

Lettre trimestrielle n°29 – 2^{ème} trimestre 2020

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- Les dépréciations d'actions dans les PME ont-elles la même résonance que dans les sociétés cotées ?
Page 15
- L'effet de la crise sur la valeur des entreprises : une simulation
Page 19
- Le reporting intégré – Etat des lieux et perspectives pour les ETI et les PME
Page 24
- Questions-réponses liées aux tests de dépréciations pour les comptes semestriels en normes IFRS
Page 27

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.

La Covid a bien été le « Black Swan » redouté lors de la publication début 2020 de notre lettre du 3^{ème} trimestre 2020.

Cette crise sans précédent a eu un impact violent sur les marchés (baisse du CAC 40 d'environ 40% entre mi-février et mi-mars), augmentation des taux sans risques de 0,7 point en mars, augmentation de l'indice de volatilité VIX qui est passé d'environ 14 % à fin 2019 à 83 % à l'annonce du confinement le 16 mars 2020.

La bourse nous a habitué à être déconnecté des réalités économiques. Là où de nombreux experts s'attendaient à une poursuite de la baisse en juin 2020, le CAC 40 a entamé une phase de croissance inattendue, pour saluer le déconfinement et les politiques monétaires des banques centrales encore plus accommodantes. Ainsi, au 30 juin 2020, la baisse par rapport au 31 décembre 2019 n'est « plus que » de 17,43 %, alors que les incertitudes sont toujours là. De même, l'indice de volatilité est redescendu au 30 juin 2020 à environ à 30 %.

Il est difficile d'avoir une vision réelle de l'impact sur les valorisations, le recul étant insuffisant (baisse du nombre de transactions, mise à jour partielle des bases de données, ...).

Il n'en reste pas moins que cette crise a un effet très perturbant sur les valorisations en général : la méthode des multiples est difficile à appliquer (quel multiple, à quel agrégat ? ...), dans un contexte où les résultats 2020, et généralement 2021 seront très dégradés ; les sociétés seront souvent amenées à modifier leur stratégie de manière structurante (approvisionnement, ...); les disparités fortes de situation existant au sein d'un même secteur rendent difficile l'analyse des comparables. La méthode des flux de trésorerie prévisionnels (DCF) revient en force, comme souvent en période de crise et repose nécessairement sur une réflexion stratégique structurante.

La situation actuelle sera favorable pour la mise en œuvre de stratégies fiscales (donations par exemple), financières (rachats de titres) ou opportunistes.

Il n'en demeure pas moins qu'il convient de rester très prudent en termes de valorisation et que les groupes cotés auront une forte pression sur la réalisation des tests de dépréciation dans le cadre des comptes semestriels.

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 (1/4)

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

Prudence sur les marchés boursiers

Une rétrospective à début janvier 2020 :

Nous avons indiqué dans la lettre A3E du T4 2019 que de nombreux articles, livres, think tanks... annonçaient une crise économique et financière importante. Les qualifications des économistes sur la situation à laquelle nous étions confrontés depuis plus d'un an étaient très variées : marché paradoxal, situation absurde, atypique, incompréhensible ...

Il existait un consensus sur le ralentissement économique mondial, en revanche les débats étaient très nourris entre ceux qui prédisaient que le ralentissement allait conduire à une crise économique et financière et ceux qui expliquaient pourquoi ce ne sera pas le cas.

A la date de diffusion de la lettre A3E, nous pressentions que le « Black Swan » tant redouté pouvait être lié au Covid sans pour autant avoir une idée de l'impact sans précédent, que Bill Gates, le fondateur de Microsoft avait annoncé à titre prémonitoire il y a 5 ans.

La crise du Covid est sans précédent. Je n'ai pas souvenir d'une crise sanitaire ayant généré un confinement total dans la plupart des pays du monde et ce, pendant près de 3 mois.

Le graphique ci-dessous met en évidence l'évolution du CAC 40 depuis 2003.



Source : abcbourse.com

Par ailleurs, l'évolution du CAC 40 depuis début 2020 est présenté dans le graphe ci-après :



Premières conséquences brutales de la crise du Covid :

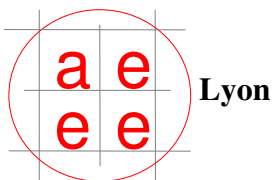
- Chute du CAC 40 de plus de 40 % en mars 2020
- Augmentation des taux sans risques de 0.7 point sur 2 semaines en mars, du jamais vu.
- Explosion des indices de volatilité (le Vix est monté à plus de 82 % le 16 mars 2020 à l'annonce du confinement, contre 14 % à fin décembre 2019)
- Prime de risques Covid estimée par certains experts à 3 points en mars/ avril 2020.

Cela faisait longtemps que l'évolution des taux sans risques n'avait pas été la traduction d'un risque réel.

Les impacts attendus de la crise du Covid ayant été jugés beaucoup plus importants que ceux des précédentes crises, de nombreux experts craignaient que le CAC 40 ne descende en dessous des 3000 points.

Comment expliquer la résistance des indices boursiers ? La réalité est en effet très différente dans la mesure où les phases de déconfinement ont permis au CAC 40 de repartir à la hausse. Le CAC 40 évolue dans une fourchette de 4 800 à 5 000 points depuis le 1er juin et la baisse au 30 juin 2020 n'est « plus que » de 17,43 % par rapport au 31 décembre 2019.

Les taux sans risques sont rapidement redescendus à des niveaux proches de ceux de fin 2019.



Il est important de noter que cette remontée n'est pas liée à une meilleure visibilité sur une amélioration des fondamentaux, loin s'en faut. Elle est liée principalement à 2 facteurs :

- le déconfinement dans son principe, et plus généralement le reflux du virus, qui mécaniquement a généré une reprise dans de nombreux secteurs. Il est trop tôt pour savoir si l'augmentation constatée depuis mai est un simple rattrapage, ou un signe fort de reprise,
- et les liquidités abondantes, liées à la politique monétaire accommodante des Banques Centrales (par exemple : la FED a diminué les taux directeurs américains d'un point sur le mois de mars 2020),..., et implicitement à la capacité des gouvernements à soutenir durablement les entreprises en difficulté, qui est l'un des enjeux majeurs.

Le rebond de la bourse est également lié à d'autres facteurs comme :

- l'effet TINA (there is no alternative), dans le contexte où de nombreux autres placements ne rapportent plus rien, et où on commence à voire apparaître des tensions sur certains secteurs de l'immobilier, plus ou moins fortes selon les pays (fortes tensions au Royaume Uni,...),
- ou encore l'anticipation de la découverte de vaccins contre le covid 19.

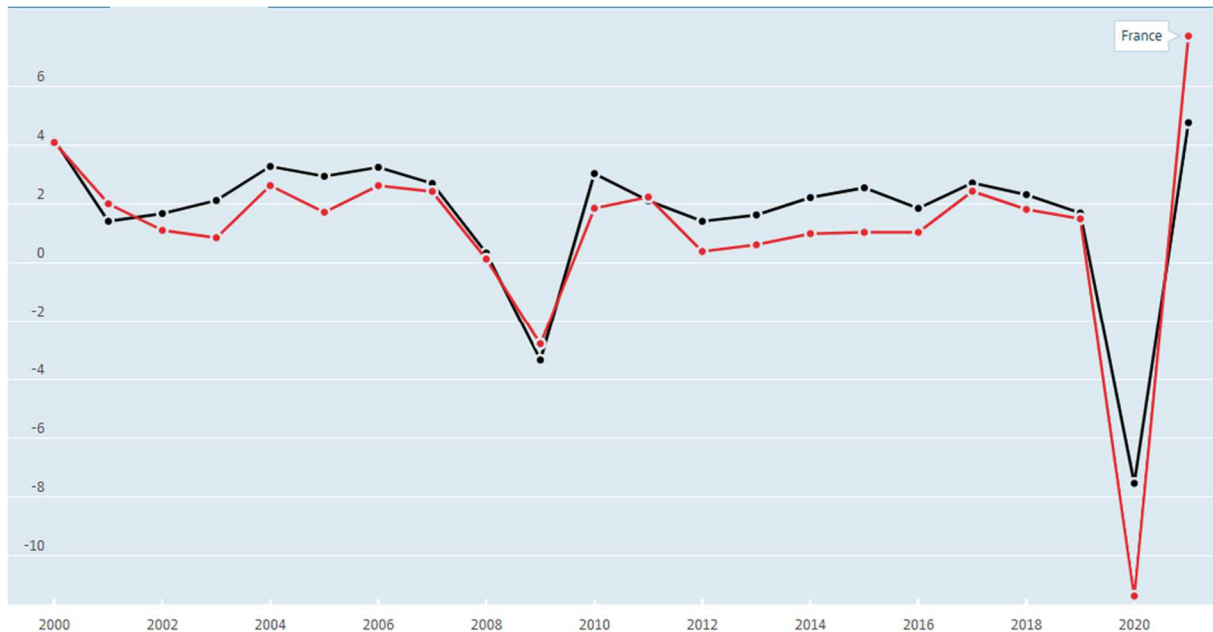
Cette remontée des indices boursiers est salubre dans la perspective des comptes semestriels des groupes cotés, la juste valeur de nombreux actifs financiers étant en normes IFRS déterminée sur la base des cours du 30 juin 2020. De même, une chute des cours de bourse (conduisant notamment à une valorisation boursière inférieure aux capitaux propres consolidés) est un indice de perte de valeur à prendre en compte, susceptible de conduire à la réalisation de tests de dépréciation au 30 juin. La prime de risque Covid, basée sur les évolutions de marché, est descendue à moins de 1 point, contre plus de 3 points en mars.

Pour autant, le niveau actuel des indices boursiers est-il la traduction d'une réalité économique ?

Certains secteurs sont généralement peu affectés par la crise du covid (santé, agro-alimentaire, entreprises dans le digital, e-commerce, etc.) cependant, les impacts sont majeurs dans beaucoup d'autres (aéronautique, transports, distribution, événementiel, etc.)

S'il est certain que la très forte volatilité de la bourse fait la joie des spéculateurs, il est peu probable que le scénario en V constaté lors des précédentes crises, se reproduise. Il est même exclu pour la réserve Fédérale américaine. Les raisons sont très nombreuses, et notamment :

- **Le tableau ci-après met en évidence l'évolution du PIB en France sur les 20 dernières années, et la baisse historique du PIB attendue pour 2020 :**



Source : OCDE – Prévisions du PIB réel 2020

Les dernières prévisions du FMI pour la France ont été encore dégradées : - 12,5% en 2020, +7,3% en 2021. Ainsi, à fin 2021, le PIB resterait à un niveau largement inférieur à l'avant crise covid.

Lors des précédentes crises, le taux de croissance du PIB était descendu à - 2,9 % en 2009, dans le pire des cas et était généralement remonté à un niveau « normal » dès l'année suivante.

La crise actuelle aura un impact économique 5 fois plus violent (cf. graphique ci-dessus) en 2020 que la crise de 2008 et dans de nombreux secteurs d'activité, le retournement est prévu entre le 2^{ème} semestre 2021 et 2022, voire en 2023 pour l'aéronautique. La banque de France estime que la France ne retrouvera pas son niveau d'activité de 2019 avant mi 2022.

- **Les pertes abyssales dans certains secteurs d'activité :**

A titre d'exemple, les pertes des compagnies aériennes liées au covid-19 sont estimées à 84 mds\$ pour 2020, et 15 mds pour 2021, selon l'association internationale du transport aérien.

Les baisses d'activité annoncées par de nombreux sous-traitants automobiles sont comprises pour 2020 entre 30% et 40%.

- **Les perspectives de croissance du taux de chômage sont inquiétantes :**

De nombreux groupes envisagent d'engager des plans de restructuration significatifs dès la fin de l'année, certains l'ont déjà déclaré. Ainsi, il est annoncé plus de 800 000 suppressions d'emplois d'ici la fin de l'année, dans un contexte où de nombreux groupes attendent de faire le point sur l'évolution de la situation en septembre 2020 pour prendre des décisions plus radicales de restructurations. Un phénomène d'une telle ampleur aura nécessairement un impact sur la consommation.

- **L'inquiétude des consommateurs sur les perspectives d'avenir et l'emploi, ainsi que l'anxiété sanitaire, se traduisent par un niveau d'épargne historique :**

Ainsi, il semble que les français aient épargné 75 mds € pendant la crise du Covid.

La relance de l'économie passera nécessairement par une relance de la consommation,..., qui ne pourra intervenir que si la confiance des consommateurs s'améliore.

- **La crise covid va probablement progresser et dans certains cas, accroître fortement les différences entre les pays émergents et les pays développés.**

La situation de certains pays et non des moindres (Chine, Etats-Unis,...) reste préoccupante à ce jour. Elle pourrait conduire à de nouvelles opérations de confinement si elle n'est pas rapidement maîtrisée. Cette hypothèse n'est pas intégrée pour le moment par les marchés, qui se rassurent avec les signaux plutôt encourageants de reprises observées dans de nombreux pays.

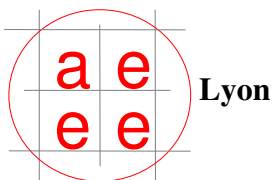
De nombreux pays n'ont en effet pas eu les moyens de mettre en place des mesures sanitaires efficaces (accès aux soins), des mesures de soutien de l'économie ou des mesures d'indemnisation des salariés. Ces différences vont s'accroître si une coopération internationale efficace n'est pas mise en place.

- **Les nombreuses mesures de soutien mises en place très rapidement par le gouvernement (chômage partiel, PGE, décalage de paiement des dettes Urssaf et de retraite...) ont été indispensables.**

Cependant, de nombreuses entreprises sont « sous perfusion » jusqu'à présent. Comment ces entreprises feront-elles pour survivre lorsqu'il faudra rembourser ? Les entreprises ont une option pour renouveler les prêts PGE, mais dans un contexte d'incertitudes sur les conditions financières (taux,...).

Ainsi, les vagues de défaillances sont plutôt attendues pour la fin de l'année 2020 et le début de 2021.

La survie de certains pans de l'économie française passe par la capacité du gouvernement à soutenir le plus grand nombre d'entreprises afin qu'elles ne déposent pas leur bilan.



Les mesures de soutien ont un coût très significatif : près de 500 mds € pour l'Etat français, 130 mds € pour l'Etat allemand et 2 000 mds \$ pour les Etats-Unis. Les mesures futures auront probablement un coût très élevé. Comment ces mesures vont-elles être financées dans le contexte où les recettes fiscales vont fortement diminuer en 2020, alors que le déficit de la sécurité sociale et celui lié au chômage devraient exploser ?

Jusqu'à quand les banques centrales auront-elles les moyens d'alimenter les économies en liquidités ? Une question posée par Xerfi Canal le 29 juin 2020 est, à ce titre, intéressante : « la BCE peut-elle créer des milliards à l'infini ? »

- **Dans de nombreux secteurs, les entreprises devront mettre en place des mesures qui devraient affecter de manière significative leur rentabilité (ex : restauration, événementiels...).**

Les entreprises devront se réorganiser, adapter leur stratégie, notamment pour être moins dépendantes de pays tels que la Chine.

Les modes de travail vont certainement évoluer (télétravail, réorganisation des espaces,...), dans le contexte où de nombreux métiers ne permettent pas le télétravail, et que le télétravail mal organisé peut se traduire par des baisses de productivité significatives.

Les entreprises auront-elles les moyens de supporter ces pertes de productivité et de financer les réorientations stratégiques ?

L'immobilier d'entreprises pourrait être sérieusement touché par la réorganisation du travail.

- **Il est très probable que les dégradations des notations augmentent de manière significative dans les mois à venir :**

Ainsi, l'agence de notation Fitch Ratings estime que le nombre de dégradations de notations devrait augmenter de 60 à 70% dans les 12 prochains mois parmi les entreprises de son panel.

L'agence estime que les sociétés de son portefeuille devraient voir leur CA baisser de 15% en 2020 et de 8% en 2021, par rapport à 2019.

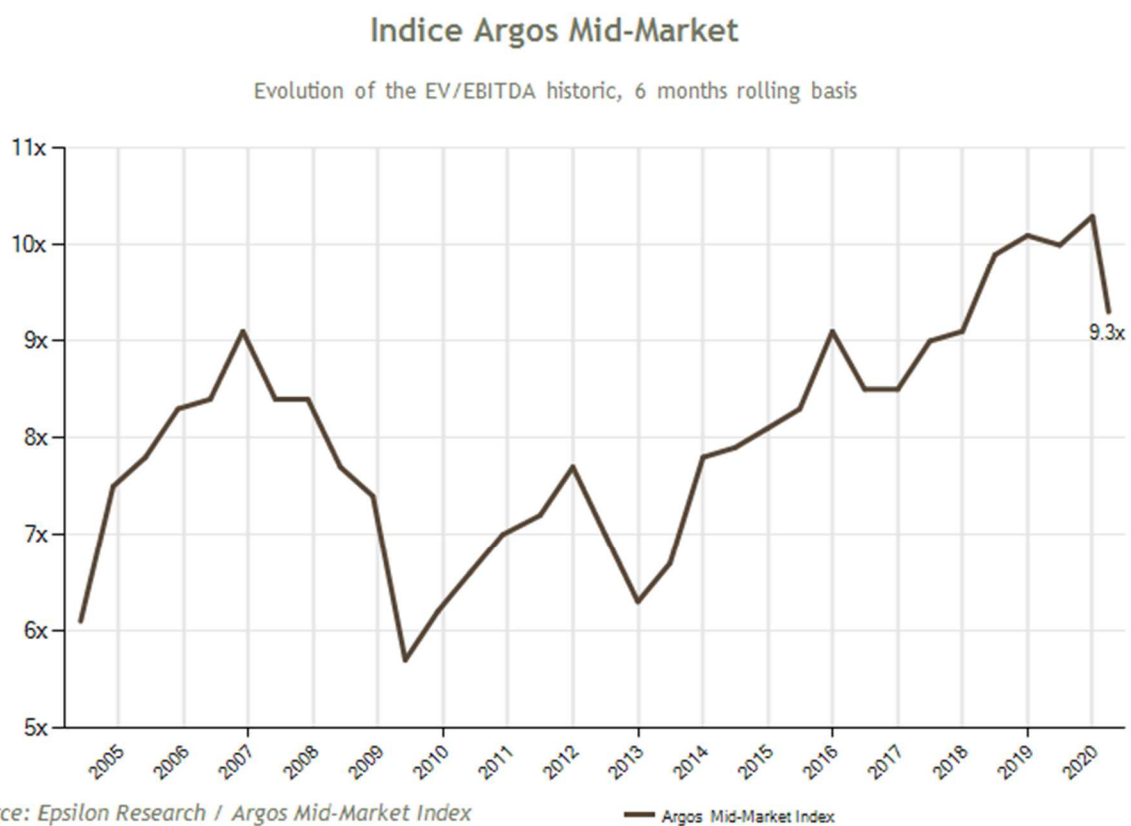
- **Mais aussi : tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis, chute du prix de nombreuses matières premières...**

Nous espérons vivement nous tromper, et que la reprise sera plus rapide que prévue. Il n'en reste pas moins, pour revenir au sujet des valorisations, que les incertitudes restent à ce jour majeur, et ont un effet perturbant sur les évaluations. De nombreux experts considèrent qu'il est peu probable que ces incertitudes se réduisent avant le dernier trimestre 2020.

INFO NEWS (2/4)

⇒ [Quel impact du Covid sur les évolutions des multiples de transaction dans le non coté :](#)

Le tableau d'évolution du multiple de transaction (indice Argos) est communiqué dans le tableau ci-dessous :



Comme indiqué dans la lettre A3E de décembre 2019, le private equity (PE) avait fait une très bonne année en France en 2019. L'évolution de l'indice jusqu'à fin 2019 confirmait le fait que la conjugaison entre taux historiquement bas et abondance des liquidités conduisent à des niveaux de valorisation qui restent historiquement élevés.

Nous n'avons pas un recul suffisant à ce jour pour voir le réel impact de la crise Covid sur l'évolution des multiples de transaction.

Toutefois, les multiples de prix d'acquisition des PME non cotées européennes ont baissé à 9,3x l'EBITDA et ce, après avoir atteint un record historique de 10,3x sur le premier trimestre 2020. Il sera très intéressant de voir si les multiples de transaction ont encore fortement baissé sur le 2nd trimestre 2020, pour suivre les évolutions des précédentes crises.

A titre d'exemple, les multiples des sociétés cotées mid-market de la zone euro chutent, sur le trimestre, de 21 % à 6,8x l'EBITDA en ligne avec l'évolution du marché des actions. Pour information, ces multiples ont été calculés avec les valorisations au 31 mars impactées par la crise du Covid.

Parallèlement, une baisse de 26 % est observable sur les transactions effectuées entre le quatrième trimestre 2019 et le premier trimestre 2020. Certains experts anticipent même une baisse de près de 60% des transactions en 2020, si l'environnement économique et sanitaire ne s'améliore pas de manière significative.

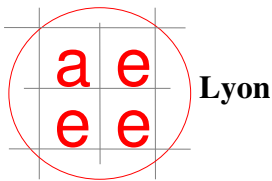
Cette situation amène à se poser la question suivante : la baisse du multiple sera -t-elle aussi forte que pour les précédentes crises ?

En effet, de nombreuses transactions ont été suspendues voire annulées avec l'effet du Covid.

- Xerox a annulé son offre de 34 mds de dollars pour le rachat d'HP afin de se focaliser sur la gestion de la pandémie au sein de son entreprise. Xerox avait auparavant mené une offre publique d'achat hostile sur HP qui combinerait les deux géants technologiques légendaires que HP avait refusé. En février, Xerox a proposé une nouvelle offre à 24 dollars par action valorisant HP à environ 34 milliards de dollars. L'opération n'a finalement pas abouti.
- SoftBank a mis fin à son offre publique d'achat pour 3 milliards de dollars d'actions de WeWork, invoquant l'impact du coronavirus ainsi que l'échec d'un certain nombre de conditions de clôture. Après son entrée en bourse ratée en Septembre 2019 et l'abandon du rôle de PDG de son fondateur Adam Neumann, WeWork s'est vu proposé par SoftBank, actionnaire principal du groupe, un plan de sauvetage pour relancer la société américaine de bureaux partagés auquel il a finalement renoncé au vu du contexte.
- Annoncée, le 12 Janvier 2020, Hexcel et Woodward ont suspendu leur transaction de fusion de 6,4 mds de dollars en justifiant des défis « sans précédents » causés par la pandémie. L'accord avait pour objectif de créer un fournisseur de systèmes intégrés pour les secteurs aérospatial et industriel. La société combinée aurait été l'un des plus grands fournisseurs mondiaux dans le domaine de l'aérospatiale et de la défense.

Les opérations qui sont maintenues sont souvent des opérations sans effet cash (ex : fusions, apports, scissions,...), des opérations pour lesquelles le cédant accepte une réduction sur le prix, ou les opérations concernant des secteurs peu touchés par la crise. Ainsi, par exemples :

- PSA et Fiat Chrysler ont annoncé en Octobre 2019 leur fusion avec une clôture du deal prévue pour début 2021. Ensemble, elles formeront le 4^{ème} groupe automobile mondial. Carlos Tavares, le supposé futur PDG du groupe fusionné a déclaré des synergies attendues à hauteur de 4,2 mds de dollars. Par ailleurs, le président de Fiat Chrysler John Elkann a affirmé l'importance de poursuivre l'opération : "La crise de Covid a encore souligné la logique convaincante de cette fusion", a-t-il déclaré.
- Le spécialiste des paiements électroniques Worldline a déclaré que la crise du coronavirus n'aurait aucun impact sur le calendrier de l'acquisition de son concurrent Ingenico pour 8,6 mds de dollars (7,8 mds d'euros).



Il sera intéressant lors de voir dans le cadre de la prochaine lettre A3E comment ont évolué le nombre de transactions, les négociations / renégociations de prix générées par la baisse des perspectives à court et moyen terme, et également les méthodes de valorisation. En effet, la méthode des comparables (ex : multiple d'EBITDA va-t-elle au moins temporairement laisser la place à la méthode des DCF, seule méthode permettant de traduire les perspectives d'évolution des flux à moyen et long terme basée sur une analyse approfondie des fondamentaux ?

Il est probable, compte tenu des niveaux de taux historiquement bas et des liquidités toujours très élevées, que les sociétés qui ont bien résisté à la crise et qui sont situées dans des secteurs porteurs, se négocient toujours à des niveaux élevés, voire très élevés.

Il est également probable, comme cela a été constaté dans le cadre des précédentes crises que des transactions interviendront dans des secteurs affectés par la crise, mais pour lesquels des acteurs qui ont su prendre des mesures adaptées. Toutefois, les valorisations devraient être impactées à la fois par la baisse des perspectives, au moins pour 2020 et 2021, les évolutions souvent nécessaires des stratégies, et l'augmentation, parfois importante, de leur endettement financier net.

La situation sera plus délicate pour les autres entreprises, qui ont connu une très forte baisse d'activité, qui sont généralement « sous perfusion » sur le plan financier, et dont la pérennité est fortement remise en cause et passe par une phase préalable nécessaire de restructurations.

Comme souvent en période crise, le marché des transactions pourrait être stimulé par les opérations de consolidation dans certains secteurs, et les possibilités de faire de « bonnes affaires ».

INFO NEWS (3/4)

⇒ Evolution du taux sans risques :

L'évolution du taux des OAT 10 ans est présentée dans le tableau ci-après. On peut constater depuis le 30 juin une baisse des taux de 0,24 points.

Après avoir atteint un minimum de - 0,4 % en septembre, les taux des OAT 10 ans restent bas et négatifs sur la majorité du second semestre 2019.



Source : Agence France Trésor.

Comme indiqué ci-dessus, les taux sans risques ont augmenté de près 0,7 point en mars sur une période de 10 jours.

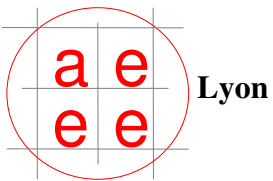
Du jamais vu ! Cela faisait longtemps que l'évolution du taux sans risques n'avait pas reflété l'évolution des risques.

Cela n'a pas duré longtemps, car les taux ont rapidement baissé depuis, pour revenir à un niveau proche de celui de décembre 2019.

INFO NEWS (4/4)

⇒ Actualités 1^{er} semestre 2020

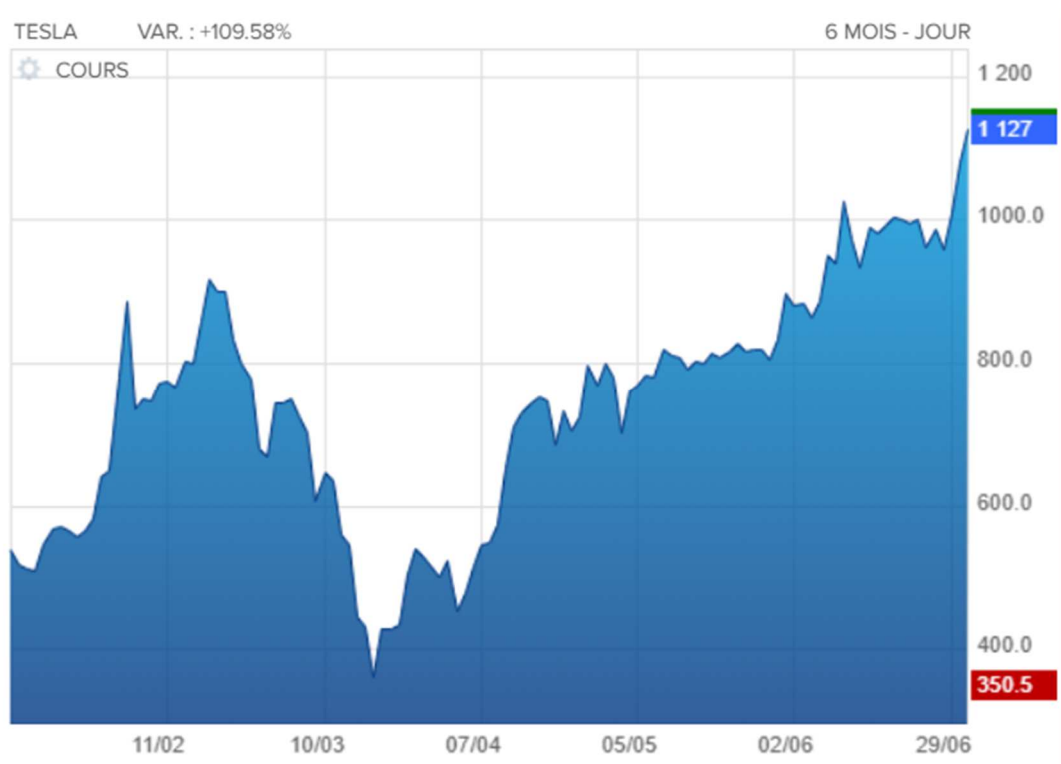
- Le Mercredi 8 Juin 2020 marque un jour historique pour Tesla, le cours de l'action Tesla dépasse, en effet, le seuil record de 1 000 dollars. Depuis le 1^{er} janvier 2020, le cours de l'action a progressé de 150 % (430,26 \$ au 1/01/2020 contre 1 079,81 \$ au 1/07/2020) et sa capitalisation boursière atteint pour la première fois les 100 mds de \$. Ces progressions sont fortement liées à l'ouverture de sa *Gigafactory* en Chine, opérationnelle seulement 10 mois après le début des travaux et liée à une demande de véhicules en Chine plus importante que les prévisions établies.
- Le ministre de l'Economie Bruno Le Maire et le secrétaire d'Etat au Numérique Cédric O ont annoncé un plan supplémentaire de plus de 500 millions d'euros pour soutenir la French Tech, fortement touchée par la crise du coronavirus.
- Mai 2020 : La *French Tech* subit la crise du coronavirus avec une baisse de 38% du nombre d'opérations par rapport à Mai 2019. Malgré cela, les startups françaises sont parvenues à lever près de 574,4 millions d'euros sur le mois de mai, soit 33% de plus qu'il y a un an. Les méga-levées de *ContentSquare* et *Back Market* pour respectivement 190 et 110 millions d'euros y sont pour beaucoup.
- SoftBank Group, le géant japonais des nouvelles technologies a annoncé le mardi 23 juin 2020, le début du processus de cession de 65 % de sa participation dans l'opérateur télécoms américain T-Mobile US pour une valeur d'environ 21 milliards de dollars. Cette opération fait partie des efforts de SoftBank pour libérer des liquidités et réduire la dette contractée durant la pandémie de coronavirus.
- Au 30 Juin 2020, le S&P 500 a quasiment effacé les trois quarts du krach lié à l'épidémie de Covid-19 en affichant une progression de 20% depuis le 1^{er} Mars. Les places européennes se sont elles aussi reprises :
 - France - CAC40 : + 12%
 - Espagne - Ibex : + 7%
 - Royaume-Uni - FTSE 100: + 9%
 - Italie - FTSE MIB : + 14%
 - Allemagne - DAX : + 24%
- Impact du Covid sur le private equity (étude réalisée par Mazars sur 150 sociétés d'investissement en Europe, Asie et Amérique) :
 - 74 % des sociétés interrogées restent à l'affût de nouvelles opportunités dans l'immédiat.
 - Les fonds de taille plus importante sont généralement les plus optimistes quant à l'impact de la crise sur leurs participations.



- 79 % des répondants ont déclaré que leur plan de cession des entreprises en portefeuille sera retardé.
- Malgré l'impact financier de la pandémie, 44 % des fonds n'ont pas encore constaté d'augmentation des opportunités d'investissement dans des sociétés en difficulté.
- 82 % des sociétés interrogées anticipent une sortie de crise en U.

Un exemple de valorisation qui part en orbite :

La start-up américaine Rivian, créée en 2009 et concurrente de Tesla a levé 1,3 mds de dollars en fin d'année 2019 auprès d'Amazon (pour 700 millions de dollars) et Ford (pour 500 millions de dollars). Les premiers véhicules sont annoncés pour 2021 et Rivian vient d'être valorisée entre 5 et 7 mds de dollars. La société se place désormais en tête des start-ups voulant suivre la vague des véhicules électriques et menace Tesla.



Il convient d' rappeler que la capitalisation boursière de Tesla représente près de 8,5 fois son CA 2019 et plus de 69 fois son EBITDA 2019 ! (CA : 24 578 MUSD, EBITDA : 2 983 MUSD, Capitalisation boursière : 207 664USD).

Avant tout effet coronavirus, nous maintenions notre analyse (cf. précédente lettre A3E) de situation très spéculative : la capitalisation boursière repose essentiellement sur une logique de prix voire d'enchères et non sur une valeur « construite ».

- ⇒ La valeur de l'action PayPal a augmenté de 224 % en 3 ans (entre le 30/06/2017 et le 30/06/2020) en passant de 53,67 dollars à 174,23 dollars. Le 2 Juillet 2020, sa capitalisation boursière atteint plus de 208 mds de dollars.
- ⇒ Le commerce en ligne en France a franchi le cap des 100 milliards d'euros de ventes en 2019. Les ventes sur internet ont été multiplié par 4 en dix ans.

Les dépréciations d'actifs dans le PME ont-elles la même résonance que dans les sociétés cotées ?

Julien Herenberg

Associé R & Berg Audit Finance

Expert-comptable, commissaire aux comptes, membre de la commission Evaluation de la CNCC, formateur CNCC, membre d'A3E et animateur d'A3E Ile de France

Pour de nombreuses entreprises, la crise Covid est un facteur de perte de valeur de leurs actifs incorporels et corporels. Le risque de devoir constater des dépréciations significatives dans les comptes 2020 est très élevé, influencé d'une part par une perspective de fort recul d'activité jusqu'en 2022 selon les dernières prévisions économiques et, d'autre part par des changements potentiels profonds qui pourraient avoir une influence sur la rentabilité normative à long terme des entreprises.

Mais avons-nous bien conscience des conséquences de dépréciations dans les comptes des PME non cotées. S'agit-il d'une simple « écriture comptable » comme les marchés financiers peuvent le percevoir dans les groupes cotés ?

Experts évaluateurs et auditeurs auront la grande responsabilité de devoir aider à préparer des comptes ou de les certifier dans un contexte de crise inédite et où notre Président de la République a déclaré que "Tout sera mis en œuvre pour protéger nos salariés et pour protéger nos entreprises, quoi qu'il en coûte".

En cette période où les résultats seront majoritairement catastrophiques et un niveau d'endettement de plus en plus haut, il est utile de poser à nouveau les enjeux des tests de dépréciation pour décider en conscience.

Dans les grands groupes cotés avec une politique de communication régulière au marché, dans de nombreux cas, la dépréciation arrive dans les comptes postérieurement aux annonces de baisse de résultats et/ou de prévisions.

Après avoir souvent entendu, post implémentation des normes IFRS dans les comptes des sociétés cotées en 2005, le reproche du caractère pro cyclique des dépréciations d'actifs à la suite de l'abandon du principe d'amortissement des goodwill, nombreuses analyses et études ont montré que les marchés réagissaient assez peu à l'annonce de dépréciations d'actifs lors des publications de comptes.

La comptabilisation de dépréciations est souvent une façon de traduire finalement a posteriori en comptabilité ce que le marché a déjà intégré et d'ajuster les capitaux propres comptables pour une plus grande cohérence avec la capitalisation boursière qui a anticipé la baisse des résultats futurs.

D'ailleurs, à ce titre, l'un des principaux indices de perte de valeur qui doit conduire à la mise en œuvre d'un test de dépréciation est la baisse de la capitalisation boursière qui se retrouverait durablement en dessous des capitaux propres comptables de l'entreprise.

Une fois que le marché a ajusté le cours en intégrant la baisse de flux futurs estimés et l'évolution de la structure financière à travers le coût moyen pondéré du capital, l'ensemble des effets cash ont été pris et la dépréciation comptabilisée ensuite n'est en définitive « qu'une écriture comptable » sans effet supplémentaire attendu sur la trésorerie.

Mais le monde d'une PME/ETI non cotée n'est pas le même. Le temps de communication n'est pas celui de grandes sociétés cotées et la publication des comptes est un rendez-vous majeur pour celles dont le financement dépend de la qualité de leur structure financière. Et elles seront d'autant plus nombreuses que les remboursements des Prêts Garantis par l'Etat et des décalages d'échéance approcheront créant de facto des besoins de financement supplémentaires.

De la toute petite entreprise au groupe du CAC 40 en passant par l'ETI non cotée, toutes sont concernées par les principes des tests de dépréciations d'actifs.

Les PME non cotées ne bénéficient d'aucune dérogation à la mise en œuvre de ces tests de dépréciation. Bien que certains les interprètent étonnamment comme un contournement des textes, les recommandations et observations de l'Autorité des Normes Comptables du 18 mai 2020 comme la FAQ de la CNCC mise à jour le 5 juin 2020 ne permettent aucun moratoire sur la réalisation de ces tests de dépréciation.

Or si une dépréciation n'a pas d'effet direct sur la trésorerie de l'entreprise, les conséquences indirectes doivent être prises très au sérieux.

La forte baisse des revenus à prévoir sur potentiellement 2 à 3 ans, à laquelle s'ajoutent les Prêts Garantis par l'Etat et les reports d'échéances qui constitueront une forte dégradation de la structure financière des entreprises, se verront dans les tous prochains arrêtés de comptes.

Les dépréciations arriveront alors au moment où l'activité de l'entreprise n'est déjà pas bonne et les fonds propres déjà réduits par les pertes de l'exercice.

Mais alors que se passera-t-il lorsque les partenaires de l'entreprise verront ces bilans avec des fonds propres autrement plus dégradés que si l'on se contentait d'enregistrer les pertes de l'exercice ?

- D'abord, si les dépréciations portent sur des fonds commerciaux, les fonds propres seront définitivement dégradés. Un retour dans les 2 ou 3 prochaines années à des niveaux d'activité normaux ne permettra jamais de reprendre ces dépréciations du fait de l'interdiction stricte du PCG ;
- D'ici moins d'un an la première échéance des PGE arrivera et les banques agiront en liberté pour définir les conditions d'un étalement des prêts sur 5 ans avec des taux d'intérêt non encadrés à ce jour que les banques seront a priori libres de négocier avec l'emprunteur peut-être déjà pris à la gorge ;
- Les entreprises dont les emprunts précédents étaient déjà soumis à ratios bancaires, se trouveront potentiellement en situation de bris de covenants, avec une nécessaire renégociation de leurs emprunts dans des conditions encore plus dégradées et, même si les

banques n'ont jamais intérêt à provoquer la faillite des entreprises débitrices, elles seront en position de force pour imposer leurs conditions ;

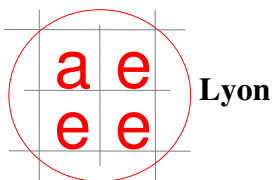
- Si les entreprises, non soumises à ratios bancaires notamment, arrivent cependant à étaler les PGE dans des conditions pas trop défavorables, d'un autre côté, les fournisseurs des PME/ETI, eux-mêmes certainement touchés par la crise, auront le réflexe de revoir leurs conditions de règlements au motif que la notation des assurances crédit seront dégradées. Le besoin en fonds de roulement augmentera de facto par un raccourcissement escompté des délais de paiement fournisseurs. L'esprit des PGE n'avait pas vocation à financer une augmentation du besoin en fonds de roulement mais à aider à poursuivre l'activité en situation de baisse drastique d'entrées de flux de trésorerie, mesure qui, soit dit en passant, aide certes un temps mais devient catastrophique à terme car l'absence d'entrée de flux de trésorerie est définitivement perdue tandis que la dette perdure, y compris celles des charges sociales et fiscales ;
- Les entreprises chercheront alors à se financer encore plus auprès des établissements financiers. A ce moment-là les banques (dont certaines avaient déjà commencé avec zèle à s'interroger sur la situation financière des sociétés et leurs prévisions à qui elles devaient offrir des PGE), reprendront un processus classique d'analyse des dossiers et constateront des ratios financiers dégradés, d'autant plus si les fonds propres sont encore plus impactés par des dépréciations significatives qui n'avaient pas été anticipées par les partenaires de l'entreprise, contrairement aux marchés financiers pour les entreprises cotées.

Enfin, indépendamment de l'endettement bancaire, risque de se poser la question du niveau de fonds propres par rapport au capital social et potentiellement de leur nécessaire reconstitution dans le délai encadré par la loi. Les actionnaires voudront-ils ou pourront-ils recapitaliser ? La question de la procédure collective pourrait alors se poser assez rapidement.

Nombreux économistes ont anticipé l'engrenage infernal dans lequel les entreprises sont entrées, le ministre de l'Economie Bruno Lemaire ne mâche pas ses mots sur les difficultés que les entreprises vont rencontrer et le risque de multiplication des procédures collectives.

Ainsi, si l'on ne peut pas déroger à la règle des tests de dépréciation, les toutes petites, petites et moyennes entreprises seront potentiellement rendues très vulnérables en cas de dépréciations d'actifs significatives. Elles doivent considérer cet enjeu comme un élément stratégique de clôture et penser le cas échéant à adopter une démarche pragmatique et se faire aider pour ne pas prendre une décision non éclairée qui pourrait mener à un désastre.

Pour autant elles ne sont pas les mieux armées pour mener les travaux complexes de valorisation des actifs.



Experts-comptables, experts évaluateurs, conseils et auditeurs devront aider au mieux les entreprises à la mise en œuvre des tests de la façon la plus « raisonnable » pour reprendre le terme de l'ANC, et sans pour autant manquer à leur devoir, car si les marchés financiers ne réagissent pas beaucoup aux annonces des dépréciations des sociétés cotées, il en sera vraisemblablement tout autrement des partenaires financiers et fournisseurs dans le monde des PME non cotées.

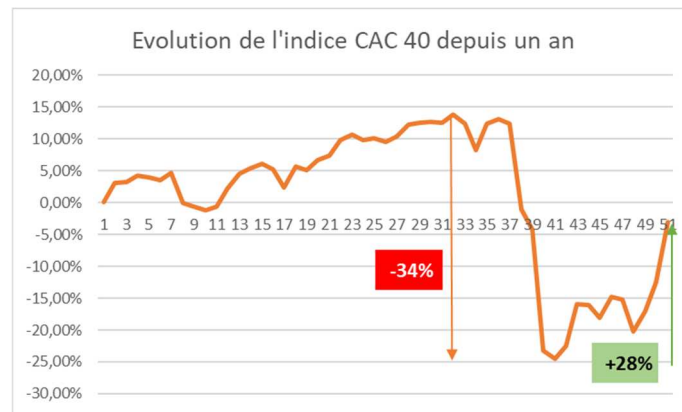
Non, définitivement, les dépréciations d'actifs ne sont pas qu'une « simple écriture comptable » pour les PE/PME/ETI, et puisqu'il s'agissait de sauver l'emploi et les entreprises *quoi qu'il en coûte (SIC)*, on peut se demander si notre Président de la République ne serait pas bien inspiré de demander un moratoire sur ces règles comptables en cette période inédite pour ne pas aggraver les situations financières des PE/PME. Et puisque le monde d'après ne sera plus le même, disait-il, pourquoi ne pas en profiter, malgré tout, pour se reposer la question de l'amortissement des goodwill et fonds commerciaux qui présentent l'avantage d'anticiper sur les périodes de difficultés.

L'effet de la crise sur la valeur des entreprises : une simulation

Rémy Paliard
ValoConsult SAS - membre A3E

L'évolution des marchés financiers depuis l'annonce de la pandémie ne cesse pas de surprendre.

D'abord une certaine inertie, en début d'année, puis une forme d'affolement, puis un redressement, certes partiel, mais qui laisse perplexe sur l'appréhension des véritables conséquences économiques et sociétales de l'épisode de confinement, et à plus long terme de l'impact sur certains secteurs, pour lesquels « la vie d'après » sera sans doute moins rose que « la vie d'avant ».



Depuis son plus haut, euphorique, de 6 100 points, le CAC s'est effondré de 34%, mais il s'est bien repris, et n'est plus qu'à 14% en dessous de ce plus haut.

Je me suis posé plusieurs questions, auxquelles j'ai cherché des éléments de réponse par une modélisation simplifiée. L'évolution des valorisations dépend-elle surtout :

- Du temps qu'il faudra aux entreprises pour retrouver une activité « normale » ?
- De leur facilité d'adaptation, et de leur capacité d'ajustement, telle que mesurée par la nature de leurs coûts (poids des coûts fixes et des coûts variables) ?
- De l'impact à long terme de la crise sur leur marché ?

Une infinité d'hypothèses sont possibles, qui permettraient de rendre compte plus fidèlement de la situation d'une entreprise particulière¹. J'ai pour ma part construit un cas de base dont les caractéristiques sont présentées ci-dessous, puis j'ai utilisé les tables de simulation pour mettre en évidence l'impact des différents « value drivers ». L'analyse de ces tables permet de répondre en partie aux questions ci-dessus.

¹ Je tiens le modèle excel utilisé à la disposition de ceux qui seraient intéressés par une adaptation à l'entreprise qui les intéresse : rpaliard@orange.fr

1/ Les hypothèses du cas de base

L'entreprise type retenue est une entreprise rentable (ratio : RCE -revenu du capital employé- / CMPR -coût moyen pondéré des ressources- = 1,25), relativement capitalistique (immobilisations/capital employé = 60%), en faible croissance (2%) raisonnablement endettée (Dettes /Fonds propres = 60%), et de risque opérationnel plutôt faible (les frais variables représentent 70% du CA, et le Beta désendetté est de 0,8). Une telle entreprise devrait relativement peu souffrir d'un à-coup ponctuel d'activité.

Sur la base d'une extrapolation à long terme de ses performances actuelles la valorisation avant la crise fait ressortir un ratio Market to Book de 2,0, reflet de sa bonne rentabilité malgré son faible potentiel de croissance à long terme. Cela provient aussi du fait que les frais « fixes » sont supposés n'augmenter qu'en proportion de la moitié de la croissance du chiffre d'affaires, sur l'horizon de prévisions détaillées de 6 années, ce qui permet à la rentabilité des capitaux engagés de s'améliorer encore légèrement (de 10,6%, à 12,5% près impôt).

J'ai simulé une crise relativement forte, avec une activité au second trimestre de seulement 40% de l'activité normale, puis de 50% en T3 et 70% en T4. Au total l'année 2020 se traduit par une baisse d'activité de 35%.

J'ai enfin supposé que l'entreprise retrouverait une vitesse de croisière dès l'année suivant la crise, mais que celle-ci s'établirait, du fait de la réorientation des préférences de certains clients à seulement 95% de l'activité d'avant la crise, avec un trend de croissance de long terme inchangé à 2%. Cela se ressent bien sûr dans la valorisation.

En supposant que l'entreprise ajuste ses frais fixes, en 2021, une fois assimilées ses nouvelles perspectives de vitesse de croisière, à la hauteur de cette évolution structurelle de son activité, sa **valorisation baisse de 28%**. On est proche de la première réaction du CAC 40.

Mais ce qui est intéressant, c'est de comprendre quels sont les facteurs qui ont le plus d'influence sur cette modification de la valeur, ce que nous permettent les simulations qui suivent.

2/ Quels facteurs influent le plus sur la valorisation, dans un contexte de crise ?

La première table porte sur l'impact sur la variation de valeur de la variabilité des frais et de la rapidité du retour à la vitesse de croisière (pour rappel, dans le cas de base l'entreprise ne retrouve que 95% de son activité d'avant la crise) :

Impact du poids des frais variables et du nombre d'années pour retrouver l'activité stabilisée		Poids des Frais variables, en % du CA				
		90%	80%	70%	60%	50%
Nombre d'années pour retrouver l'activité stabilisée, après l'année de crise	1	-16%	-22%	-28%	-33%	-37%
	2	-22%	-34%	-44%	-53%	-61%
	3	-27%	-45%	-59%	-72%	-83%

Sans surprise, une forte proportion de frais variables, et un retour rapide à la vitesse de croisière limitent la réduction de la valeur. Et il faut donc penser que l'évolution de l'indice reflète la croyance du marché dans une reprise rapide et un pari sur une forte capacité à variabiliser les frais (ce qui a en partie été procuré par les mesures d'accompagnement comme le chômage partiel).

Acceptons-en l'augure, même si de nombreuses voix s'élèvent pour pronostiquer que la sortie de crise sera plus longue !

La table suivante renforce cette hypothèse d'un marché tablant sur un retour à la normale, en termes de volume d'activité, dans un délai de deux années au plus :

Pour un ratio de frais variables sur CA de :	70%	un delta frais fixes x par :			1,0	et un g LT de :		2,0%
Impact du poids des frais variables et du nombre d'années pour retrouver l'activité stabilisée	Niveau d'activité retrouvé après la crise en % de celui d'avant							
	-28%	90%	95%	100%	105%	110%		
Nombre d'années pour retrouver l'activité stabilisée, après l'année de crise	1	-34%	-28%	-22%	9%	39%		
	2	-48%	-44%	-40%	-11%	19%		
	3	-62%	-59%	-57%	-29%	-1%		

Ce que cette table montre surtout, c'est que pour une structure de coûts et une croissance à long terme données, le niveau d'activité retrouvé après la crise est crucial. Cela devra donc conduire les entreprises, et leurs évaluateurs, à s'interroger sur les perspectives du « monde d'après », pour l'entreprise valorisée. Ce n'est pas une surprise, mais l'ampleur des écarts de valorisation est considérable, et c'est sans doute la partie la plus délicate de l'exercice, que de savoir anticiper des conséquences de la crise, qui seront très contrastées d'un secteur d'activité à un autre (de la production bio locale à l'aéronautique, pour caricaturer...).

Il en est de même pour les perspectives de croissance à long terme, une fois la vitesse de croisière retrouvée : l'impact de ce taux de croissance à long terme peut conduire à une quasi annulation de l'effet de la crise à court terme (ligne supérieure de la table correspondant à une croissance à long terme de 3% par an hors inflation) :

Pour un ratio de frais variables sur CA de :	70%	un delta frais fixes x par :			1,0	et un g LT de :		2,0%
Impact de l'ampleur de la crise (% du CA normal en N) et de la croissance à long terme retrouvée	Profondeur de la crise : CA de l'année de crise /CA "normal"							
	-28%	45%	55%	65%	75%	85%		
Taux de croissance à long terme hors inflation (1% dans le cas de base)	3%	-14%	-10%	-6%	-2%	2%		
	2%	-27%	-23%	-19%	-15%	-11%		
	1%	-36%	-32%	-28%	-24%	-20%		
	0%	-42%	-38%	-34%	-30%	-26%		
	-1%	-45%	-41%	-37%	-33%	-29%		

La réactivité dans l'ajustement des coûts a aussi une incidence sur l'évolution des valorisations, et ce, bien sûr d'autant plus que le poids des frais fixes à ajuster est élevé ²:

Pour une activité stabilisée égale à :	95%	retrouvée en année :			1	et un g LT de :		2,0%
Impact du poids des frais variables et du coefficient d'ajustement des frais fixes	Poids des Frais variables, en % du CA							
	-28%	90%	80%	70%	60%	50%		
Taux d'ajustement des frais fixe à l'écart entre la future vitesse de croisière, en sortie de crise, et le niveau d'activité avant la crise	1,20	-15%	-19%	-23%	-26%	-29%		
	1,10	-16%	-21%	-25%	-29%	-33%		
	1,00	-16%	-22%	-28%	-33%	-37%		
	0,90	-17%	-24%	-30%	-36%	-41%		
	0,80	-17%	-26%	-33%	-39%	-45%		

² Dans cette table le taux d'ajustement reflète l'adaptation des frais fixes au nouveau niveau structurel de l'activité : un coefficient de 1 signifie que si l'activité se rétablit en vitesse de croisière à 5% de moins que le niveau d'avant la crise, l'entreprise abaisse ses frais fixes de 5% aussi (c'est l'hypothèse du cas de base).

Si l'entreprise ne procède qu'à un ajustement partiel, la perte de valeur est plus élevée, et ce d'autant plus qu'il y a d'importants frais fixes (ici sur la droite du tableau).

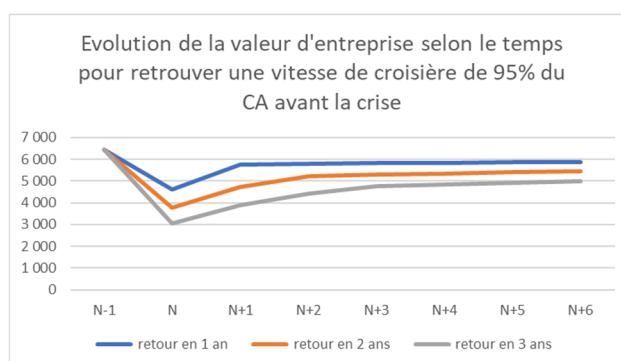
Cela laisse malheureusement augurer d'importantes vagues de licenciements, une fois les mesures exceptionnelles de chômage partiel supprimées, dans tous les secteurs où le « monde d'après » sera moins favorable.

Une dernière question peut être illustrée par notre simulation : quelles sont les entreprises dont la valorisation résiste le mieux à une crise de cette ampleur ? Celles qui créaient le plus de valeur avant la crise, pensez-vous ! C'est bien le cas, mais l'impact de la rentabilité antérieure est largement dominé par le potentiel de croissance à long terme, comme le montre la colonne de droite de la table suivante : avec 3% de croissance réelle, hors inflation, au lieu des 1% du cas de base, toutes les entreprises voient leur valeur augmenter, et sensiblement dans les mêmes proportions.

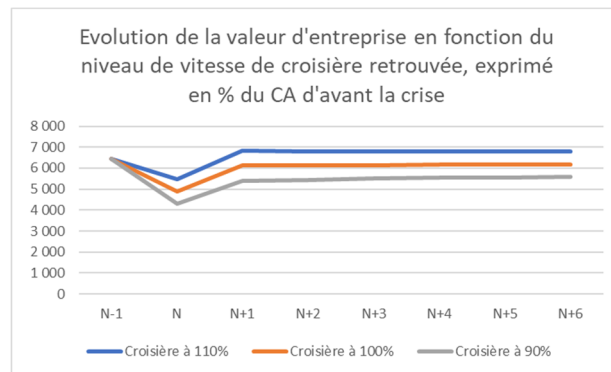
Pour une activité "stabilisée" égale à :	95%	retrouvée en année :			1	et taux de FV		70,0%
Impact du poids des frais variables et du nombre d'années pour retrouver l'activité stabilisée		Taux de croissance réelle à long terme (hors inflation)						
	-28%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%		
Performance opérationnelle avant la crise : ratio RCE après Impôt / Cmpr	1,75	-43%	-33%	-21%	-3%	23%		
	1,50	-47%	-37%	-23%	-5%	23%		
	1,25	-53%	-42%	-28%	-8%	22%		
	1,00	-65%	-52%	-36%	-13%	21%		
	0,75	-91%	-75%	-54%	-25%	19%		

Pour finir d'éclairer cette analyse, les deux graphiques ci-dessous illustrent l'évolution de la valeur d'entreprise de notre exemple entre celle basée sur l'année de référence, avant la crise, et la valeur terminale, 6 ans plus tard, une fois les effets de la crise absorbés.

On constate que l'effet de la crise se fait sentir à long terme, et d'autant plus qu'elle serait longue à éliminer : dans le meilleur des cas la valeur terminale d'entreprise est inférieure, de presque 10% à ce qu'elle était avant la crise, et dans le pire des cas de plus de 20%.



Le deuxième graphique renforce le constat de l'impact du « monde d'après » sur le marché de l'entreprise et sa valeur : selon que la vitesse de croisière retrouvée après l'année de crise s'établit à 90%, 100% ou 110% du chiffre d'affaires de référence, la valeur terminale d'entreprise dans 6 ans est inférieure de 13%, de 4%, ou supérieure de 5%, à la valeur de référence !



En conclusion : que nous apprend ce petit exercice de style ?

Si je devais classer par ordre décroissant les éléments qui influencent la modification de la valeur dans ce contexte de crise, et donc les questions à se poser, si l'on doit procéder à une évaluation à ce moment-là, mon choix serait le suivant :

- En premier lieu, et sans conteste : le métier et les perspectives à long terme de l'entreprise sont-ils modifiés par cette crise ? Celle-ci est-elle juste un épisode conjoncturel, certes provisoirement dévastateur, mais ne modifiant pas profondément le marché adressé par l'entreprise, ni sa position concurrentielle ?
Ou bien risque-t-elle de significativement affecter à court terme le niveau d'activité, et à long terme le potentiel de croissance ? Y compris en ouvrant de nouvelles perspectives de croissance par un bouleversement de la demande ?
- Par ailleurs, l'entreprise est-elle structurellement flexible, et/ou son management est-il capable d'ajuster rapidement les coûts non proportionnels à l'activité ? Ou bien au contraire, les frais fixes sont-ils difficilement ajustables du fait de leur nature ?
- Et enfin sous quel horizon l'entreprise verra-t-elle la fin de la crise ?

En clair, si la tactique et la résilience à court terme ne sont pas sans effet, les vrais drivers de la valeur restent stratégiques. Souhaitons que les marchés et les prêteurs ne perdent pas cela de vue, et essayons d'accorder la priorité à la réflexion sur les impacts stratégiques, dans nos valorisations, même si cela ne rend pas notre tâche plus facile, et ceci pour la construction des DCF, comme dans le choix des pairs pour les approches par comparaison !

Le reporting intégré

Etat des lieux et perspectives pour les ETI et les PME

Edouard Chastenet

Président d'ICBV SAS (Lyon, Paris)

Professeur Associé – iaelyon School of Management

Expert de justice près la Cour d'Appel de Lyon

membre A3E

:

Les sociétés cotées sont de plus en plus nombreuses à adopter le cadre de référence du Reporting Intégré (« Integrated Reporting »), définitivement validé en décembre 2013 par l'IIRC, comme principal support de leur communication d'entreprise, en publiant chaque année, leur propre « Rapport Intégré ».

Pour mémoire, le conseil de l'IIRC (« International Integrated Reporting Council ») regroupe les représentants de nombreuses organisations (entreprises, associations professionnelles, fonds d'investissement, fondations ...) telles que l'IFAC, l'IASB, Deloitte, KPMG, le WWF, le GRI, Microsoft ou Nestlé.

1- De quoi parle-t-on ?

L'objet principal d'un Rapport Intégré est d'expliquer la manière dont l'entreprise crée de la valeur pour elle-même mais également pour l'ensemble de ses parties prenantes (investisseurs, clients, salariés, partenaires, société civile, collectivités publiques), tout en préservant son environnement, naturel et sociétal.

Concis et sélectif, **ce rapport doit contenir, certes les informations clés sur la performance financière de l'entreprise mais, plus généralement, tout un ensemble d'informations présentant de façon synthétique et structurée, sa vision, sa stratégie et son modèle économique.**

Une récente étude semble confirmer que les entreprises françaises reconnaissent de plus en plus l'intérêt et la pertinence d'une telle démarche visant à synthétiser leur communication d'entreprise suivant le cadre de référence du Reporting Intégré.

En 2019, 41 des sociétés cotées du SBF 120 ont ainsi publié leur Rapport Intégré (dont 25 entreprises du CAC 40) : Accor, Air Liquide, Arcelormittal, Atos, Axa, Bic, BNP Paribas, Bouygues, Capgemini, Crédit Agricole, Danone, Edenred, ENGIE, Eurazeo, Faurecia, Gecina, Icade, Kering, Korian, Legrand, L'Oréal, Mercialis, Nexity, Orange, Pernod Ricard, Plastic Omnium, Groupe PSA, Safran, Sanofi, Schneider Electric, Société Générale, Sodexo, Solvay, Sopra Steria, Suez, TF1, Thalès, Total, Valeo, Veolia Environnement, Worldline (source : CapitalCom / Etude Integrated Thinking 2019).

Pour ces entreprises, le Rapport Intégré prend soit la forme d'un document spécifique et plus concis, par rapport à leurs autres publications (rapport de gestion, rapport financier annuel, rapport sur le développement durable ... de plus en plus regroupé dans leur Document de référence), soit la forme d'un premier chapitre, introductif et synthétique.

2- Comme se présente un rapport intégré ?

La démarche de reporting intégré (« Integrated Reporting ») se veut avant tout très opérationnelle et compatible avec la plupart des référentiels de diagnostic, de management et de reporting existants (stratégie, marketing, organisation, comptabilité, finance...), suivant une réflexion qui se veut aussi intégrée (« Integrated Thinking »).

Dans cet esprit, le cadre de référence du Reporting Intégré proposé par l'IIRC :

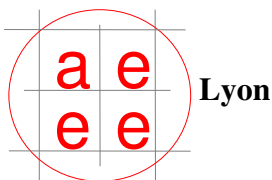
- Rappelle un certain nombre de concepts fondamentaux (ressources, parties prenantes, modèle économique, création de valeur),
- Retient certains principes devant être respectés quant à son élaboration (connectivité, matérialité, concision, fiabilité, complétude, pertinence et comparabilité),
- Établit la liste des éléments devant constituer un rapport intégré :
 - Vision et missions,
 - Environnement extérieur et organisation interne,
 - Gouvernance,
 - Modèle économique :
 - Ressources,
 - Activités,
 - Réalisations,
 - Impacts.
 - Stratégie et allocation des ressources
 - Risques et opportunités,
 - Perspectives,
 - Performance.

Le Reporting Intégré a ainsi pour objectif d'expliquer comment l'entreprise crée de la valeur non seulement pour elle-même mais également pour l'ensemble de ses parties prenantes, en tenant compte de son environnement.

Ces parties prenantes sont ainsi classées en six grandes catégories : investisseurs, clients, salariés, partenaires, société civile, collectivités publiques.

La performance de l'entreprise dépend de sa capacité à disposer et à transformer (grâce à ses compétences) les ressources nécessaires à la réalisation de ses missions, à savoir répondre aux attentes de ces parties prenantes.

Ces ressources sont ainsi classées en six grandes catégories : financières, intellectuelles, industrielles, humaines, sociétales et naturelles.



Suivant cette démarche de Reporting Intégré, tant interne qu'externe, l'entreprise se met en situation de valider la pertinence de son modèle économique, du point de vue de l'ensemble de ses parties prenantes, afin de confirmer sa légitimité sur le marché et, plus largement, dans son environnement (« licence to operate »).

Ce n'est pas sans rappeler l'esprit de la loi PACTE qui dispose que l'entreprise doit désormais être gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité, pouvant même aller jusqu'à se doter d'une « raison d'être » dans ses statuts.

Sa publication se veut permanente et digitale (à savoir publiée sur le site de l'entreprise et accessible par l'ensemble de ses parties prenantes), avec l'avantage que peut constituer un rapport « synthétique » et « unique » (« One report ») disponible à tout moment (qu'il s'agisse de présentations externes, à des investisseurs ou des clients, ou internes, aux principaux cadres comme à l'ensemble des salariés).

Sa forme se veut ainsi synthétique (suivant le concept de « matérialité »), narrative mais également illustrée, afin d'être le plus pédagogique (« ce qui se conçoit bien s'exprime clairement et les mots pour le dire arrivent aisément »), et quantifiée, avec de nombreux indicateurs clés portant sur sa performance globale.

Avec un focus portant autant sur le passé que sur le présent et l'avenir, et décrivant pleinement le modèle économique de l'entreprise, le Rapport Intégré se différencie ainsi, grandement, d'un rapport annuel financier classique.

3- Toutes les entreprises peuvent-elles publier un rapport intégré ?

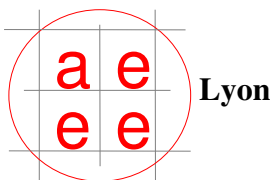
Si de nombreuses entreprises cotées ont déjà décidé de publier un Rapport Intégré, son cadre de référence est adapté à toutes les entreprises, cotées ou non, quels que soient :

- Leur secteur (industrie, service, distribution...),
- Leur stade de développement (création, amorçage, levée de fonds...),
- Leur taille (grands groupes, ETI, PME...),
- Leur situation (bénéficiaires, sous performantes, en redressement...),
- Leur statut (sociétés cotées, branches d'activité, entreprises familiales, participations de fonds d'investissement, sociétés coopératives...).

Dans le cas d'associations, de services publics ou de collectivités locales, le Reporting Intégré peut être utilisé pour informer les citoyens concernés (donateurs, contribuables et électeurs, selon les cas) sur la manière dont ces organisations créent de la valeur pour l'ensemble de leurs parties prenantes.

Toute entreprise (Start up, PME, ETI, Grand groupe ...) ou toute organisation (coopérative, association, établissement public, collectivité territoriale) qui envisagerait d'entreprendre une démarche de publication, à vocation tant interne qu'externe, en suivant un processus d'élaboration structuré, disposerait ainsi, en quelques semaines, d'un Rapport Intégré de 10 à 20 pages.

Un document, permanent, digital, très éclairant sur sa vision, sa stratégie, son modèle économique et donc, sur sa performance globale.



Questions-réponses sur les tests de dépréciations pour les comptes semestriels dans le référentiel IFRS

Christophe VELUT
Président A3E – Directeur Général Advolis Orfis

Q1 : Les normes internationales ont-elles été adaptées pour tenir compte de l'ampleur sans précédent de la crise du Covid, et de l'absence de recul au 30 juin (incertitudes sur le retournement, ...) ?

Le référentiel IFRS n'avait pas été modifié lors des précédentes crises, il n'a pas plus été modifié dans le cadre de la présente crise. A situation exceptionnelle, les gouvernements ont su mettre en place des mesures exceptionnelles. Il est dommage qu'il n'en ait pas été de même pour la réglementation comptable française et internationale.

Les très nombreuses recommandations diffusées en mai 2020 (ANC, CNCC, AMF), portant notamment sur les tests de dépréciation, ne font que confirmer que les normes existantes doivent être appliquées avec rigueur.

3 points de la norme IAS 36 sur les tests de dépréciation sont particulièrement contraignants pour les groupes en période de crise :

- irréversibilité des dépréciations de goodwill constatées dans les comptes semestriels, ..., dans le contexte où les groupes auront certainement plus de visibilité en décembre. Aucun moratoire n'a été décidé sur les tests de dépréciation, quand bien même la visibilité est très limitée dans de nombreux secteurs ;
- non prise en compte des restructurations non engagées, ce qui a conduit de nombreux groupes à annoncer des plans de restructurations avant le 30 juin. Economiquement, les impacts économiques très défavorables vont entraîner des bouleversements importants dans de nombreuses organisations, dans le contexte où la mise en place de plans de restructurations est souvent prévue à compter de septembre, certains groupes espérant avoir plus de visibilité sur la reprise ;
- validation des prévisions mises à jour par la direction, ce qui n'était habituellement pas effectué pour les comptes semestriels.

Au-delà des impacts comptables évidents, les groupes devront mettre en place des procédures structurantes, inhabituelles pour les comptes semestriels dans des délais très courts.

Q2 : La crise du Covid est-elle en soi un indice de pertes de valeur conduisant à réaliser les tests de dépréciation?

Non sur le plan théorique, oui sur le plan pratique, dès lors que la crise du Covid se traduit par des baisses importantes d'activité, une levée de fonds importante non réalisée, des problèmes de trésorerie, en tenant compte de la situation passée et prévisionnelle : en effet, l'existence d'un indice de perte de valeur n'est confirmée qu'après prise en compte des caractéristiques propres à l'entreprise.

Cela amène l'AMF à considérer que des tests de dépréciation devront être effectués pour la majorité des sociétés.

En théorie, la question des indices de pertes de valeur devrait être un faux problème, car chaque groupe est censé avoir défini dans le passé des indices de pertes de valeur pour les comptes semestriels. En pratique, c'est plus compliqué, car les groupes n'avaient pas toujours formalisé ni documenté des indices de pertes de valeur pour les comptes semestriels, surtout lorsqu'il n'y avait pas d'enjeux.

Q3 : En cas d'indices de pertes de valeur, les tests de dépréciation devront-ils être réalisés pour l'ensemble des unités génératrices de trésorerie (UGT)?

Il est important de noter en préalable qu'en clôture semestrielle les tests de dépréciation ne devront être réalisés que pour les unités génératrices de trésorerie (UGT) pour lesquels des indices de pertes de valeur auront été identifiés.

Par ailleurs, les groupes pourront prendre en compte les enjeux et la « profondeur » du test en termes de risques (cf. infra Q4).

Les impacts du Covid pourront-être très différents selon les groupes au sein d'un même secteur d'activité.

Ainsi, à titre d'exemple, un groupe fabriquant et commercialisant des produits désinfectants sera peu exposé s'il les commercialise aux hôpitaux et pharmacies. Il sera très affecté en revanche, s'il les commercialise pour la restauration.

Les tests de dépréciation seront réalisés, comme à l'accoutumée, selon une approche « bottom-up » : tests sur les actifs corporels et incorporels individuels (marques, brevets), puis tests sur les UGT, et notamment sur les goodwill.

Q4 : les tests de dépréciation pourront-elles être effectués de manière simplifiée dans un contexte de comptes semestriels ?

La norme sur les comptes semestriels indique que des tests de dépréciation doivent être réalisés pour les comptes semestriels, dès lors qu'un indice de pertes de valeur a été identifié. Dans ce cas, la norme renvoie aux modalités habituelles de réalisation des tests de dépréciation pour les comptes annuels mis en place par les groupes.

Les tests de dépréciation pourront être réalisés de manière simplifiée, en l'absence de risques significatifs et d'incertitudes importantes, dès lors que les mesures de simplification ne sont pas susceptibles d'introduire un biais dans la détermination de la valeur recouvrable.

L'utilisation pour les comptes semestriels des tests effectués en 2019, non ajustés et des tests de sensibilité (prévue au par. 99 de la norme IAS 36) n'est possible que s'il est justifié qu'il est très peu probable qu'il existe une perte de valeur.

L'étendue des tests est à mettre en cohérence avec les enjeux, la sensibilité, et les risques de pertes de valeur, et notamment le « head room » constaté en 2019 (écart entre la valeur recouvrable et la valeur comptable de l'UGT).

Ainsi, en pratique, dès lors que l'impact potentiel sera significatif, la simplification sera plus une vue de l'esprit qu'une réalité, et les sociétés devront réaliser des tests de dépréciation « complets » pour les comptes semestriels (actualisation nécessaire des paramètres actuariels et des prévisions).

Q5 : comment mettre à jour les prévisions dans un contexte de forte incertitude ? Est-il possible de ne mettre à jour que l'année 2020, et de maintenir les prévisions établies précédemment, notamment en matière de valeur terminale ?

Dès lors que la « profondeur » des tests est importante et que les enjeux sont significatifs (niveau élevé des GW et plus généralement de la valeur comptable de l'UGT, dépréciations potentielles significatives, ...), la mise à jour du BP doit porter sur 2020, mais également sur les autres années de l'horizon explicite, ..., et sur le flux normatif utilisé pour le calcul de la valeur terminale (cf infra). La CNCC et l'AMF insistent sur le fait que la mise à jour doit porter sur les projections à long terme.

Les mises à jour des prévisions doivent tenir compte des événements récents, et être fondées sur :

- d'une part des données internes (données qui remontent des services commerciaux, marketing, le cas échéant plan de continuité d'activité, données prévisionnelles communiquées dans un PGE, ...);
- d'autre part des données externes (données macroéconomiques, données sectorielles, données qui remontent des clients, recommandations des analystes, ...).

Les prévisions, qui rappelons le doivent être validées par la direction, doivent traduire soit :

- l'hypothèse la plus probable, ce qui sous-entend une probabilité de réalisation plus probable qu'improbable. Dans ce cas, des tests de sensibilité seront effectués (cf. infra) ;
- soit dans les autres cas, comme c'est prévu dans la norme IAS 36, la réalisation de plusieurs scénarii de reprise considérés comme raisonnablement probables, auxquels une probabilité de réalisation est attribuée. Il est à noter que cette approche, qui peut être séduisante a priori, pourra être complexe à mettre en œuvre (quels scénarii, quelles probabilités de réalisation, ...), avec un risque de dépréciation plus élevé.

Les entreprises devront être attentives à ce que la mise à jour des prévisions conduise à des augmentations réalistes sur toute la durée de l'horizon explicite. Ainsi, pour un groupe qui retient un horizon explicite de 5 ans, le fait de retenir une baisse très significative du CA en 2020, et une baisse plus limitée en 2021, supposera, en retenant une hypothèse de retour à des niveaux d'avant crise en 2024, des niveaux de croissance très (trop) élevées en 2022 et 2023. Les variations doivent en effet être « raisonnablement probables » sur toute la durée de l'horizon explicite. Les entreprises doivent traduire dans les prévisions ou le taux les incertitudes très fortes.

Il convient de rappeler que les tests de dépréciation devront être ajustés, si l'impact est significatif, s'il existe des événements post clôture qui éclairent une situation existante à la clôture des comptes semestriels.

Q6 : Est-il préférable de ne pas calculer de valeur terminale, lorsque les incertitudes sont élevées ?

Dès lors que l'hypothèse de continuité d'exploitation n'est pas remise en cause, il n'existe pas de raison pour ne pas calculer de valeur terminale.

En revanche, le calcul de la valeur terminale devra être mis à jour avec prudence. Il conviendra d'estimer l'impact de la crise sur les perspectives de croissance à moyen et long terme de la société. Dans de nombreux cas, le flux normatif utilisé pour le calcul de la valeur terminale sera inférieur à celui déterminé en 2019.

Comme indiqué ci-après, l'incertitude non traduite dans les prévisions doit être traduite dans les taux d'actualisation.

Q7 : le risque doit-il être traduit à la fois dans la mise à jour des prévisions, et dans le taux d'actualisation, par la prise en compte d'une prime de risques complémentaire (dite prime Covid).

En préliminaire, il est important de souligner que l'amélioration des indices boursiers en juin, non intuitive, a fortement réduit la prime de risques estimée dite Covid (estimation à 3 points fin mars, contre moins de 1 point à ce jour).

En cas de réalisation obligatoire de tests de dépréciation pour les comptes semestriels, les taux d'actualisation devront être mis à jour selon les mêmes modalités que les années précédentes. Il est à noter que de nombreux groupes appliquent pour réaliser les tests de dépréciation en valeur d'utilité la recommandation de l'AMF faite en 2008 dans le cadre de la crise, permettant aux groupes d'ajuster les taux spots pour corriger les effets des perturbations des marchés sur la prime de risques. En pratique, l'ajustement a souvent conduit à retenir une moyenne. L'AMF n'a pas renouvelé explicitement sa recommandation, mais on peut se demander ce qui empêcherait l'application de cette recommandation dans le contexte actuel de crise, dans une approche de valeur d'utilité avec une vision long terme ?

Il existe un consensus des évaluateurs, et des recommandations (ANC, CNCC, AMF) sur les points suivants :

- Pas de prise en compte automatique d'une prime Covid,
- Traduction du risque en priorité dans les prévisions,
- Prise en compte d'une prime de risques complémentaires, pour prendre en compte le risque non traduit dans les prévisions.

Les recommandations des différentes instances rappellent les dispositions du par. 55 et suite de la norme IAS 36, selon lesquelles, le taux doit refléter les conditions de marché à la date des tests. Or le par. 56 précise que les taux ne doivent pas refléter les risques pour lesquels la valeur de marché a été ajustée, pour ne pas prendre en compte 2 fois l'effet de certaines hypothèses.

Ce risque de doublon est loin d'être théorique. En effet, de nombreux groupes ont suspendu les prévisions, et les mises à jour des recommandations des analystes sur les taux d'actualisation intègrent parfois des primes de risques complémentaires pour incertitudes, qui feraient double emploi avec la révision à la baisse des prévisions pour la réalisation des tests de dépréciation, dont les analystes n'ont pas encore connaissance.

En pratique, et dans de nombreux cas, les taux d'actualisation calculés pour les tests de dépréciation des comptes semestriels devraient (hors primes traduisant le risque non intégré dans les prévisions), être légèrement supérieurs aux taux calculés en 2019.

Q8 : Le taux de croissance à l'infini (TCI) doit-il être dégradé automatiquement, pour tenir compte des incertitudes ?

En cas de réalisation obligatoire de tests de dépréciation pour les comptes semestriels, les taux de croissance à l'infini devront être mis à jour selon les mêmes modalités que pour les comptes annuels.

L'évolution du PIB montre qu'il revient à un niveau « normal » après chaque crise..., même si le scénario de reprise en V constaté lors des précédentes crises devrait être remplacé par un scénario en dents de scie qui sera souvent compris entre 2 et 4 ans.

Il existe un consensus des évaluateurs pour considérer que les taux de croissance à l'infini retenus en 2019 pourront être maintenus pour les tests de réalisation effectués dans le cadre des comptes semestriels, sauf exceptions :

- Dès lors que les prévisions et le flux normatif auront été mises à jour (cf supra),
- Surtout si le TCI retenu en 2019 était « prudent » (fourchette basse).

Le taux pourra être réajusté à la baisse si le TCI retenu en 2019 correspondait à une hypothèse « volontariste ».

Q9 : Les groupes devront-ils modifier la manière dont ils effectuent les tests de sensibilité ?

La réponse dépendra des impacts du Covid, et du niveau des incertitudes.

Il existe un consensus pour considérer que dans de nombreux cas :

- La taille des fourchettes de sensibilité devra être augmentée,
- De nouveaux indicateurs devront être rajoutés (ex : durée du retournement).

Q10 : L'information donnée en annexe devra-t-elle être complétée pour les groupes affectés par le Covid ?

L'information donnée en annexe devra être généralement complétée sur de nombreux points :

- changements d'estimation (ex/ sur le mode de calcul du taux d'actualisation...);
- hypothèses structurantes retenues sur l'horizon explicite (période de reprise, retour à des flux pré-épidémie ou non, ...), mais également pour le calcul de la valeur terminale ;
- informations sur les tests de sensibilité, qui seront généralement élargis, et les hypothèses raisonnablement probables susceptibles de conduire à des dépréciations,...

En effet, les attentes du marché sur ces sujets seront généralement fortes.