur les capitaux employés, dit ratio ROCE).

Il existe un consensus pour considérer que le coût du capital ne devrait pas être modifié. Cependant, le travail des évaluateurs va être rendu compliqué dans les prochaines années, pour plusieurs raisons :

- *Différences importantes liés aux principes comptables entre les sociétés cotées (qui ont l'obligation d'appliquer les IFRS), et les groupes non cotés (non tenus d'appliquer les IFRS, sauf à titre volontaire) ;*
- *Amélioration « technique » de l'EBITDA (l'impact étant généralement limité sur l'EBIT), la mise en œuvre de la norme IFRS 16 conduisant à reclasser le loyer en totalité, en dotations aux amortissements et charges financières,..., alors que la dette nette correspondra généralement aux loyers actualisés sur une période très courte au regard de la durée d'utilité du bien ;*
- *L'EBITDA perd de sa pertinence en tant qu'indicateur de flux d'exploitation avant investissements, car il ne sera pas déterminé de manière cohérente avec la valeur des actifs dans le cas des contrats de location simple. Sur fonds de multiples élevés (cf édito et lettre A3E de T3 2017), l'amélioration « technique » de l'EBITDA sans contrepartie en termes de fondamentaux ou d'augmentation de flux de cash, va probablement créer une « turbulence » supplémentaire, car il est très probable que le marché n'ajustera pas mécaniquement les multiples ;*

- *Le ratio de rentabilité des capitaux employés devrait en revanche diminuer, la progression de l'EBIT lié au reclassement des charges financières étant en général inférieure à l'augmentation des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation du fait de l'activation des droits d'utilisation ;*
- *Le retraitement des contrats de location simple ne correspondait généralement pas à la pratique des évaluateurs, sauf cas exceptionnels. Il est très probable que de nombreux évaluateurs continuent de ne pas vouloir les retraiter..., encore faut-il qu'ils aient l'information pour les sociétés cotées pour annuler l'effet du retraitement effectué par application de la norme IFRS 16. À ce jour, il n'est pas prévu dans la norme de donner une ventilation détaillée dans les annexes entre les contrats de location simple et les contrats de location financement pour les actifs, les dettes financières et les loyers ;*
- *Il existe des points structurants qui n'ont pas encore été tranchés à ce jour sur les modalités de mise en œuvre de la norme IFRS 16 (ex : durée des contrats de location, durée d'amortissement des agencements, traitement des droits au bail...), qui risquent de donner lieu à plusieurs traitements possibles..., et donc entraîner des divergences de traitements selon les groupes ;*
- *Il existe différentes mesures de simplification prévues pour la transition aux nouvelles normes (application rétrospective au 1<sup>er</sup> jour de l'exercice comparatif présenté, application rétrospective au 1<sup>er</sup> jour de l'exercice de transition, options de simplification permettant de ne pas retraiter certains contrats...), combinés avec l'interdiction des groupes de donner des informations pro forma historiques lorsque les normes ne sont pas appliquées de manière rétrospective. Ainsi, dans de nombreux cas, l'EBITDA correspondant à la pleine application des normes n'apparaîtra qu'au bout d'un an ou deux, voire de plusieurs années dans le cas de la norme IFRS 16 ;*
- *Les groupes ne disposeront souvent pas d'agrégats sur plusieurs années à méthode identique ;*
- *Le travail de prévisions des agrégats va donc être modifié dans certains secteurs pendant plusieurs années, dans le contexte où il n'est pas souhaitable d'avoir deux jeux de prévisions ;*
- *Certains évaluateurs s'interrogent pour réutiliser plus l'EBIT, qui devrait être moins impacté que l'EBITDA par la norme IFRS 16 ;*
- *La méthode des DCF, basée sur les cash-flows prévisionnels devrait être peu ou pas impactée en théorie par ces nouvelles normes, car les flux ne sont, par définition, pas impactés par les retraitements de consolidation. **Comme indiqué ci-dessus, pour l'EBITDA, la prise en compte du retraitement des contrats de location simple dans les cash-flows prévisionnels devrait majorer la valeur issue de la méthode des DCF dans certains cas ;***

***Illustration chiffrée de l'impact avec la méthode des multiples d'EBITDA :***

- Soit une société valorisée avant l'application d'IFRS 16 à 9x un EBITDA normatif de 8 000 K€, soit 72 M€, avec par simplification une trésorerie nette d'endettement de 0.
- La société loue des actifs immobiliers dans le cadre de contrats de location simple d'une valeur de 10 M€, avec un loyer de 600 K€ annuels, dans le cadre d'un bail de 9 ans classique. L'évaluation est effectuée en fin de 5<sup>ème</sup> année du bail. Le taux d'actualisation des loyers prévu selon IFRS est 2%.
- La valorisation de la société sur la base de l'EBITDA calculée après retraitement du bail selon IFRS 16 conduit à :
  - o une valeur d'entreprise de  $9 * (8\ 000 + 600) = 77\ 400$  K€,
  - o une dette de 2 100 K€ (valeur actualisée des loyers sur les 4 ans restants),
  - o soit une valeur des capitaux propres de 75 300 K€,

***IFRS 16 va donc conduire, toutes choses égales par ailleurs, à une majoration « artificielle » de la valeur de 3,3 M€, soit +5%.***

***En ce qui concerne les tests de dépréciation selon les normes IFRS,*** la mise en œuvre de la norme IFRS 16 nous amène à identifier certaines problématiques :

- l'écart induit par la différence entre le WACC retenu pour les tests de dépréciation, et le taux d'actualisation utilisé pour déterminer le droit d'utilisation,
- la prise en compte d'un actif supplémentaire dans la valeur des UGT (unités génératrices de trésorerie).

À la lecture stricte de la norme, il est difficile de trouver une argumentation technique pour exclure des actifs liés aux droits d'utilisation de l'UGT. Pour garder une cohérence entre les actifs et les flux pris en compte, il conviendrait d'exclure des flux prévisionnels les loyers, ce qui a pour conséquence de ***majorer artificiellement la valeur recouvrable*** en contrepartie de l'augmentation des actifs à tester, mais cette contrepartie n'est pas neutre sur le résultat du test de dépréciation (cf illustration supra pour la méthode des multiples, applicable à la méthode des DCF).

Une approche économique conduirait au contraire à exclure de la valeur de l'UGT les actifs liés au droit d'utilisation, et conserver le montant des loyers dans les EBITDA prévisionnels. Cette approche correspond à la pratique actuelle d'établissement des prévisions, ..., et à la bonne pratique des évaluateurs. Dans cette approche, le principe de cohérence entre les actifs testés et les flux pris en compte générés par ces actifs est respecté, ..., et de surcroît la valeur induite n'est pas faussée « techniquement ».

Une autre justification économique pour cette 2<sup>ème</sup> approche (qui a notre préférence, vous l'aurez compris, sur le plan économique) consisterait à considérer que le droit d'utilisation et la dette financière étant indissociables tant sur le plan juridique qu'économique, il faudrait les exclure tous les deux des tests de dépréciation, . . . , malheureusement, la norme IAS 36 ne permet pas de prendre en compte les dettes financières en diminution de la valeur comptable de l'UGT.

Une solution alternative pour tenter de concilier l'approche économique avec les principes définis par la norme IAS 36 **pourrait consister à laisser dans les actifs de l'UGT testée la valeur des droit d'utilisation et ajuster la valeur des cash-flows actualisés d'un montant (investissement théorique ou loyer normatif) permettant de retomber sur la même valeur que si les droits d'utilisation étaient exclus des actifs de l'UGT** (et que les loyers étaient maintenus dans les EBITDA prévisionnels).

Cette solution serait similaire à la pratique concernant la présentation d'un taux d'actualisation avant impôt: la norme IAS 36 demande de présenter un taux d'actualisation avant impôt, ce qui n'existe pas sur le marché, la pratique consiste en réalité à prendre en compte les flux d'impôt avec un taux d'actualisation après impôt (pour ne pas fausser la valeur, au niveau de la construction du wacc et des flux), et d'indiquer par itération, quel serait le taux d'actualisation (avant impôt en l'occurrence) qui permettrait d'aboutir à la même valeur après avoir éliminé les flux d'impôts du business plan.

Cette solution pratique supposerait alors qu'il y ait deux calculs itératifs successifs dans le cadre des tests de dépréciation, dans un contexte où l'EFRAG étudie des pistes de simplification de l'application d'IAS 36 (par exemple, réflexion pour permettre la prise en compte d'un taux d'actualisation après impôt, cf lettre A3E de T3 2017).

Nous en sommes pour l'instant encore à la phase de réflexion sur de très nombreux points, alors même que la norme est d'application obligatoire pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2019. Cette norme a pris un temps inhabituel pour être adoptée. Elle pose un très grand nombre de difficultés d'interprétation ET d'application pratique.

Cette nouvelle norme rend perplexe à ce stade de nombreux évaluateurs, les réactions des analystes et des investisseurs sont contrastées, . . . , dans le contexte où ils étaient nombreux à demander non pas une refonte complète de la norme, mais essentiellement de compléter l'information en annexe sur les contrats de location simple, comme c'est déjà le cas certains dans secteurs d'activité (ex : compagnies aériennes).

*On ne peut qu'espérer que les recommandations, qui ne manqueront pas d'être émises, privilégieront le bon sens, iront dans le sens de la bonne pratique des évaluateurs, et tiendront compte des contraintes pratiques.*