

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

### Lettre trimestrielle n°31 – 4<sup>ème</sup> trimestre 2020

#### Sommaire :

- Edito du Président  
**Page 1**
- Info News  
**Page 2**
- L'évolution de l'indice  
LPB 40 en 2020  
**Page 15**
- Les points d'attention  
sur l'évaluation en  
période de crise  
**Page 19**
- Les enjeux des  
nouvelles mesures  
fiscales pour favoriser  
les réévaluations libres  
**Page 21**
- Prudence dans la  
réflexion sur le retour  
à un amortissement du  
GW en IFRS  
**Page 24**

Edito du Président, *une année 2020 « surprenante »*,

*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'année 2020 aura été une année surprenante à plusieurs égards : la brutalité de la crise sanitaire et de sa propagation sur le plan international (le fameux « black swann redouté »), l'ampleur des mesures successives de confinement, l'ampleur des mesures d'aide mises en place par les gouvernements, les impacts très significatifs dans certains secteurs d'activité, l'ampleur des pertes de certains groupes cotés en 2020 (Total : pertes de 7,2 mds €, Air France : pertes de 7,1 mds € en 2020, et de 2 mds€ prévue pour 2021, Renault : pertes de 9 mds€...).

Il existe un consensus pour considérer que cette crise est historique, dont on a du mal à voir la sortie, et dont les impacts durables ne pourront être réellement appréhendés qu'après le début des remboursements des PGE mis en place (soit mi 2022 dans de nombreux cas). Force est de constater que la résilience des marchés est exceptionnelle ; l'évolution des marchés reste contre-intuitive, comme si les marchés avaient sauté l'étape de l'incertitude actuelle et sont déjà en phase post-crise. Les effets de la crise sanitaire sont loin d'être terminés, loin s'en faut, les incertitudes restent très élevées, et les taux sans risques continuent de baisser (la raison a été expliquée dans les précédentes lettres), les indices boursiers américains ont atteint des records historiques, le CAC 40 s'est rapproché fin 2020 du niveau de fin 2019, après une chute de 40% mi-mars 2020. Les multiples médians issus des transactions sur des sociétés non cotées sont revenus à des niveaux proches des niveaux historiques fin 2020, les progressions des cours de certaines sociétés sont « astronomiques ».

L'évaluation n'est pas une science exacte, c'est un fait. L'exercice d'évaluation reste complexe, et l'exercice du jugement de l'évaluateur sera plus que jamais un élément clé, aux différentes étapes de l'évaluation (diagnostic, revue du BP, difficulté pour identifier les périodes de retournement, analyse des concurrents, calcul des multiples et des paramètres actuariels, cohérence entre les agrégats / BP et les multiples / paramètres actuariels utilisés). Force est de constater que le risque d'erreur lié à une « évaluation rapide » est beaucoup plus élevé en période de crise, et l'évaluateur sera généralement amené à passer plus de temps sur la construction de la valeur. Cela se traduit souvent par des fourchettes plus larges, et par la nécessité de mieux communiquer dans la conclusion du rapport sur les hypothèses clés retenues et les incertitudes significatives identifiées.

Il y a eu, et il y a toujours beaucoup de littérature sur l'évaluation en période de crise. Mais toutes les crises n'ont pas les mêmes causes. Aussi, l'évaluateur doit s'habituer pour le futur proche à effectuer son travail de valorisation dans un contexte marqué par un manque de visibilité.

**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.*

Site internet : [www.a3e-lyon.fr](http://www.a3e-lyon.fr)

---

## INFO NEWS (1/5)

---

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

**Une résilience exceptionnelle des 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 serait pas le cas.*

*A la date de diffusion de la lettre A3E, nous pressentions que les débuts de la crise Covid tiendraient lieu de « Black Swan » 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.*

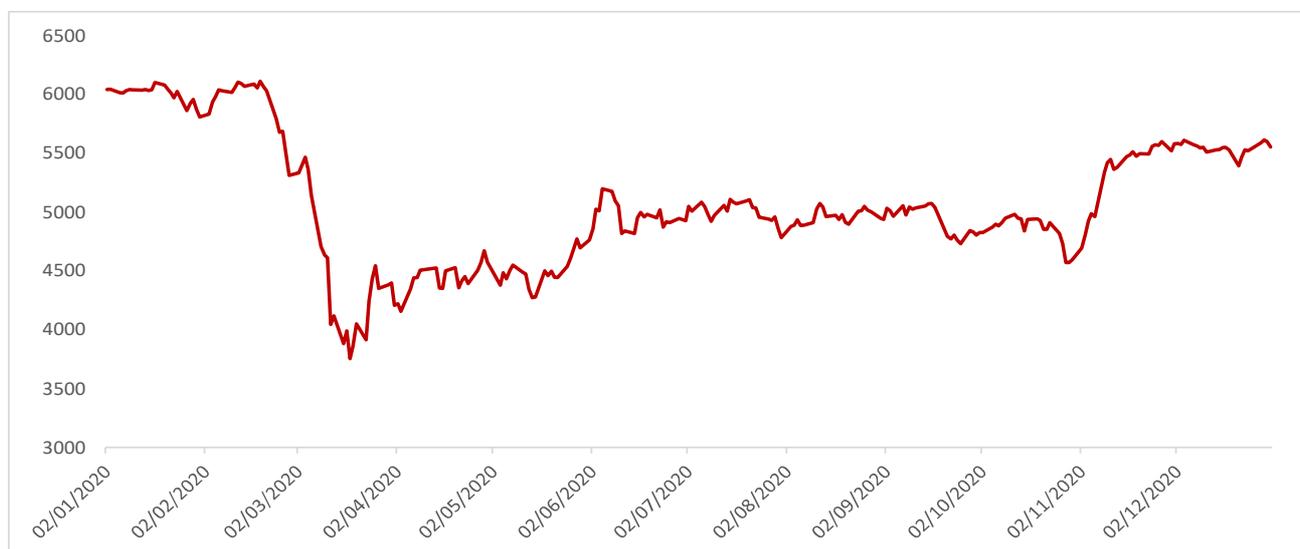
La crise Covid est sans précédent. Je n'ai pas souvenir d'une crise sanitaire ayant généré un confinement total dans la plupart des pays du monde et ce, pendant près de 3 mois.

Le graphe ci-dessous met en évidence l'évolution du CAC 40 depuis 20 ans.



Source : [abcbourse.com](http://abcbourse.com)

- **L'évolution du CAC 40, et le décrochage brutal constaté lors des précédentes crises majeures n'est pas intervenu, loin s'en faut, comme indiqué dans la courbe ci-dessous :**



Le CAC 40 a ainsi évolué dans une fourchette de 4 550 – 5600 entre octobre et décembre.

Le CAC 40 a varié de -9 % sur l'ensemble de l'année 2020. Il a atteint son pic le plus haut à 6 111,41 mi-février et le plus bas à 3 632,06 mi-mars.

Si l'on fait abstraction de la forte baisse du CAC 40 mi-mars, celui-ci a connu une hausse régulière en 2020, pour atteindre des niveaux qui peuvent être considérés comme élevés fin 2020.

On est très loin du niveau attendu par certains experts à la fin du 1<sup>er</sup> semestre 2020, qui craignaient que le CAC 40 ne descende en dessous des 3000 points d'ici la fin du 3<sup>ème</sup> trimestre 2020, le mois d'octobre n'étant pas un mois très favorable aux marchés. La résilience des indices boursiers est exceptionnelle.

Les indices de volatilité restent à un niveau plus élevé qu'avant la crise du Covid-19. Pour rappel, le Vix était monté à plus de 82 % en mars 2020 lors de l'annonce du premier confinement, puis à 41 % en octobre 2020 lors de l'annonce du second confinement. Cependant, celui-ci tend à baisser, fin décembre 2020 il s'élève à 23 % (contre 14 % à fin décembre 2019).

Pour information, la prime de risques dite « Covid » estimée par certains experts à 3 points en mars/avril 2020, redescendue à moins de 1 point en juin 2020, n'est pas réellement apparue fin décembre 2020. Loin s'en faut, car les wacc de marché ont généralement évolué à la baisse en fin d'année, avec cependant un effet taille plus important selon les mesures des cabinets spécialisés.

Dans ce climat d'incertitudes très élevées, l'exercice de mise à jour des prévisions est plus que jamais un travail complexe pour les groupes.

Comme nous l'avions indiqué dans la précédente lettre A3E, 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.

Le tableau ci-dessous met en évidence la forte disparité des évolutions des indices boursiers selon les places boursières :

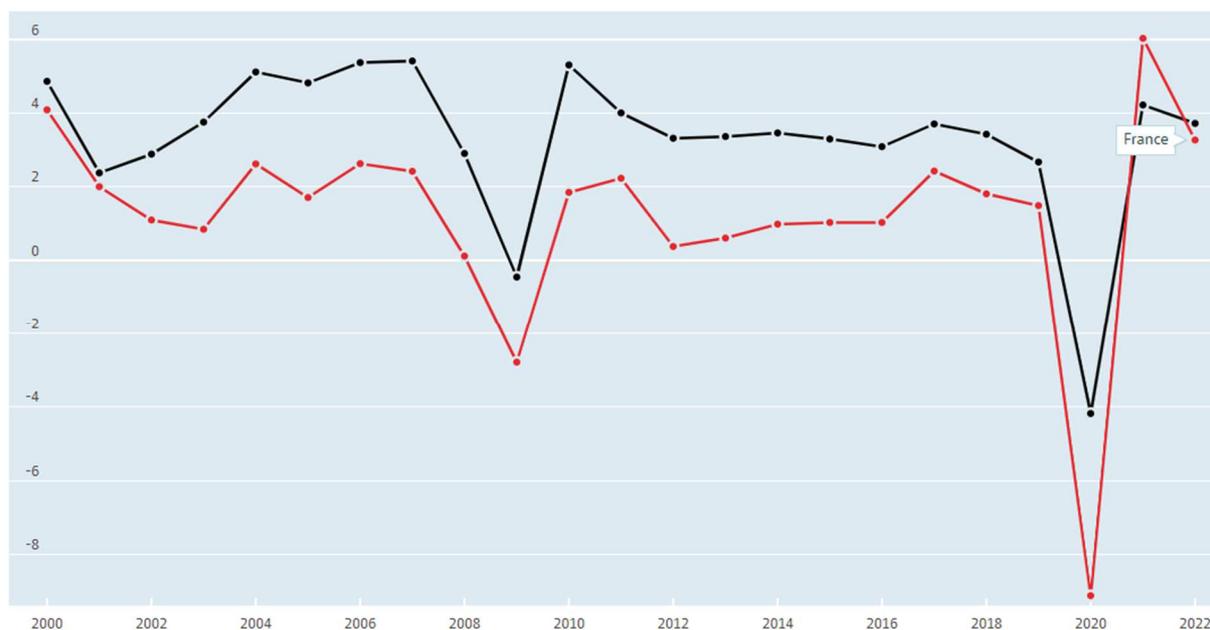
	Evolution des indices boursiers au 31 décembre 2020 depuis le 30 septembre	Evolution des indices boursiers au 31 décembre 2020 depuis le 1 <sup>er</sup> janvier	Moyenne des variation sur le mois de janvier 2021
S&P 500	13%	16%	-1%
Chine – FTSE China A50	17%	23%	3%
France - CAC40 :	15%	-7%	-3%
Allemagne - DAX	7%	4%	-2%
Espagne – Ibex 35 :	20%	-15%	-4%
Italie - FTSE MIB :	17%	-3%	-3%
Royaume-Uni - FTSE 100:	10%	-14%	-1%

*Ces données correspondent à des moyennes de variations quotidiennes.*

Les évolutions annuelles sont cohérentes avec les évolutions des PIB respectifs, et mettent en avant la disparité (décrochage) entre la zone Europe, et notamment 4 pays (France, le Royaume-Uni, l'Italie et l'Espagne), et les zones asiatiques et Amérique du Nord.

## INFO NEWS (2/5)

- [Le tableau ci-après met en évidence l'évolution du PIB en France et du PIB mondial sur les 20 dernières années, et la baisse historique du PIB constatée pour 2020 :](#)



Source : OCDE – Prévisions du PIB réel 31/12/2020

La courbe noire représente l'évolution du PIB mondial

La courbe rouge représente l'évolution du PIB France

La baisse du PIB en France en 2020 est estimée à 8,3% (source : Banque de France). La croissance attendue pour 2021 est estimée à +5%, dans un contexte de fortes incertitudes. Le graphique met en évidence l'évolution du PIB français en comparaison du PIB mondial. Ainsi, à fin 2021, la croissance du PIB devrait être plus importante que celle que nous connaissions à l'avant crise Covid-19 (+1,51% en 2019).

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 banque de France estime que la France ne retrouvera pas son niveau d'activité de 2019 avant mi 2022.

Nous avons présenté dans la lettre du T3 2010 la situation très contrastée selon les zones géographiques (Europe, Asie, Etats-Unis). Cette analyse est toujours en vigueur.

Le niveau d'incertitude sur le plan économique est traduit dans la grande disparité des prévisions de croissance du PIB selon les économistes (banque de France, FMI, OCDE, ...) qui peuvent représenter près de 2 points pour la France pour 2021 et 2022.

---

## INFO NEWS (3/5)

---

### Indices des multiples de transactions non cotées Les derniers enseignements de la crise COVID

*Julien Herenberg*

*Associé R & Berg Audit Finance*

*Expert-comptable, commissaire aux comptes, membre du Comité Evaluation du CSOEC,  
formateur CNCC, membre d'A3E et animateur d'A3E Ile de France*

Dans la précédente lettre A3E, nous attendions de prendre un peu plus de recul pour comprendre les effets de la crise Covid sur l'évolution des prix de transactions à travers le suivi de l'indice ARGOS/EPSILON RESEARCH présenté sous forme de multiple d'EBITDA sur transactions des sociétés non cotées en zone Euro.

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

L'indice T3 2020, ne dément pas cette anticipation et conduit même à des observations marquantes.

Nous commentons ci-après l'indice T3 2020 sur la base de sa présentation en webinaire par Grégoire Buisson, dirigeant fondateur d'EPSILON RESEARCH, et Julien Herenberg, membre de la commission Evaluation de la CNCC, organisé par CNCC Formation le 8/12/2020.

#### **1. Rappel sur la signification de cet indice**

---

L'indice ARGOS/EPSILON RESEARCH a été créé en 2004 pour mesurer l'évolution des prix des sociétés non cotées dans le temps en valeur relative.

Cet indice porte sur des transactions uniquement majoritaires sur la zone Euro pour des opérations dont la taille est comprise entre 15 et 500 M€.

Il est calculé trimestriellement sur 6 mois glissants sur la base du multiple d'Ebitda historique sur la base des derniers comptes publiés.

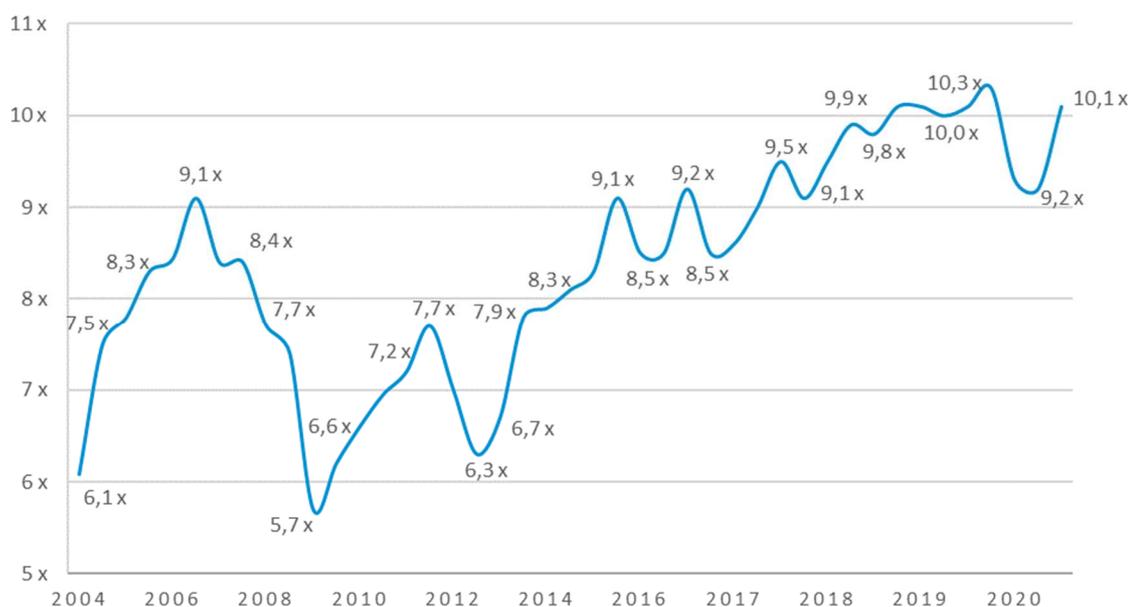
L'indice T3 2020 est donc d'autant plus intéressant qu'il intègre les transactions post 1<sup>er</sup> déconfinement et au cas particulier de la crise COVID et qu'il permet de faire ressortir encore des multiples sur la base d'EBITDA non impactés par la crise COVID connus par les acquéreurs.

L'évolution de l'indice T3 2020 a donc l'avantage de ne pas être sensible aux baisses de profitabilité que les sociétés connaissent sur 2020 du seul fait de la crise COVID, sans pour autant méconnaître une possible anticipation générale de baisse de résultats en 2020 (cf. ci-avant sur les anticipations d'une crise par certains acteurs de marché).

Le multiple est fondé sur la médiane pour éviter la prise en compte trop importante des multiples extrêmes et certains secteurs particuliers sont exclus (services financiers, immobilier ou activités non matures).

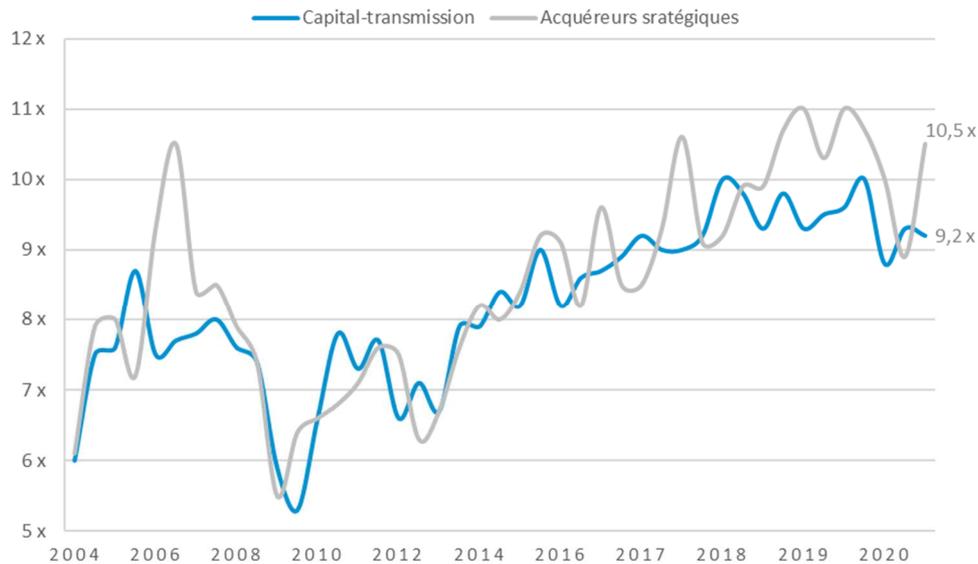
Cet indice, construit selon une méthodologie constante depuis 2004, est présenté sous la forme d'un multiple d'EBITDA. **Il a donc surtout vocation à donner une information relative sur une tendance.** Il n'a pas vocation à donner un multiple d'Ebitda standard dans l'absolu à utiliser pour les évaluations, mais plutôt à chercher à comprendre les facteurs clés de l'évolution du multiple indiciel.

## 2. Evolution de l'indice Argos/Epsilon Research T3 2020



Comme le montre la courbe, l'indice est donc resté très élevé mais de manière moins intuitive, il a augmenté depuis le printemps 2020 à x10,1 contre x9,2 au trimestre précédent. Il est donc revenu quasiment à son plus haut niveau connu au T1 2020 (x10,3).

Comme le montre le graphique ci-dessous, ce sont principalement les acquéreurs stratégiques (industriels) qui ont soutenu l'indice des prix.



Source: Argos Index® mid-market / Epsilon Research

Mais cette évolution indiciaire du T3 2020, veut-elle dire la même chose que sur les trimestres précédents qui n'ont cessé de monter depuis 2017 ?

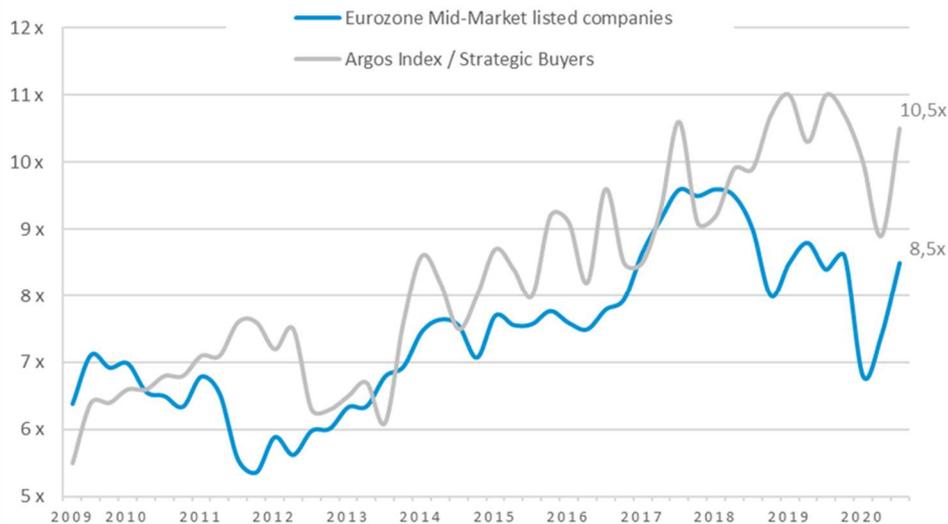
Il est donc particulièrement intéressant au T3 2020 de comprendre ce qui explique une telle évolution de l'indice qui rappelons-le n'est pas lié à la baisse des EBITDA liée à la crise COVID puisque ce sont les EBITDA 2019 qui ont encore servi de base à la construction de l'indice de ce trimestre.

### 3. Les principaux sous-jacents de l'évolution de l'indice

**Le premier facteur** qui perdure et qui influence tous les autres facteurs : les taux d'intérêt maintenus à des niveaux très bas et l'afflux de liquidité. Ce qui a d'ailleurs permis un maintien des indices boursiers à des niveaux élevés malgré la crise COVID.

Le marché boursier et la santé des sociétés cotées ne sont pas étrangers à la hausse de l'indice ARGOS/EPILON RESEARCH.

En effet, **la seconde explication** provient de la locomotive que sont les acteurs du marché coté. Dans le graphique ci-dessous, on observe un grand parallélisme entre l'indice EV/EBITDA sur le mid market des sociétés cotées zone Euro et l'indice ARGOS/EPILON RESEARCH.



Source: Argos Index® mid-market / Epsilon Research / InFront Analytics

Ce parallélisme marqué s'explique notamment par le fait qu'environ 1/3 des acquéreurs dits stratégiques (i.e. des industriels en opposition aux investisseurs du Private Equity) de sociétés non cotées, sont des groupes cotés.

On observe donc naturellement un report des conditions du marché coté sur le marché du non-côté.

**La troisième explication** de l'évolution de l'indice est le rebond du volume de transactions sur T3 2020 par rapport à T2 2020.

Mais il faut nuancer ce facteur car le volume des transactions de T3 2020 reste inférieur à celui de T1 2020, T4 2019 ou encore T2 2019 et T1 2019.

En réalité, d'une manière générale, le volume des transactions est en baisse continue depuis le 1<sup>er</sup> semestre 2018. Au cours des années 2019 et 2020, les volumes semestriels des transactions sont les plus faibles depuis 2009.

Cette information est des plus intéressantes car elle met en évidence qu'une tension sur le marché du M&A existait bien avant la crise COVID.

Et pourtant, l'indice ARGOS/EPILON RESEARCH n'a jamais été aussi élevé. La compréhension de ce phénomène est des plus essentiels pour la pratique de l'évaluation.

#### 4. Enseignements clés de l'indice T3 2020 et de la crise COVID : la POLARISATION

Outre les facteurs sous-jacents clés vus ci-avant, l'enseignement majeur de l'évolution de l'indice est que la crise COVID n'a fait qu'accélérer un phénomène qui était déjà en action depuis début 2018 : la **POLARISATION** du marché.

L'indice T3 2020 est le reflet :

- D'une baisse généralisée des transactions depuis début 2018,
- D'une disparité de plus en plus grande dans les multiples observés sur les transactions qui ont eu lieu,
- D'une concentration des opérations sur des secteurs à niveaux de multiples très élevés.

Aux dires de Grégoire Buisson d'Epsilon Research, les multiples sur certains secteurs (santé, tech) n'ont jamais été aussi élevés depuis l'existence de l'indice.

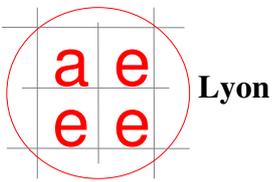
Etant donné que les deals sont moins nombreux, ces opérations à multiples très élevés (supérieurs à x15) représentent une part plus importante des transactions constitutives de l'indice et conduisent donc à maintenir une médiane élevée, et en hausse sur T3 2020 malgré la crise COVID car si les cibles intéressantes sont moins nombreuses, ces cibles sont achetées très chères.

En d'autres termes, il y a de très grands gagnants mais ils sont de moins en moins nombreux, et d'ailleurs les écarts peuvent être même significatifs à l'intérieur d'un même secteur selon le segment où se situe spécifiquement l'entreprise selon Grégoire Buisson.

#### 5. Quelques enseignements que l'on peut tirer pour les évaluations

Le résumé de ces constats permet de retenir ou rappeler quelques enseignements pour la pratique de l'évaluation :

- Le multiple apparent EV/EBITDA de l'indice ARGOS/EPSILON RESEARCH ne doit jamais être utilisé en valeur absolue, car il cache de trop grandes disparités et ne présente que le résultat des opérations qui ont eu lieu alors qu'elles ont été de moins en moins nombreuses au cours des derniers mois laissant certaines entreprises sur le « bas-côté » du marché des transactions. Toute la question est de savoir si les entreprises que l'on doit évaluer font partie des segments « élus » ou de ceux qui restent sur « le bas-côté ».
- La rapidité des retournements de situation est confirmée sur des périodes rapprochées mais les tendances longues et les notions de cycles restent quand même marquées. Les données sous-jacentes de l'indice montrent bien un ralentissement du volume des transactions depuis début 2018 et donc un cycle baissier crise COVID ou non, qui ne se voit pas dans le multiple indicier.



- L'étude du secteur de la société à évaluer n'a jamais été aussi essentielle. Et il est même nécessaire d'étudier encore plus spécifiquement les comportements parfois divergents des segments à l'intérieur d'un même secteur (le sacro-saint diagnostic stratégique à approfondir toujours plus).
- L'étude du marché boursier et de l'évolution des multiples sur le secteur d'une entreprise non cotée à évaluer est très utile, car les acteurs cotés sont des locomotives du marché non coté.
- Toutes choses égales par ailleurs, une entreprise (pour autant qu'elle soit vendue) s'achète plus chère aujourd'hui qu'il y a 10 ans ou encore 5 ans au regard de la politique monétaire. Par conséquent, cela confirme la nécessité de ne pas remonter trop loin en arrière pour l'analyse de transactions et de toujours surveiller les anticipations d'évolution de taux d'intérêts.

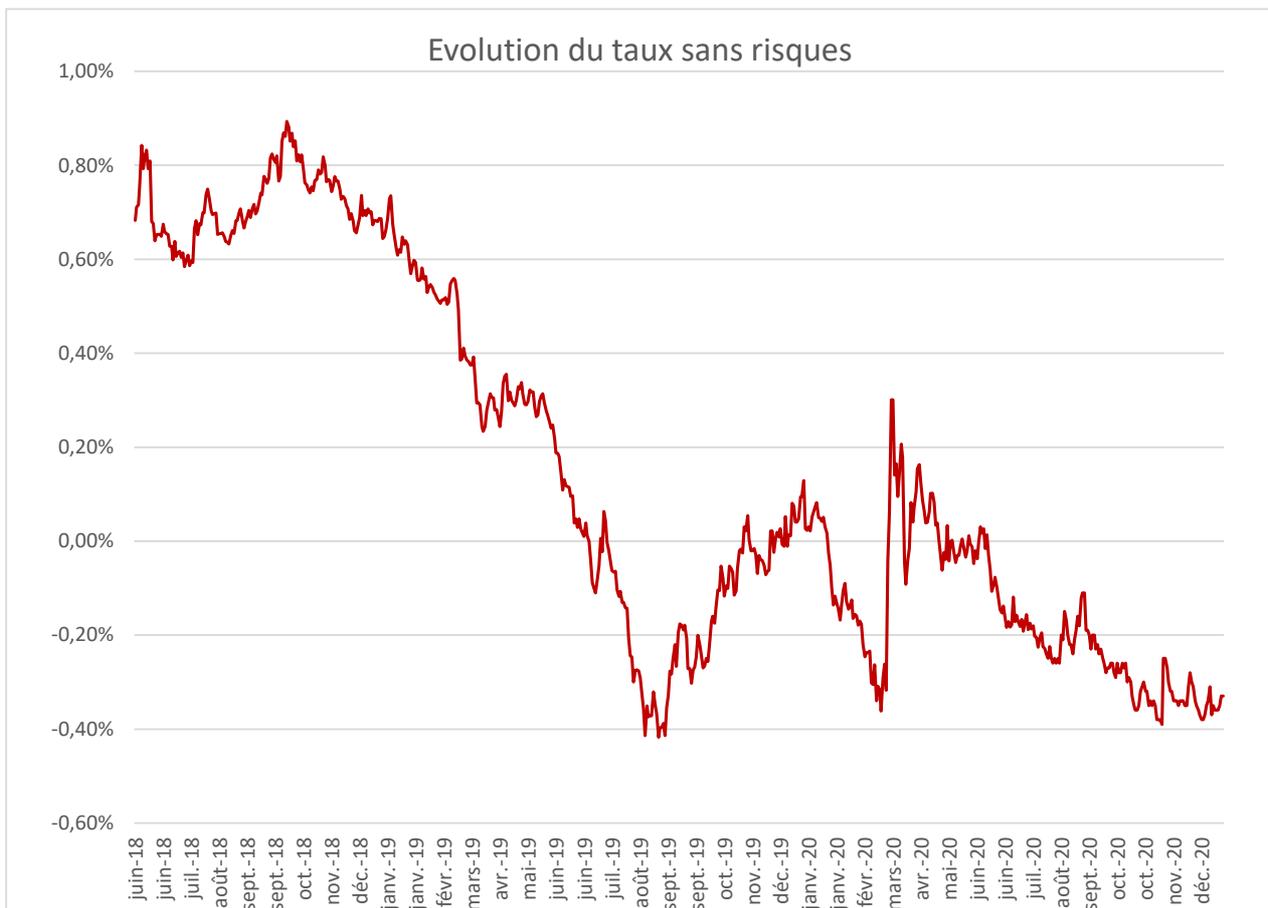
## INFO NEWS (4/5)

### ⇒ Evolution du taux sans risques :

L'évolution du taux des OAT 10 ans est présentée dans le graphique ci-après.

Nous avons pensé un instant sur le 1<sup>er</sup> trimestre 2020 que l'évolution du taux sans risques était redevenue cohérente avec l'évolution des risques. Ce mirage a été de courte durée, car on peut constater une baisse significative des taux sur 9 mois (baisse de plus de 0,6 points).

Après avoir atteint un minimum de -0,4 % en septembre et en octobre, les taux des OAT 10 ans restent bas et négatifs sur la grande majorité du second semestre 2020.



Source : Banque de France

---

## INFO NEWS (5/5)

---

### -Brèves News-

#### ⇒ Tesla entre au S&P 500 :

Le 21 décembre 2020, Tesla faisait son entrée dans le S&P 500. Le jeudi 17 décembre, la valorisation boursière de Tesla avait été supérieure à 600 milliards de dollars à la clôture de la place new-yorkaise ce qui fait d'elle l'entreprise la plus chère à jamais intégrer le S&P 500.

Tesla, dont l'action s'est envolée de plus de 680% depuis le début de l'année, est désormais la 9ème capitalisation boursière au monde, derrière les GAFAM, Saudi Aramco, et les chinois Tencent et Alibaba. Le groupe californien pèse davantage que General Motors, Ford, Fiat-Chrysler, Toyota, Honda et Volkswagen cumulés bien que les ventes du groupe restent bien inférieures : Tesla n'a vendu que 499 550 voitures en 2020, loin des 11 millions de voitures vendues en 2019 par Volkswagen.

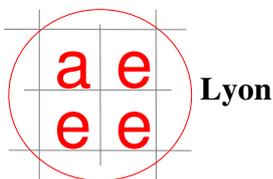
En rejoignant l'indice S&P 500, l'action Tesla est systématiquement incluse dans les fonds indiciels cotés (exchange-traded funds, ou ETF), qui suivent ainsi passivement la fluctuation de l'indice, boostant ainsi davantage l'action.

#### ⇒ Elon Musk devant Jeff Bezos :

Elon Musk, patron du constructeur de voitures électriques haut de gamme Tesla, est monté sur la première marche des hommes les plus riches du monde jeudi 7 janvier 2021, grâce à la flambée des actions en Bourse de son entreprise.

Selon les calculs de Bloomberg, grâce à l'envolée du cours de l'action de Tesla à Wall Street – dont il détient 18%, l'entrepreneur Sud-Africain de 49 ans et le chef de SpaceX a dépassé Jeff Bezos – fondateur d'Amazon – avec une fortune estimée à 194,8 milliards de dollars. Au classement des milliardaires, M. Bezos détenait le titre de l'homme le plus riche du monde depuis 2017. Viennent ensuite le fondateur de Microsoft Bill Gates, l'empereur du luxe Bernard Arnault (LVMH) et le patron de Facebook Mark Zuckerberg.

Le magazine Forbes a déclaré que le patron de la Silicon Valley avait promis de reverser la moitié de sa fortune à des œuvres de charités. Cependant, il n'est pas près de respecter sa promesse pour l'instant, et il avait expliqué dans un tweet en 2018 qu'il ferait « de gros versements dans vingt ans quand l'action Tesla serait stabilisée ».



### ⇒ La flambée des cours du bitcoin :

Le cours du bitcoin s'est envolé pour atteindre fin 2020 le cours record de 24 742€, soit une augmentation de +270% par rapport à fin 2019 (6 411 €) (source : Yahoo Finance). Le cours est parti pour connaître une progression spectaculaire sur les seuls mois de janvier et février 2021, avec un doublement attendu.

Cette augmentation est soutenue d'une part par des raisons structurelles (institutionnalisation croissante du marché cryptomonnaie depuis 2 ans), d'autre part par des raisons conjoncturelles (la crise sanitaire fait planer le risque de dévaluation de certaines devises), et enfin par des spéculateurs. Le bitcoin semble ainsi être considéré par certains investisseurs comme une valeur refuge comme l'or.

... Il n'en reste pas moins que le risque lié au bitcoin est élevé, qu'il n'existe pas de valeur « fondamentale » sous-jacente au bitcoin, que la volatilité est très élevée, et que la liquidité réelle est très faible. Amis spéculateurs, bonjour !

### ⇒ Plan de soutien :

Bpifrance a injecté 45 mds€ en 2020 dans l'économie française, pour soutenir le plan de relance.

Près de 3,7 millions d'entreprise (dont les entreprises individuelles) ont bénéficié en 2020 d'au moins une des quatre mesures d'urgence mises en place par le gouvernement (chômage partiel, fonds de solidarité, prêt garanti par l'Etat et report des cotisations sociales) pour un montant de plus de 160 mds €, dont 85% au titre de PGE.

### ⇒ Coût du risque :

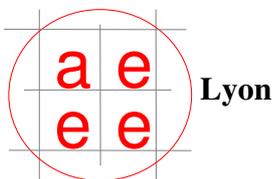
Le Président du Crédit Agricole a indiqué lors d'une interview sur BFM que le coût du risque devrait doubler en 2020.

### ⇒ Un marché européen des introductions en bourse qui résiste bien à la pandémie :

Selon une étude PwC, 135 introductions en bourse ont été réalisées en Europe (+27% par rapport à 2019), soit des fonds levés qui représentent 20,3 mds € (-8% par rapport à 2019).

### ⇒ Un niveau d'épargne historique en France :

L'épargne générée en 2020 est estimée par la Banque de France à plus de 130 mds€. Les prévisions pour 2021 sont estimées à 2021.



---

## L'évolution de l'indice LPB 40 en 2020

---

*Jean-Louis FLECHE*  
*Président ORFIS*  
*Expert-comptable, commissaire aux comptes*

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

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 AST GROUPE. Chaque valeur composant l'indice ne pèse pas plus de 5% de l'ensemble des valeurs (pondération).

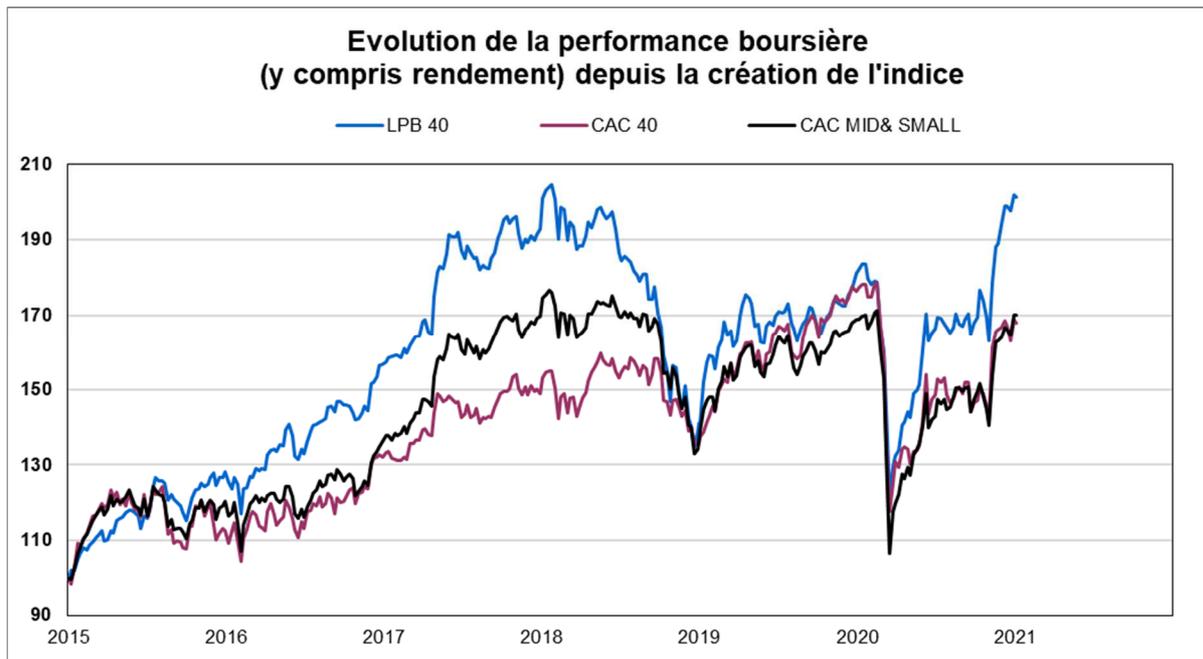
Un conseil scientifique de l'indice se réunit chaque année et effectue des arbitrages en fonction. Les sociétés sorties de la cotation et celles dont la moyenne quotidienne des transactions est trop faible sont sorties de l'indice et sont remplacées par des sociétés qui remplissent les critères d'éligibilité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

VALQUANT EXPERTISE, dans le cadre des « Rendez-vous mensuels de Lyon Pole 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 Président 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.

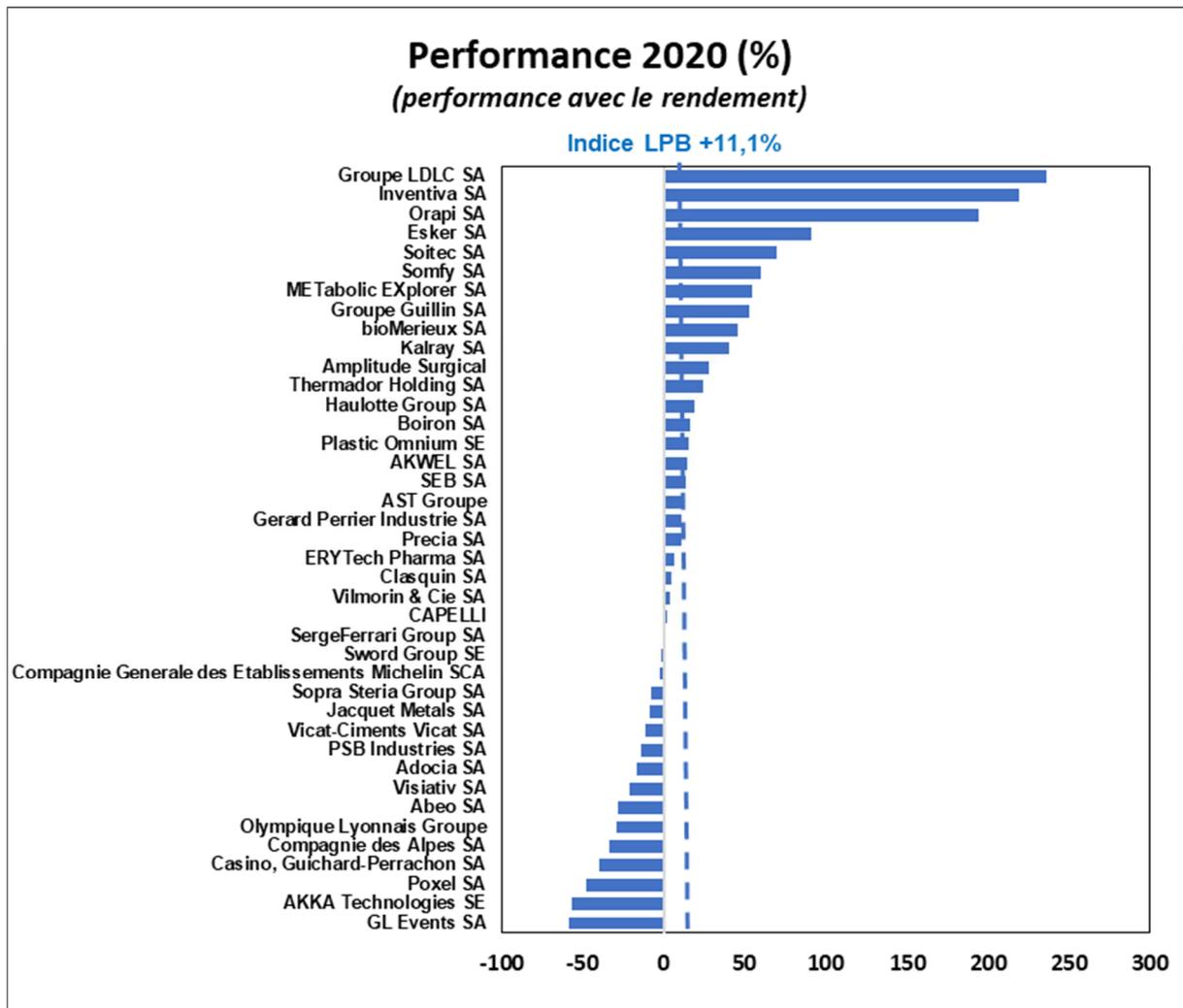
### **LPB 40 depuis sa création**

Depuis le 1<sup>er</sup> Janvier 2015, le LPB 40 a progressé de 101,4 % contre 70 % pour le CAC MID and SMALL et 67,8 % pour le CAC 40. La performance du LPB 40 est largement supérieure à celle du CAC 40 sur cette période.

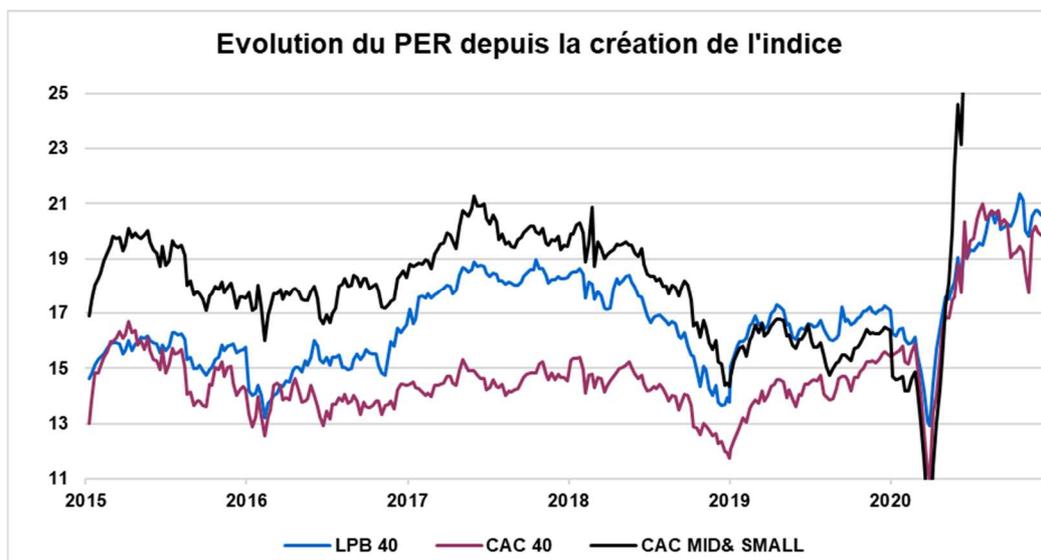


### **LPB 40 en 2020**

L'indice a surperformé en 2020 malgré la chute constatée sur le premier trimestre. Les performances avec rendement sont les suivantes : +11,1% pour le LPB 40 contre 0,3% pour le CAC MID and SMALL et -5 % pour le CAC 40. Les meilleures performances ont été réalisées par LDLC, Inventiva et ORAPI.



Le LPB 40 affiche un PER global de 20,4 au 31 Décembre 2020 alors que celui du CAC MID and SMALL est de 23,6, celui du CAC 40 est de 21,6.



### **Autres informations sur les sociétés cotées de la région en 2020**

Dans la zone géographique des sociétés qui entrent dans l'indice LPB 40, ce sont 5 sociétés qui ne sont pas dans l'indice qui ont réalisé les plus belles performances....

<b>Les 5 plus fortes hausses de l'univers LPB</b>	
<b>Action</b>	<b>Performance 2020, rendement compris</b>
McPhy Energy SA	824,6%
Theranexus SA	513,5%
Amoeba SA	494,3%
Gaussin SA	445,2%
Carbios SA	317,7%

Dans les plus fortes baisses on retrouve par contre 2 sociétés qui sont dans l'indice : AKKA TECHNOLOGIES et GL EVENTS :

<b>5 plus fortes baisses de l'univers LPB</b>	
<b>Action</b>	<b>Performance 2020, rendement compris</b>
AKKA Technologies SE	-56,8%
GL Events SA	-58,3%
Montagne et Neige Developpement	-69,5%
Spineway SA	-84,0%
Boostheat SAS	-85,9%

---

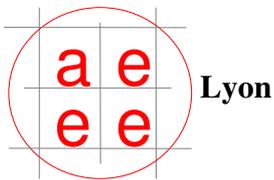
## Les points d'attention sur l'évaluation en période de crise... de la covid-19

---

*Christophe VELUT*  
*Président A3E – Directeur Général Advolis Orfis*

Dans le prolongement des 2 articles de la précédente lettre A3E, nous vous présentons 10 points d'attention concernant l'évaluation en période de crise :

- Risque traduit en priorité dans le business plan,
- Pas de prime de risques automatiques covid-19. Le taux d'actualisation doit intégrer les risques non pris en compte dans les prévisions,
- Au-delà des calculs des taux, il convient d'être prudent sur la prise en compte des WACC de marchés, qui ont baissé sur la fin d'année, ..., notamment lorsque les calculs sont effectués en valeur d'utilité. En effet, les évolutions de taux doivent être cohérentes avec l'évolution des risques. Cette analyse ne devrait généralement pas conduire à une baisse des WACC,
- Taux de croissance à l'infini : principe général (à adapter à chaque contexte) de retenir un taux proche de celui de 2020, dès lors que le calcul de la valeur terminal a été mis à jour, et dans l'attente d'avoir plus de recul sur les évolutions MT,
- Vérification avec prudence de la cohérence des hypothèses de retour à des niveaux d'avant crise, notamment en cas de maintien de la valeur terminale à des niveaux d'avant crise,
- Prudence dans la constitution des échantillons de comparables, dans le contexte où les sociétés au sein d'un même secteur d'activité ont réagi de manière très différente à la crise,
- Prudence dans la mise en œuvre des méthodes analogiques, dans le contexte où les transactions ont fortement baissé en 2020, et elles ont porté sur des cibles qui ont extériorisé des multiples historiquement élevés (« pépite »),
- Les fourchettes de sensibilité doivent généralement être élargies, et étendues à d'autres facteurs de sensibilité (ex : retour à des niveaux d'avant crise),
- Evaluation et mise en œuvre des tests de dépréciation en retenant des données (BP, EBITDA, EFN,...) avant mis en œuvre d'IFRS 16,..., mais après prise en compte des contrats de location financement significatifs. Exception pour les secteurs pour lesquels les contrats de location étaient déjà retraités avant IFRS 16,
- Une vigilance particulière doit être apportée aux agrégats utilisés en évaluation pour 2020 et 2021 (EBITDA, EFN), dans le contexte où les sociétés ont bénéficié de nombreuses aides (subventions, décalages de dettes, ...) et ou certaines économies significatives de frais (ex : frais de déplacements, ...) ne sont pas représentatifs d'une situation normale. Plus généralement, une réflexion est à mener sur les modalités de prise en compte de l'année 2020 dans la mise en œuvre de la méthode des multiples.



Plus généralement dès lors que l'exercice du jugement de l'évaluateur n'aura jamais été autant significatif, il est encore plus important que celui-ci documente dans son rapport, et notamment dans sa conclusion, les hypothèses clés, incertitudes et facteurs de sensibilité, en insistant sur le contexte dans lequel s'inscrit l'évaluation, et sur le fait qu'une évaluation est effectuée à la date de son intervention et n'est pas une science exacte.

Compte tenu du fait que nous n'avons pas de véritable idée sur la sortie de crise, ..., et que la fréquence des crises devient de plus en plus élevée, il faudra probablement s'habituer à ce que « l'évaluation en période de crise » devienne notre règle quotidienne.

---

## Les enjeux des nouvelles mesures fiscales pour favoriser les réévaluations libres

---

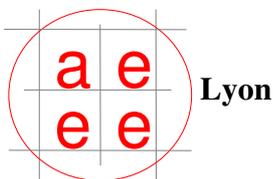
*Christophe VELUT*  
*Président A3E – Directeur Général Advolis Orfis*

La loi de finances pour 2021 permet aux entreprises de réaliser une réévaluation libre avec un mécanisme de neutralisation temporaire fiscale.

Nous rappelons ci-après les principaux mécanismes, dans l'attente de certaines précisions qui seront apportées très probablement par l'ANC :

⇒ **Sur le plan comptable (comptes sociaux) :**

- Le dispositif de réévaluation libre des actifs est prévu expressément dans le code de commerce, à l'art. L 123-18,
- L'écart de réévaluation ne porte que sur les actifs corporels et financiers. La réévaluation des actifs incorporels est interdite, de même que la réévaluation des stocks ou des valeurs mobilières de placement,
- La réévaluation doit porter sur la totalité des actifs corporels et financiers, dès lors que l'option est exercée,
- L'écart de réévaluation (correspondant à la différence entre la valeur actuelle et leur valeur nette comptable) est constaté dans un compte de réserves spécifique. Il ne sera jamais recyclé en résultat. Il peut être soit incorporé en capital, soit transféré en réserves distribuables lorsqu'il est réalisé (la réalisation intervient lors de l'amortissement ultérieur de l'écart de réévaluation -à hauteur du supplément d'amortissement-, ou en cas de cession de l'actif réévalué -à hauteur de la plus-value de cession qui excède la valeur nette comptable avant réévaluation),
- En revanche, les dotations aux amortissements ET dépréciations ultérieurs sont constatées en résultats. Par ailleurs, la plus-value comptable en cas de cession sera calculée par rapport à la valeur réévaluée.
- La valeur réévaluée de l'actif devient la nouvelle valeur brute comptable. Ainsi, dans le cadre de titres dont la valeur réévaluée est inférieure à la valeur brute comptable, l'ajustement de valeur négatif ne pourra pas être reprise en résultat, si la situation s'améliore,
- Un nouveau plan d'amortissement sera défini (attente de position de l'ANC sur les modalités de modification du plan d'origine),
- La réévaluation libre n'est pas soumise au principe de permanence des méthodes. Elle ne constitue pas un changement de méthode comptable. Elle n'entraîne pas l'obligation par la suite de procéder à une réévaluation régulière ultérieurement,
- Des informations détaillées devront être données en annexe.



⇒ **Sur le plan fiscal :**

- Le régime de neutralisation temporaire sur option porte sur les réévaluations libres effectuées au cours d'exercice clos entre le 31 décembre 2020 et le 31 décembre 2022,
- Le régime fiscal fait la distinction entre immobilisations non amortissables (sursis d'imposition prévu) et les immobilisations amortissables (imposition étalée). Le régime de neutralisation temporaire est proche du régime de faveur fiscal des fusions.

De nombreux groupes réfléchissent sur la possibilité d'exercer cette option, car elle permet d'extérioriser des plus-values latentes, et d'améliorer le montant des capitaux propres comptables dans les comptes sociaux. Le montant des capitaux propres est de plus en plus un plafond dans le cas des recherches de financement par emprunts, y compris pour les start-ups.

**Enjeux en termes d'évaluation :**

Comme indiqué ci-dessus l'option doit s'appliquer à l'ensemble des actifs corporels et financiers.

**La démarche d'évaluation doit donc porter, et être documentée sur l'ensemble de ces actifs.**

Il est possible de conclure sur le fait que les valeurs actuelles soient proches de la valeur nette comptable, pour certaines catégories d'actifs.

Les valeurs réévaluées doivent être justifiées selon les approches d'évaluation habituelles proches à chaque actif (ex : immobilier, titres, lignes de fabrication,...), et ne peuvent en aucun cas être déterminées « sur un coin de table ».

Les valeurs actuelles correspondent à « la somme qu'un chef d'entreprise prudent et avisé accepterait de décaisser pour l'obtenir s'il avait à l'acquérir compte tenu de l'utilité que sa possession présenterait pour la réalisation des objectifs de la société (décret 77-550 du 1-6-1977, art.4).

Les valeurs actuelles seront différentes selon qu'il s'agit d'actifs dissociables ou indissociables.

En effet, les valeurs réévaluées seront regardées avec attention par les commissaires aux comptes dont le souci est de vérifier que les valeurs déterminées ne soient pas surévaluées.

Les valeurs seront également susceptibles d'être challengées par l'administration fiscale en cas de contrôle.

Dans ce contexte, et dès lors que l'impact est significatif, les groupes qui souhaitent exercer cette option ont intérêt à se faire assister dans la démarche par un évaluateur.

**Points d'attention :**

- L'AMF a fait des recommandations dans le passé (ex : rapport COB 1980,...) sur la prudence des réévaluations portant sur des sociétés en situation fiscale structurellement déficitaire (ex : start-up, sociétés en difficulté,...),
- L'évaluation dans le contexte du covid-19 est complexe (cf. différents articles produits sur le sujet), notamment dans la mise en œuvre des méthodes analogiques (diminution des transactions, évolution de l'immobilier,...),
- Les multiples de transaction médians sont à des niveaux historiquement élevés, et il existe un risque que ces multiples baissent dans le futur,
- Il existe, notamment dans le cas des usines, de nombreuses situations où il existe une valeur d'utilité, sans marché,
- La méthodologie d'évaluation servira de référence dans le futur pour les tests de dépréciation. Il serait gênant que des dépréciations soient constatées peu de temps après la réévaluation,
- Plus généralement, ***il sera important de vérifier que la valeur réévaluée des capitaux propres ne soit pas supérieure à la valeur globale de la société (par mise en œuvre par exemple de la méthode des DCF ou de la méthode des multiples).***

Pour ces différentes raisons, nous recommandons :

- De bien faire une analyse préalable sur le périmètre et le coût d'une telle démarche (comme indiqué supra, il n'est pas possible de faire du « shopping », et de ne réévaluer que certains actifs : même si en définitive, la réévaluation ne porte en pratique que sur certains actifs, l'analyse doit être documentée pour l'ensemble des actifs corporels et financiers),
- De bien identifier les enjeux (ex : vérifier que les covenants n'excluent pas les écarts de réévaluation),
- d'être prudent et de retenir une démarche proche de celle retenue dans le cadre des apports aux valeurs réelles.

---

**Prudence sur le retour à l'amortissement du goodwill en normes IFRS en période de crise.  
Pas à n'importe quelle condition.**

---

*Christophe VELUT  
Président A3E – Directeur Général Advolis Orfis*

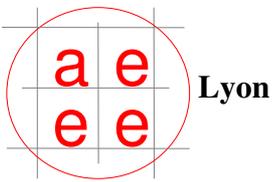
Une consultation a été lancée par l'IASB sur le discussion paper « Business Combinations – disclosures, goodwill and impairment ».

Ce document évoque notamment la possibilité de revenir à un amortissement du goodwill.

Dans le passé, nous avons évoqué à plusieurs reprises cette possibilité, considérée par certains comme devant permettre de mettre moins de « pression » sur les tests de dépréciation, et qui éviterait d'avoir des effets de dépréciation significatifs, notamment en période de crise, ..., dans le contexte où les dépréciations ne sont pas réversibles. Un amortissement s'inscrit cependant dans une hypothèse de situation « stabilisée » reposant sur une consommation régulière / linéaire des actifs.

Nous recommandons d'être très prudent dans la réflexion dans le contexte de la crise du covid-19, où les avantages attendus d'un actif tel que des titres (ou plus généralement une activité) ne correspondent généralement pas à une consommation linéaire :

- Les enjeux sont en effet très significatifs. Si l'on se rapporte à l'année 2019, le montant des GW nets comptabilisés par les sociétés du CAC 40 s'élevait à 395,6 m€, soit environ 40% des capitaux propres comptables, et les résultats nets s'élevaient à 82 mds €,
- La discussion ne peut en effet pas intervenir sans avoir une vision globale des impacts et notamment :
  - o Le traitement comptable lors de la transition, en cas de changement (traitement rétroactif versus prospectif et dans le prospectif, l'amortissement des seuls nouveaux goodwill et non des anciens qui pourraient de voir continuer l'application des tests d'impairment historiquement mis en œuvre). Compte tenu des capitaux propres évoqués ci-dessus, les impacts d'une application rétroactive seraient très significatifs,
  - o La durée d'amortissement, notamment si le groupe revient sur des durées courtes (ex : 10 ans),
  - o Le traitement au compte de résultat des dotations aux amortissements (comprises dans le résultat opérationnel versus ligne spécifique au compte de résultat).



Il nous paraît également dommage, dans un contexte de crise régulière, de ne pas réévoquer la question de la réversibilité de la dépréciation du goodwill (en introduisant une distinction entre amortissements et dépréciations exceptionnelles), même si nous avons bien compris le souhait du législateur de ne pas introduire une source de volatilité forte du résultat.

En l'absence de possibilité de reprendre les dépréciations sur le goodwill, les effets positifs des mesures mises en œuvre par les groupes, qui restent bien liées au même actif (contrairement au présumé de la norme), ne sont qu'imparfaitement traduits dans les comptes.

L'association A3E d'engager prochainement une réflexion sur ce thème au sein de ses membres.