

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Lettre trimestrielle n°32 – 1^{er} trimestre 2021

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- Rétrospective sur l'année 2020 – les impacts de la crise sanitaire sur les financements d'opérations de LBO en région AURA
Page 10
- Impact d'un contexte inflationniste sur les valeurs d'entreprises
Page 14
- Quels impacts des incertitudes liées aux pénuries sur les évaluations ?
Page 22
- Flash-Infos / actualités en matière d'évaluation
Page 24

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.

Nous avons évoqué dans la lettre du 4^{ème} trimestre 2020 la pandémie liée à la covid-19 en tant que potentiel black swann. Nos craintes étaient très en deçà de la réalité.

Le nouveau black swann serait-t-il l'inflation ? Un journal financier titrait récemment « le scénario noir de l'inflation est devenu réalité ». Après 3 confinements, qui ont eu des impacts différents, le rebond brutal de certains pays comme les Etats-Unis ou la Chine ont généré une pénurie des matières premières en général, et dans de nombreux cas, de main d'œuvre. Cette pénurie, accentuée par les liquidités colossales injectées par le gouvernement américain pour relancer l'économie (1 900 mds \$ pour les infrastructures, et plus de 5 000 mds \$ au global) entraîne une augmentation inévitable de l'inflation. Dans ce contexte, faut-il avoir peur de l'inflation ?

Il nous paraît important de poser les questions dans le bon ordre : il faut en priorité générer de la croissance. Toute sortie d'une situation où l'économie a été à l'arrêt pendant plusieurs mois génère une augmentation des prix ; plus qu'une augmentation, c'est en partie un rattrapage. Toute croissance génère de l'inflation, c'est mécanique. L'enjeu est de maîtriser l'inflation à des niveaux acceptables (ex : 2% pour la France serait considéré comme acceptable), ce qui serait le cas si l'inflation reste sous le taux de croissance de l'économie.

Une augmentation du taux d'inflation entraînera une augmentation des taux sans risque. Encore une fois, revenir à des taux sans risque positifs maîtrisés (un taux sans risque négatif est dans la durée une aberration) devrait avoir de nombreuses vertus, et notamment de réduire en partie les vagues spéculatives.

Une augmentation de l'inflation aura également probablement un impact sur les valorisations. De l'avis unanime, les niveaux de valorisation sont généralement très (voire trop) élevés au regard des incertitudes actuelles (avec des incertitudes nouvelles liées aux pénuries). Rappelons qu'une inflation excessive de la valeur des actifs financiers et immobiliers s'appelle une bulle inflationniste. Un réajustement des niveaux de valorisation à la baisse (nous ne parlons pas bien sûr d'un krach) ne serait pas illogique.

Une inflation maîtrisée de l'économie et une baisse de l'inflation des actifs financiers et immobiliers sembleraient même une bonne chose. Cela permettrait de retrouver plus de cohérence dans les équilibres entre les agrégats économiques et financiers tels que nous les connaissons avant les crises successives.

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

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 :

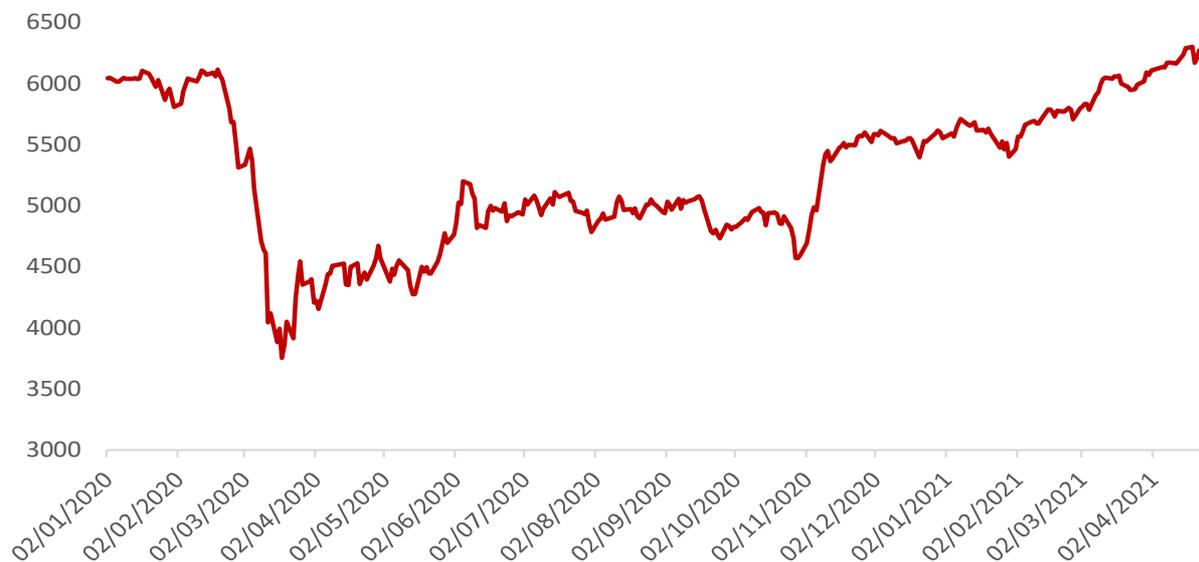
Le CAC 40 continue de monter, selon une courbe qui n'était pas intuitive un an avant, faisant fi des incertitudes qui restent élevées après 3 confinements en un an, et après un environnement marqué par des tensions inflationnistes et de fortes pénuries sur les matières premières.

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



Source : 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 4 700 et 6 000 entre septembre 2020 et mars 2021.

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. La baisse a été de très courte durée, et le CAC 40 a été peu sensible.

Si l'on fait abstraction de la forte baisse du CAC 40 mi-mars, celui-ci a connu une hausse régulière depuis avril 2020, pour atteindre des niveaux historiquement élevés en 2021.

On est très loin du niveau attendu par certains experts à la fin du 1^{er} semestre 2020, qui craignaient que le CAC 40 ne descende en dessous des 3000 points d'ici la fin du 3^{ème} trimestre 2020, du fait de cette crise historique, en cas de nouveau confinement (qui est intervenu), et dans le contexte où 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). Quid T1 2021 ?

Pour information, la prime de risque 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 beaucoup plus important selon les mesures des cabinets spécialisés qui devient l'élément phare de la valeur en cette période de crise.

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.

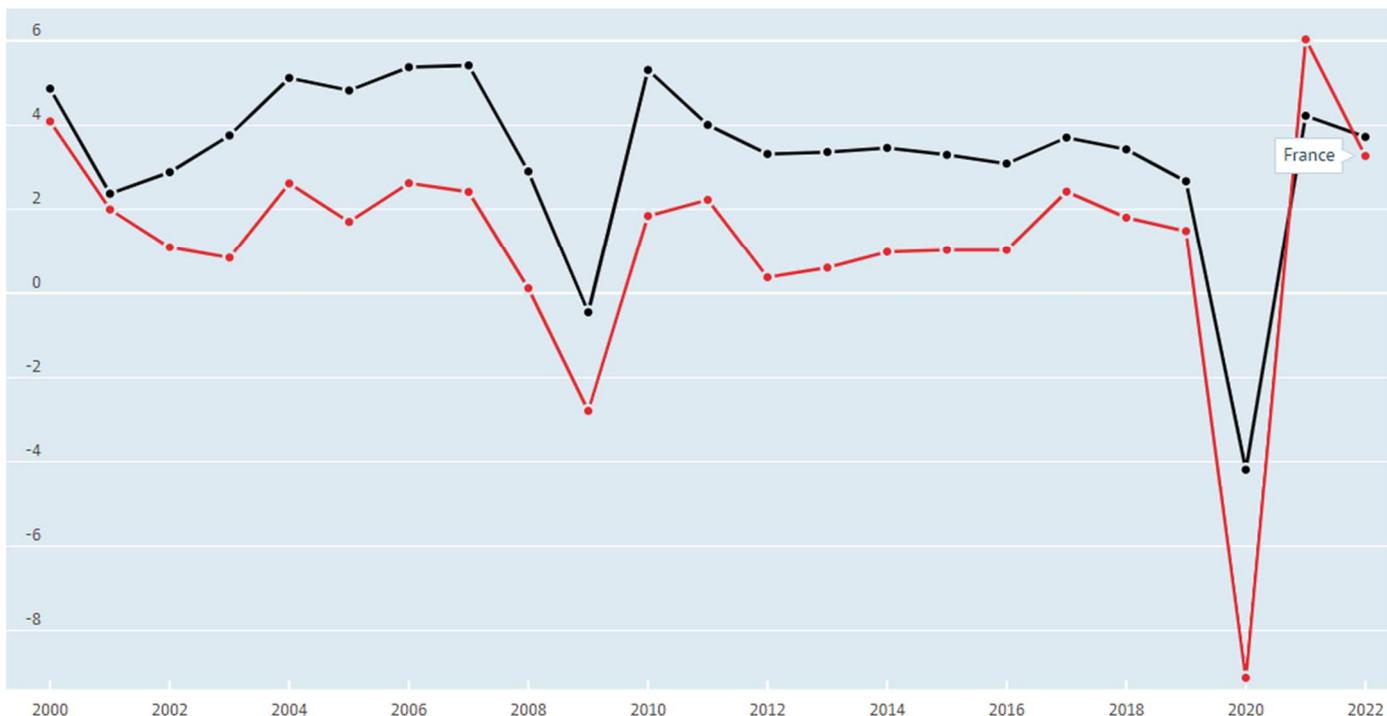
Le tableau ci-dessous met en évidence la forte disparité des évolutions des indices boursiers selon les places boursières :

	Evolution des indices boursiers au 31 décembre 2020 depuis le 1 ^{er} janvier	Evolution des indices boursiers au 31 mars 2021 depuis le 1 ^{er} janvier	Moyenne des variations sur le mois de mars 2021
S&P 500	16,3%	5,8%	4,2%
Chine – FTSE China A50	23,1%	-2,5%	-5,7%
France - CAC40 :	-7,1%	9,3%	6,4%
Allemagne - DAX	3,6%	9,4%	8,9%
Espagne – Ibex 35 :	-15,5%	6,3%	4,3%
Italie - FTSE MIB :	-3,3%	11,3%	7,9%
Royaume-Uni - FTSE 100 :	-14,3%	3,9%	3,6%

Ces données correspondent à des moyennes de variations quotidiennes.

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 31/03/2021

La courbe noire représente l'évolution du PIB mondial

La courbe rouge représente l'évolution du PIB France

Les prévisions du taux de croissance du PIB pour la zone euro viennent d'être révisées à la hausse par la Commission Européenne, pour 2021, de +3,8% à +4,3% pour 2021. Les prévisions pour 2022 de la zone euro sont estimée à 4,4%. Les prévisions 2021 s'élèvent à 5,7% pour la France, soit une croissance supérieure à celle attendue pour l'Allemagne (+3,4%). Les prévisions 2022 s'élèvent pour la France et l'Allemagne respectivement à +4,2% et +4,1%.

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. Les croissances attendues en Chine et aux Etats-Unis sont très supérieures à celles attendues en Europe, et plus particulièrement en France.

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, ...).

INFO NEWS (4/5)

⇒ Evolution du taux sans risques :

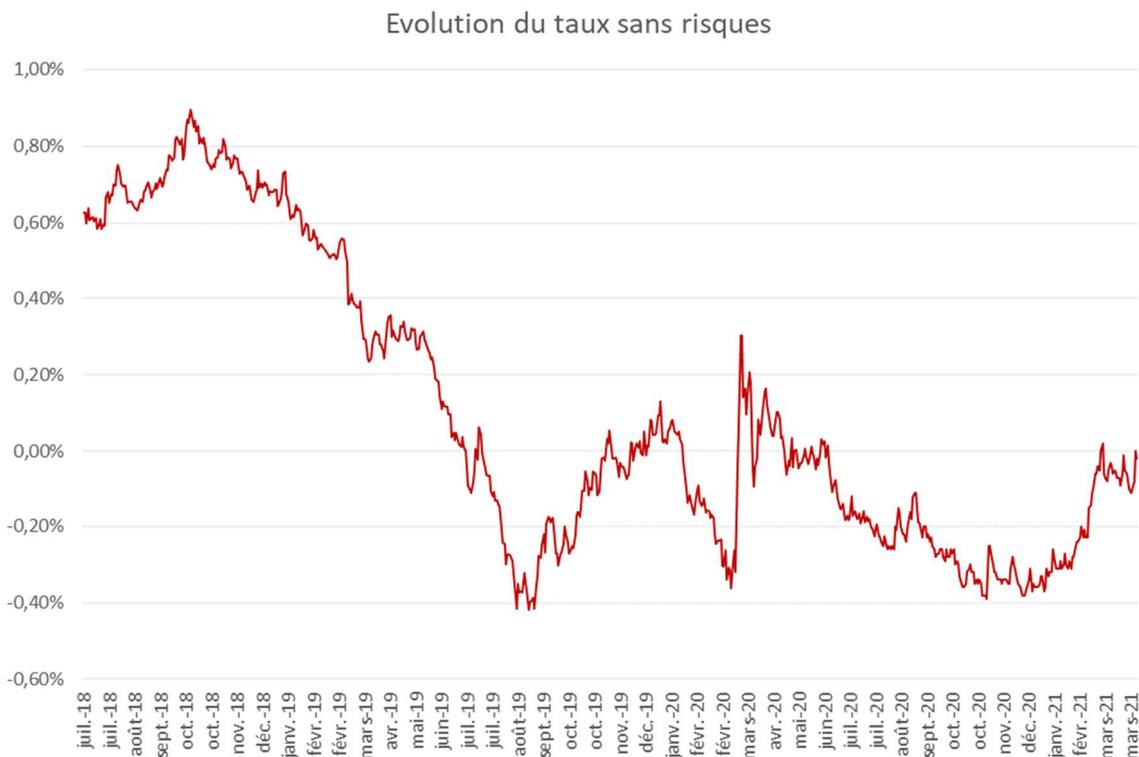
L'évolution du taux des OAT 10 ans est présentée dans le graphique ci-après.

Le taux des OAT se rapproche du territoire positif sur le 1^{er} trimestre 2021, du fait de tensions inflationnistes. Cette évolution nous rapproche d'une situation plus conforme à l'orthodoxie financière, le taux sans risque convergeant dans un monde « normal » vers le taux d'inflation.

Même si nous avons compris l'explication sur la situation ayant conduit à un taux négatif. Le principe même d'un taux négatif pour un taux sans risque est un non-sens dans un environnement qui n'a jamais été aussi incertain (= risqué), et dans un contexte où rares sont les entreprises (et jamais dans le cas de particuliers) à emprunter à des taux négatifs.

Cette situation est, rappelons-le, le fruit du « couplage » progressif depuis les 30 dernières années, entre la sphère financière et la sphère réelle. Ce couplage oblige les banques centrales à injecter massivement des liquidités, pour éviter l'effondrement de la sphère financière, qui par contrecoup, pourrait avoir un impact très négatif sur l'économie réelle. Il en résulte un effondrement des taux d'intérêt qui fait grimper les valeurs d'actifs, sans pour autant doper l'investissement au niveau auquel on pourrait s'attendre.

Source : Banque de France



INFO NEWS (5/5)

-Brèves News-

⇒ Space X, une société dont la valorisation part sur orbite :

Elon Musk n'en finit pas de nous étonner. Après Tesla, dont le parcours est extraordinaire dans tous les sens du terme, le développement fulgurant de la société SpaceX dont il est le fondateur, est encore une fois très impressionnant.

Toutes les recettes sont réunies pour expliquer ce succès impressionnant : un dirigeant visionnaire et qui part du principe que l'impossible est réalisable, une stratégie de conquête pour devenir le leader, un planning ambitieux, de moyens financiers colossaux, ..., et les soutiens qui vont bien.

En effet, le soutien du gouvernement américain multiforme (transfert de briques technologique par la NASA, contrats juteux avec le ministère de la Défense, ...) permettent à SpaceX de ressortir avec des prix de revient plus bas que ses concurrents (tout est relatif à ces niveaux de dépenses), et de remporter devant ses concurrents pourtant établis depuis longtemps de nombreux marchés liés aux lancements de navettes et autres satellites.

⇒ Un endettement stable des entreprises françaises, ..., mais une pression probablement accentuée sur les crédits fournisseurs :

Une étude de la banque de France a mis en évidence le fait que l'endettement net des sociétés françaises a légèrement dépassé les 1 000 mds €, mais n'a pas connu une forte explosion, comme on aurait pu le craindre.

Selon la BPI, seuls 5% des sociétés ayant demandé un PGE aurait actuellement de difficultés sérieuses pour le rembourser. Espérons que l'avenir leur donnera raison.

Nous avons compris que Bruxelles avait refusé que la France mette en place un nouveau moratoire généralisé (moratoire de 6 mois en 2020). C'est la raison pour laquelle les annulations de PGE seront décidées au cas par cas, selon la situation propre à chaque entreprise. Il est probable que le « guichet » pour les demandes d'annulation sera vite saturé, dès qu'il sera ouvert.

Rappelons que le débat ne se situe pas uniquement sur la capacité d'une société à rembourser leurs PGE, et plus globalement pas uniquement au niveau de capacités de remboursement de dettes bancaires.

En effet, de nombreuses sociétés dont le niveau d'endettement net de trésorerie s'est dégradé vont voire dès le dépôt de leurs comptes leur notation de crédit se dégrader. La conséquence sera dans certains cas la réduction des délais de règlement fournisseurs, qui générera une très forte tension sur le BFR. Rappelons qu'une réduction de délais fournisseurs de 30 jours, ou une demande de paiement comptant d'une partie de fournisseurs peuvent être très difficiles à gérer, même si certaines solutions peuvent être envisagées dans certains cas si les fournisseurs ont une situation financière très équilibrée (ex : l'affacturage inversé).

⇒ **Baisse du coût du risque :**

Les publications récentes des banques (Société Générale, Crédit Agricole, ...) ont mis en évidence une diminution significative du coût du risque crédit fin 2020.

⇒ **La Chine renforce les mesures contre les pratiques anti-concurrentielle dans la Tech :**

Après une amende record de 2,8 mds \$ infligée à Ali Baba, le gouvernement chinois a dans le collimateur la société Meituan, l'équivalent du Uber Eats chinois (notamment car la société impose aux commerçants une exclusivité). Ces mesures semblent relever plus de considérations politiques qu'économiques.

⇒ **Rétrospective sur la flambée du Bitcoin :**

Lors de la sortie de notre dernière Lettre Trimestrielle, nous avons constaté une envolée du cours du Bitcoin.

Au premier trimestre 2021, le cours du Bitcoin a dépassé les 60 000\$. Cette envolée a été permise par les annonces d'Elon Musk, patron du constructeur de voitures électriques haut de gamme Tesla, qui assurait la possibilité de se procurer un modèle Tesla en payant avec du Bitcoin. Cette annonce a entraîné un élan d'enthousiasme de la part de nombreuses entreprises pensant qu'elles aussi pourraient être réglées en Bitcoin.

Récemment, Elon Musk est revenu sur cette décision : il n'autorise plus d'acheter une Tesla avec du Bitcoin. Les raisons sont écologiques d'après la troisième fortune mondiale. En effet, le « minage » du bitcoin (miner une cryptomonnaie consiste à fournir un service au réseau de ladite monnaie en échange d'une récompense pécuniaire) est extrêmement polluant et énergivore. Cette annonce a porté atteinte à la capitalisation du Bitcoin et à son cours : le Bitcoin ne vaut « plus que » 40 000\$ aujourd'hui, soit une diminution de plus de 20 000\$ (1/3) en quelques jours.

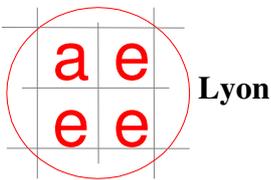
Le cas du Bitcoin et de sa volatilité sans précédent peut nous amener à réfléchir sur plusieurs points : verrons-nous l'avènement d'une crypto-monnaie « verte » qui se soucie de l'environnement. Et sur un plan plus économique pour les entreprises, est-ce une politique financière judicieuse de placer sa trésorerie sur le marché des crypto-monnaies, surtout si les grandes banques centrales vont créer leur propre monnaie virtuelle ?

⇒ **Shift Technology : nouvelle licorne française :**

Le 6 mai 2021, la société Shift Technology, spécialisée dans la détection des fraudes à l'assurance grâce à l'intelligence artificielle, a bouclé une levée de fonds de 220 mds de \$ qui valorise la start-up française à plus d'un milliard de dollars.

Ce nouveau tour de table porte à 320 millions de dollars le montant total des investissements dans Shift, qui a notamment comme clients l'assureur français Axa, le japonais MS&AD ou encore le hongkongais FWD Group.

Le cas de Shift Technology illustre parfaitement l'attrait des Français pour les start-ups. En chiffres, selon le baromètre EY, en 2020, 620 opérations de levées de fonds ont été réalisées au profit des start-up françaises, pour un montant de 5,5 milliards d'euros, soit une progression de +7% en valeur par rapport à 2019.



⇒ **Rapprochement Twitter et Clubhouse, projet avorté :**

Twitter aurait tenté de racheter la nouvelle plateforme de communication connectée Clubhouse pour près de 4 milliards de dollars.

Clubhouse est une nouvelle application de chat audio en direct. L'application propose des salons thématiques audio en direct. Elle a été lancée il y a tout juste un an et elle permet à ses utilisateurs de participer ou de créer des conférences audios en ligne que chacun peut rejoindre quand il le souhaite. Clubhouse est en pleine expansion et comptabilisait fin mars 2021 près de 13 millions de téléchargements sur l'App Store.

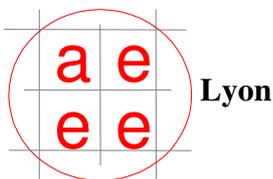
Le dirigeant de Clubhouse a refusé l'offre de 4 milliards de dollars de Twitter et il affirmait vouloir privilégier les levées de fonds pour se maintenir à flot et développer ses fonctionnalités.

Aujourd'hui, l'application doit faire face à une concurrence de plus en plus rude et agressive. En effet, Twitter a déjà lancé sa propre plateforme similaire : Twitter Spaces, Slack, Facebook et LinkedIn ont déclaré qu'ils travaillaient sur des options similaires pour leurs propres plateformes.

Il apparaît cependant un point d'inquiétude : sur quelles bases cette valorisation est-elle fondée ? Une valorisation de 4 milliards de dollars pour une entreprise qui selon les experts, ne maîtrise pas sa technologie, considérée par ailleurs comme non différenciante, et dont la rentabilité du business model est difficile à appréhender.

Le prix élevé intégrerait selon certains une prime permettant l'accès à une offre de services avant les concurrents. C'est une belle prime !!!

L'avenir nous dira si le dirigeant de Clubhouse a bien fait de refuser l'offre de Tweeter. D'autres auraient été tentés !



Rétrospective sur l'année 2020 – les impacts de la crise sanitaire sur les financements structurés d'opérations de LBO en région Auvergne Rhône Alpes

*Fabienne MARTINI
Responsable Corporate Finance – LCL Auvergne Rhône-Alpes
Interview de Christophe VELUT, Président A3E*

Preliminaire :

Le département financements structurés intervient sur des opérations de LBO concernant des PME et ETI, dont le CA s'élève au minimum à 10 m€ et dont le CA médian représente 60 m€.

Nous intervenons sur une trentaine d'opérations par an, dont 2/3 de LBO, et 1/3 de crédits syndiqués classiques.

⇒ [Question : avez-vous constaté un avant et un après covid-19 en matière d'opérations de LBO ?](#)

Réponse Fabienne Martini :

Nous avons eu une activité très forte en LBO de janvier à mars puis sur la mise en place des PGE de mars à juin 2020 (9 md€ accordés, représentant 43 000 prêts). Près de 60% des PGE sont des emprunts « de précaution ».

Nous avons constaté un arrêt brutal des prises fermes de mars à septembre, et un raccourcissement des process sur les LBO qui ont été signés pendant la crise.

Avant la crise sanitaire, les opérations de LBO concernaient une grande diversité de secteurs d'activité. De mars à juin, elles ont concerné essentiellement les secteurs épargnés par la crise (santé et hygiène, ESN, services aux entreprises, ...).

Les cédants sont devenus très vigilants sur le financement disponible de l'acquéreur.

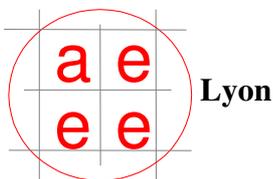
Les acquéreurs sont très attentifs à l'évolution du « current trading », à l'impact de la covid-19, et à la résilience de la cible face à la crise sanitaire.

⇒ [Question : avez-vous constaté une baisse des valorisations suite à la crise sanitaire ?](#)

Réponse Fabienne Martini :

Nous n'avons pas constaté de baisse des multiples de transaction depuis mars 2020. Les multiples constatés sont restés élevés, généralement supérieurs à 8X l'EBITDA.

Ils peuvent représenter jusqu'à 15X l'EBITDA dans certaines opérations : secteurs porteurs, sociétés en croissance, présentant des free-cash flows récurrents, résilientes face à la crise sanitaire, et agrégatrices dans leur secteur.



Il est important de souligner que les opérations portant sur des « pépites » avec des niveaux de valorisation très élevés ne sont pas représentatives du marché des transmissions de la région ARA.

Les fonds « ever green » ont la côte.

Par ailleurs, les mécanismes de « locked box » (prix de transaction figés à la date du SPA, absence d'ajustements du prix entre la date du SPA et la date du closing) se sont développées.

⇒ [Question : la covid-19 a-t-elle eu des impacts sur les négociations dans les opérations de LBO ?](#)

Réponse Fabienne Martini :

Le prix des transactions reste majoritairement basé sur des multiples d'EBITDA, car les opérations de LBO ont concerné après mars 2020 principalement des sociétés in boni présentes dans des secteurs peu affectés par la crise.

Nous avons constaté en 2020 un accroissement des offres préemptives, notamment sur les secteurs résilients.

Les négociations dans le cas des « pépites » sont généralement en faveur des cédants. Ainsi, il y a peu de négociations sur les valorisations. Les acquéreurs qui n'acceptent pas le prix demandé par le cédant ne sont pas retenus.

Nous avons également noté dans de nombreuses opérations que le process d'acquisition était arrêté si le prix de réserve n'était pas atteint.

Tendance qui perdure même pendant la crise : les acquéreurs ne souhaitent généralement pas que l'immobilier soit intégré dans la transaction.

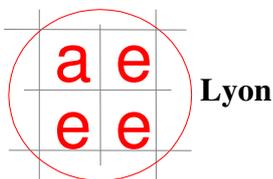
⇒ [Question : la crise sanitaire a-t-elle introduit des retraitements spécifiques dans la détermination des valorisations ?](#)

Réponse Fabienne Martini :

Nous avons vu apparaître avec la crise sanitaire une variante de l'EBITDA : l'EBITDAC (EBITDA avant / après covid).

Les acquéreurs sont attentifs à l'analyse des impacts de la covid-19 (impacts ponctuels ou pérennes, impacts positifs ou négatifs) sur l'EBITDA, mais également sur les flux de trésorerie nette.

Nous avons souvent constaté dans les valorisations une sous-pondération, voire une exclusion de l'année 2020.



⇒ [Question : quels sont les points d'attention des acquéreurs dans l'analyse des business plans présentés par les cédants ?](#)

Réponse Fabienne Martini :

Les acquéreurs sont attentifs à l'impact de la crise sanitaire sur le flux net de trésorerie généré en 2020, sur la réactivité du cédant face à la crise (en tant qu'approche crash test « in vivo »), et plus généralement sur la résilience du business model face à la crise de la covid-19.

Les acquéreurs mettent en œuvre une approche normative du BFR. Ils sont également vigilants à l'existence d'une réserve de trésorerie dans la cible.

Nous constatons que les hypothèses de rebond sont généralement optimistes.

⇒ [Question : la crise sanitaire a-t-elle eu un impact sur les offres d'acquisition ?](#)

Réponse Fabienne Martini :

Effectivement, nous avons noté plusieurs évolutions en 2020 dans le contexte de la crise.

D'une part, les compléments de prix sont devenus de plus en plus fréquents. Ils sont généralement basés sur les performances réelles 2020.

D'autre part, les managements packages sont de plus en plus demandés et généreux pour les cédants de la cible qui gardent une fonction de direction après l'acquisition.

En revanche, nous n'avons pas noté d'évolution significative concernant les garanties de passifs.

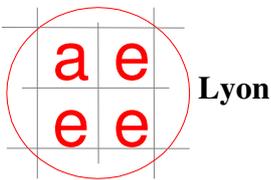
⇒ [Question : avez-vous constaté une évolution de la structuration du financement des opérations de LBO en 2020 ?](#)

Réponse Fabienne Martini :

Nous avons constaté une augmentation des apports en fonds propres sur les opérations de LBO, qui étaient fréquemment compris entre 40% et 50% avant la crise sanitaire, et qui représentent souvent 60% après la crise (en écho aux multiples élevés).

Nous avons également noté l'accroissement des parts in fine dans le financement des opérations de LBO, et l'apparition des tranches C et Unitranches (l'emprunt est remboursé lors de la sortie des fonds) sur des deals concernant le MidCaps.

Plus généralement, et malgré un environnement de taux qui reste bas, nous avons constaté un renchérissement des coûts globaux des opérations, notamment avec les tranches C.



⇒ [Question : avez-vous déjà constaté des tendances pour 2021 ?](#)

Réponse Fabienne Martini :

Nous constatons sur le 1^{er} trimestre 2021 que les niveaux de valorisation restent élevés.

Nous notons également une accélération sur les opérations de build-up, et des primes de taille induites.

Par ailleurs, nous voyons émerger des préoccupations sur les politiques de RSE à la fois chez les fonds d'investissement et chez les entreprises.

⇒ [Question : avez-vous d'autres commentaires ?](#)

Réponse Fabienne Martini :

Du point de vue du banquier, le fondamentaux perdurent.

En cas d'effet de levier élevé, il est important de préserver la capacité de la cible à générer de la croissance, et à saisir des opportunités. Les besoins de CAPEX et de financement des opérations de croissance externe (lignes confirmées ou non confirmées) doivent notamment être étudiées en même temps que les levées de fonds. Ce point est particulièrement important dans le cadre des LBO secondaires, tertiaires, voire quaternaires.

La mise en place de dettes in fine suppose que la cible puisse générer des cash-flows pour rembourser la dette sur la période, basés sur un BP qui doit être réaliste.

L'augmentation des taux longs constatés début 2021 nécessite de couvrir le risque d'évolution des taux sur 4-5 ans, au moins sur 60% de l'emprunt.

L'existence de Vendor Due Diligences ne dispense pas l'acquéreur de réaliser des Due Diligences, avec des points d'attention en particulier sur les évolutions du BFR et les CAPEX.

Face à des niveaux de valorisation élevés, il est important de connaître la stratégie de l'acheteur, et la capacité de sortie à terme (alternatives : nouveau LBO, cessions industrielles, IPO, ...).

La bonne connaissance des dirigeants qui vont mettre en œuvre la stratégie opérationnelle, mais également des moyens opérationnels (équipes, outil de production, ...), reste essentielle pour les banquiers qui interviennent dans le financement des opérations de LBO. Sur ce point central, la crise sanitaire a été un bon révélateur de la capacité des équipes à faire face par gros temps...

Impact d'un contexte inflationniste sur les valeurs d'entreprise

Eddy Bloy, Vice-Président A3E et Alain Marion, Trésorier A3E

A l'heure où l'on commence à parler d'un éventuel retour de l'inflation, nous avons voulu explorer quelles pouvaient être les conséquences d'un tel changement sur les valeurs d'entreprises. Il y a plusieurs façons d'aborder un tel problème. **Nous avons choisi ici de privilégier l'impact de l'inflation sur les paramètres prépondérant à l'évaluation des entreprises et par conséquent sur les valeurs qu'elles produisent.**

Nous pensons qu'il n'est pas inutile dans un premier temps de préciser un certain nombre d'éléments concernant le phénomène inflationniste proprement dit, avant d'aborder l'impact de celui-ci sur les valorisations, et enfin de s'interroger sur les possibilités de corriger ces impacts si l'on estime qu'ils sont de nature à perturber le calcul d'une valeur réaliste.

1- Rappel sur la nature de l'inflation

On ne peut parler d'inflation au sens strict du terme que si l'on est confronté à une hausse générale des prix des biens et services. Cette hausse générale des prix n'est évidemment pas homothétique, l'inflation produit donc des gagnants et des perdants.

On distingue généralement deux origines dans l'inflation : **l'inflation par les coûts et l'inflation par la demande** :

- *La première résulte d'une hausse d'un ou plusieurs éléments du coût de production des entreprises qui est répercuté sur les prix des produits : hausse du coût du travail, des matières premières, coût des capitaux...*
- *La seconde, l'inflation par la demande ressort d'un excès de la demande sur l'offre : hausse des revenus sans rapport avec l'accroissement de la productivité et/ou de la capacité de production de l'économie, libération brutale d'une masse d'épargne importante...*

Bien évidemment ces deux types de processus peuvent se combiner au cours du développement de l'inflation.

2- Situation actuelle de l'inflation en France et dans l'environnement international et perspectives à court terme.

Cela fait plusieurs années que la France ne connaît plus l'inflation : nous bénéficions d'un taux de hausse des prix nettement inférieur au taux de 2% qui est la cible de la BCE. Après 1,3% en 2019, l'inflation est estimée à 0,5% pour 2020, se situerait à environ 0,6% cette année et un peu au-dessus de 1% en 2021 et peut-être à 1,5% en 2022.

Au niveau de l'ensemble de la zone euro, les prévisions d'inflation, selon la BCE, sont du même ordre de grandeur. Au niveau de l'ensemble des pays développés, selon REXECODE, le taux d'inflation ne dépasse pas 1,1%. Nous sommes donc très loin d'un rebond significatif de l'inflation.

Pour autant, on ne peut totalement éliminer l'hypothèse d'un retour inflationniste :

- *D'abord, il existe une forte tension sur les coûts de certains approvisionnements, pensons à titre d'exemple aux matières premières ou aux semi-conducteurs, ce qui pourrait générer une amorce d'inflation par les coûts.*
- *Ensuite, on injecte beaucoup de liquidité dans les circuits économiques des pays développés. Pour l'instant, cet accroissement de la masse monétaire s'est traduit essentiellement par ce que l'on a appelé une inflation des actifs. Elle est sans doute partiellement à l'origine de la hausse des multiples qui se pratique dans le monde du private equity. On peut se demander si cette injection de monnaie couplée, désormais, à un réservoir d'épargne des ménages important ne pourrait pas se traduire par une tension sur le marché des biens et services et donc par un renforcement ultérieur de la demande. Le moindre des paradoxes ne serait pas que cette résurgence de l'inflation entraîne une hausse générale des prix et inversement une déflation de la valeur des actifs (éventuellement une baisse des multiples pourrait en être la conséquence).*

Pour l'instant, ce ne sont que supputations car de nombreux facteurs pèsent, en sens inverse, dans le sens d'une modération des coûts : les hausses de salaires sont très contraintes, les perspectives des politiques économiques post-covid, en Europe, risquent d'être beaucoup plus restrictives. On ne peut donc se prononcer clairement sur l'avenir mais au moins, n'est-il pas interdit aux évaluateurs de se tenir prêt à faire face à un bouleversement de leurs points de repères dans le domaine des prix.

3- Impacts de l'inflation sur l'évaluation

L'inflation n'est pas un phénomène neutre pour les résultats de l'entreprise. Par l'influence qu'elle est susceptible d'avoir sur ces derniers, l'inflation impacte la valeur des entreprises.

L'intensité de l'impact sera variable selon l'aptitude manifestée par l'entreprise pour répercuter les pressions subies au niveau des prix d'achat.

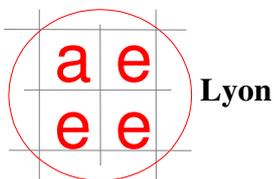
De même en raison de l'élévation des frais financiers qui dérive mécaniquement de celle des taux d'intérêt, le taux d'endettement est susceptible d'avoir une influence sur la valeur des entreprises.

Enfin le coût du capital, en raison de son mode de calcul, est lui aussi impacté par l'inflation via l'élévation des taux d'intérêt.

3-1. Sensibilité des résultats d'exploitation à l'inflation

Dans un contexte inflationniste, l'analyse doit se focaliser sur la sensibilité des résultats d'exploitation au regard des fluctuations des prix et des monnaies. L'accent doit être porté sur le différentiel entre l'évolution des prix de vente et celle des prix d'achat, sachant qu'il est rarement observé une identité entre la dynamique d'évolution des prix de vente et celle des coûts d'achats.

Dans cette perspective, la marge brute et la valeur ajoutée (définies comme la différence entre le chiffre d'affaires et les consommations de biens et services) s'avèrent les indicateurs pertinents pour évaluer le niveau de sensibilité des résultats d'exploitation par rapport aux marchés amont et aval de l'entreprise.



Ainsi, la marge brute synthétise le positionnement de l'entreprise à l'égard des marchés sur lesquels elle commercialise ses produits et auprès desquels elle s'approvisionne. La marge brute traduit l'impact des pressions subies au niveau des coûts d'achat et au niveau des prix de vente, sachant que ces pressions peuvent aussi résulter de turbulences monétaires susceptibles d'introduire une distorsion dans les rapports relatifs des prix de nature à engendrer une redistribution des positionnements des concurrents en présence.

La marge brute est donc l'indicateur pivot d'une entreprise évoluant dans un contexte inflationniste en apportant un éclairage irremplaçable sur la nature du rapport de force que l'entreprise entretient avec ses clients et ses fournisseurs, bref en permettant d'évaluer le pouvoir de négociation subi ou imposé avec les partenaires commerciaux de l'entreprise.

3-2. Sensibilité du résultat courant à l'inflation

L'inflation aura une influence différenciée sur le résultat courant, selon que l'entreprise est fortement ou faiblement endettée. En effet, l'inflation, qui se traduit par un ajustement à la hausse des taux d'intérêt, conduit à porter attention à la structure financière de l'entreprise en raison de l'effet multiplicateur de l'endettement sur le niveau du résultat courant dont dérive directement le bénéfice par action.

Soulignons que cette dimension a eu tendance à être quelque peu négligée ces dernières années en raison des taux d'intérêt négatifs.

3-3. Sensibilité du WACC à l'inflation

L'inflation via la hausse des taux d'intérêt impacte le coût de la dette et le coût des capitaux propres.

Le coût des capitaux propres est impacté via l'élévation de la rentabilité de l'actif sans risque traditionnellement appréhendée à l'aide du rendement des obligations de dette souveraine.

Cet impact qui se traduit par une élévation du coût moyen pondéré du capital serait de nature à avoir une influence négative sur les valeurs des entreprises dans l'hypothèse où les flux de liquidité ne connaîtraient pas une croissance de nature à les protéger contre les conséquences d'une actualisation réalisée à l'aide d'un taux en augmentation.

D'où l'importance de l'analyse du « pricing power » de l'entreprise que nous avons développé ci-avant.

4- Contrecarrer les effets de l'inflation sur l'évaluation

Il n'est pas nécessairement utile de chercher systématiquement des méthodes permettant de corriger des effets inflationnistes, soit parce que ce n'est pas nécessaire, soit parce que cela peut se révéler particulièrement complexe avec la perspective d'un résultat incorporant une telle part d'arbitraire que sa pertinence en serait affectée.

Cependant, dans certains cas, les distorsions introduites par les hausses appelleront des corrections permettant de rapprocher la réalité de l'évaluation de l'économie réelle.

Pour cerner la nécessité de procéder à de telles corrections, il n'est pas inutile de revenir sur quelques considérations générales concernant le processus inflationniste, avant de les intégrer dans le cadre des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre.

4-1. Examen préalable du contexte inflationniste

=> Le niveau de l'inflation

Stricto sensu, l'inflation commence dès que le rythme de croissance annuel des prix est supérieur à 0.

A dire vrai, compte tenu de l'imperfection de nos indices de prix, un taux de croissance annuel des prix de 1% peut aussi bien s'interpréter comme une absence d'inflation, voire une légère déflation que comme une inflation faible.

On convient actuellement de ne pas s'inquiéter de la hausse des prix tant qu'elle est inférieure à 2% l'an. Une inflation de 3 ou 4% l'an n'est pas vraiment de nature à perturber sérieusement les résultats d'une évaluation.

Au-delà, c'est plus problématique. Cela deviendra d'autant plus problématique que l'inflation s'accompagne d'une déformation du système de prix conséquente.

=>La déformation du système de prix

Comme nous l'avons déjà dit, l'inflation tend à faire des perdants et des gagnants.

En effet, les entreprises qui jouissent d'un positionnement sectoriel leur permettant de répercuter sur leur prix la hausse de leurs coûts voire d'anticiper que celles-ci seront gagnantes par rapport aux entreprises ne bénéficiant pas de la même position.

Les avantages de la position sectorielle, de ce point de vue, dépendent non seulement du produit ou du service lié au secteur, mais également de l'incidence de la concurrence étrangère singulièrement si le différentiel d'inflation n'est pas favorable aux entreprises nationales.

En tout état de cause et indépendamment de toutes considérations sectorielles, les entreprises ayant su créer des marchés de niche et bénéficiant, à ce titre, de positions monopolistiques, seront privilégiées que le contexte soit inflationniste ou pas. Peut-être ce dernier leur permettra-t-il des ajustements de prix plus audacieux que ceux pratiqués dans un contexte de stabilité des prix.

4-2. Correctifs propres aux méthodes analogiques

Fondamentalement, les méthodes analogiques reposent sur des comparaisons en termes de multiples, de plus en plus désormais en termes de multiples d'EBITDA.

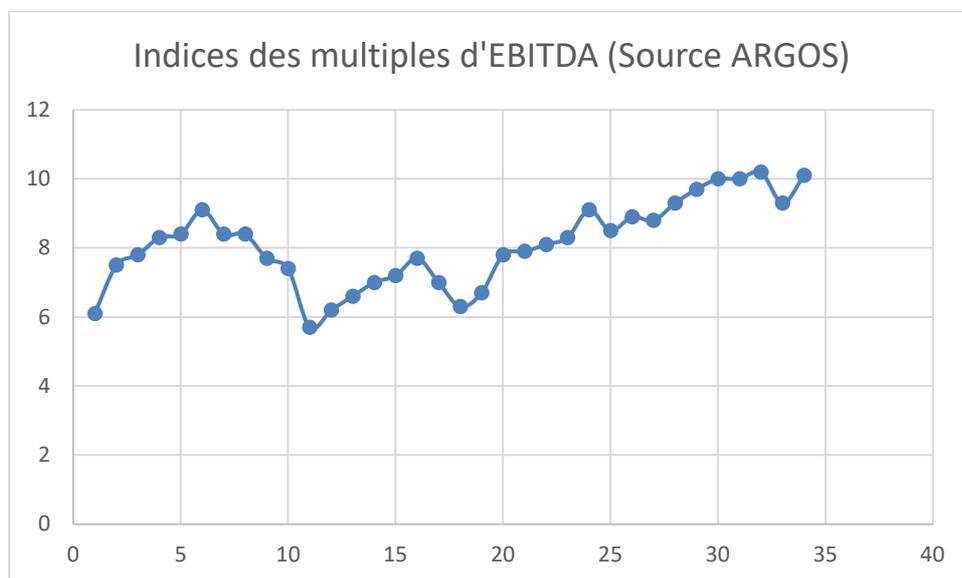
S'agissant du dénominateur du multiple, il est clair que l'inflation peut influencer, soit par le biais de la composante résultat, soit par celui de la composante amortissement, les deux n'étant pas, d'ailleurs affectés par la même dynamique en période de hausse de prix.

Les valeurs qui constituent les dénominateurs sont également susceptibles d'être perturbées par les tensions inflationnistes.

N'oublions pas non plus qu'il existe une variable « muette » prise en compte dans ces multiples, à savoir le taux de croissance espéré à long terme. Ce dernier peut être impacté par les anticipations d'inflation dans la longue durée.

Saisir l'impact d'une tendance inflationniste sur les multiples suppose un examen attentif de séries chronologiques longues incluant donc des périodes sans inflation afin de détecter si l'on constate des inflexions de tendance au moment de l'installation d'un paysage inflationniste.

Cependant, la corrélation entre une modification de tendance et l'inflation n'implique pas nécessairement une relation de cause à effet. A titre d'exemple on peut reprendre la série chronologique des indices ARGOS de multiples d'EBITDA au niveau européen.



Cette courbe a été établie sur la base de 40 semestres (2004-2020, on peut voir la date et le niveau de multiples d'EBITDA en pointant le curseur sur la courbe), il s'agit donc d'une série de données qui s'inscrivent dans le long terme et constituent avant tout l'évolution d'un indice.

Jusqu'au premier semestre 2009, nous avons affaire à une allure cyclique, mais depuis cette date ; on est clairement confronté une tendance haussière que l'on pourrait identifier par un ajustement statistique ou par un lissage type moyennes mobiles, par-delà les contingences de court terme.

Partant de ces constatations d'évidence, on infère plusieurs remarques :

- *Cette longue période a été marquée par une faible ou une absence d'inflation : en faisant simple, de 2002 à 2010, le taux d'inflation dans la zone euro est de l'ordre de 2%/an et de 1% sur la décennie suivante (soit moitié moins).*
- *En dépit de cette quasi-absence d'inflation, les EBITDA connaissent des mouvements dont les causes sont à rechercher aussi bien dans d'autres domaines de la macro-économie, que de la méso-économie (mouvement des taux d'intérêts, politique monétaire, raréfaction relative d'entreprises cibles face à une demande croissante des investisseurs ou des industriels, etc...).*

A contrario, cela implique que l'observation de mouvements qui pourraient survenir en cas d'arrivée d'une période inflationniste ne pourrait être rattachée de façon univoque à ce seul élément.

Pour qu'un changement de tendance puisse être clairement rattaché à la hausse générale des prix, il faudrait que celle-ci soit rapide, importante, et que des infléchissements de courbe se dessinent dans une quasi-concomitance.

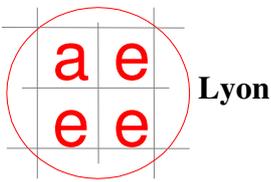
- *Par ailleurs, face à ces éventuels infléchissements, il faudrait également se poser la question du point de référence à adopter dans les données mises en évidence par une telle courbe.*
- *Ces références peuvent être factuelles, c'est-à-dire se référer aux éléments fournis par les données passées telles que moyenne des valeurs sur les 5 ou 10 dernières années, palier haut, selon l'entreprise à évaluer.*
- *Si ces références factuelles ne paraissent pas pertinentes, on peut avoir recours à des normes de comparaison : quels multiples devrait-on observer compte tenu des taux de rendements attendus sur le capital ainsi que du taux de croissance sectoriel à long terme.*

4-3. Correctifs propres aux méthodes fondamentales

Nous ne nous arrêtons que sur la méthode DCF, car la méthode patrimoniale ne pose de problème que pour autant qu'elle est corrigée par un calcul de goodwill, la détermination de ce dernier pouvant éventuellement soulever des difficultés de même nature que celles relevant de la mise en œuvre de la méthode DCF.

S'agissant de cette dernière, on pourrait penser qu'elle s'immunise d'elle-même contre les effets de l'inflation pour la raison suivante : les projections des flux de trésorerie intègrent un effet prix qui sera d'autant plus important que l'inflation sera violente.

Mais cet effet prix qui a un effet positif sur la valeur, est contrebalancé par la hausse du coût moyen pondéré des fonds qui résulte mécaniquement de l'inflation puisque les taux d'intérêt sont gonflés du montant actuel et/ou anticipé du taux d'inflation.



Cependant, la réalité peut être un peu plus complexe et appeler des mesures correctrices. Ces corrections touchent aussi bien les prévisions de flux de trésorerie que la détermination du WACC.

S'agissant du premier point, si l'inflation est vraiment très forte et tend à s'accélérer, on aura tout intérêt à veiller à ce que les business plans proposés opèrent, concernant notamment les prévisions de chiffres d'affaires et certaines prévisions de coûts, la distinction entre évolution des volumes et évolution des prix.

Si tel n'est pas le cas, on fera opérer cette distinction, de façon à vérifier si les chiffres proposés sont en cohérence avec les volumes et les hausses de prix que l'on peut anticiper.

Il ne faut pas oublier que l'inflation peut masquer, derrière des accroissements anticipés de chiffre d'affaires, une baisse des volumes qu'il conviendra d'analyser, notamment pour déterminer la prime de risque qu'il faudra intégrer dans le taux d'actualisation.

Si les prévisions ont été faites en décomposant prix et volumes en retenant un taux d'inflation constant dans le futur, il faudra également s'assurer que ce taux incorpore un certain montant d'inflation anticipée et ne se fonde pas sur la seule inflation passée.

Comme nous l'avons dit précédemment, le taux d'actualisation incorpore, *de facto*, une « prime d'inflation » via le niveau des taux d'intérêt. Cependant, le taux d'inflation incorporé dans le coût moyen pondéré des fonds de l'entreprise peut être loin de neutraliser les effets prix incorporés dans les flux de trésorerie pour deux raisons :

- *D'abord parce que le taux général d'inflation est parfois très éloigné de l'impact de la hausse des prix et des coûts subis effectivement par l'entreprise.*
- *Ensuite parce que la composante coût des capitaux propres du WACC de l'entreprise est affectée par l'inflation, selon un quantum qui n'est pas en cohérence avec ce qu'incorpore la composante coût des fonds empruntés.*

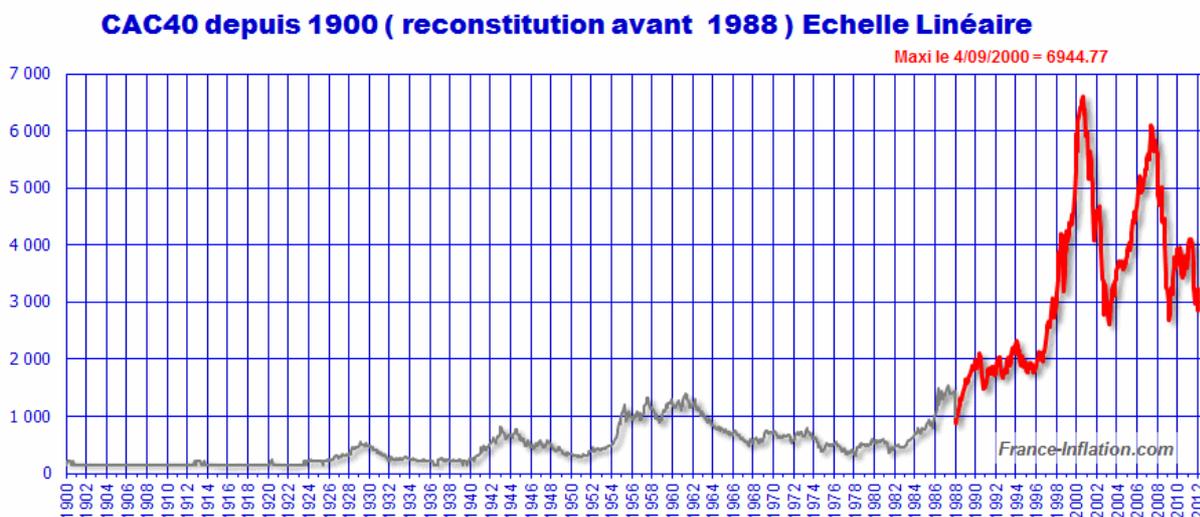
La situation de chaque entreprise devrait alors être considérée au regard de ces deux remarques afin de déterminer si le WACC doit contenir une prime de risque supplémentaire spécifique ou si, au contraire, sa prime de risque doit être allégée pour ne pas trop pénaliser la valeur.

Conclusion

Pour les évaluateurs qui ont le triste privilège d'avoir eu une carrière suffisamment longue pour avoir connu les périodes de forte inflation, ce qui est le cas de l'un des auteurs, qu'il nous soit permis d'évoquer une impression qui ressort plus du « ressenti » que de l'expérience statistique rigoureusement documentée.

Il ressort de cette observation de terrain la nette sensation que l'on utilisait des multiples nettement moins élevés dans les périodes de forte inflation du début des années 1980 que dans la période contemporaine où l'inflation est quasi nulle.

On pourrait corroborer cette « sensation » par un regard sur la courbe suivante :



Le CAC reconstitué dans la fin des années 70 et le début des années 80 est à des niveaux particulièrement faibles. Il est rarement descendu en dessous de 3000 points depuis le début des années 2000.

Pour être concret le PE moyen entre 1974 et 1983 est de 7,87. En 1981 on a un PER de 6,2 et un taux d'inflation de 13,6% ! Si l'on songe aux PER qui sont depuis longtemps, dans les périodes récentes, à deux chiffres, l'écart est considérable.

De là à affirmer qu'un retour d'un taux d'inflation élevé ferait chavirer les valeurs d'entreprises, il y a un grand pas qu'il vaut mieux prudemment ne pas faire.

Il n'empêche que les risques d'un brutal retour de tendances sont bien présents quand on songe aux multiples vertigineux auxquels se font certaines acquisitions actuellement.

Quels impacts des incertitudes liées aux pénuries sur les évaluations ?

*Christophe VELUT
Président A3E – Directeur Général Advolis Orfis*

L'augmentation du prix des matières intervient dans un contexte où les prix avaient souvent baissé après le début de la crise sanitaire en 2020.

En effet, après une baisse souvent comprise entre 20% et 50% au printemps 2020 suite à la crise sanitaire (et même si la baisse n'avait pas duré très longtemps), les prix ont fortement augmenté fin 2020 / début 2021. Ainsi, le prix du bois avait été divisé par 2 début 2020, pour être ensuite multiplié par 4 en 2021. Certaines matières premières ont dépassé leurs plus hauts niveaux historiques (ex : le cuivre).

Ces très fortes progressions sont liées en grande partie au rebond post-covid, mais pas uniquement : elles sont liées également à de tensions géopolitiques, qui ont contribué à limiter les exportations (ex : EU / Canada ; EU / Chine ; Chine / Australie ;...), à des événements météorologiques (Brésil Japon,...), à la politique de certains consortiums (ex : dans le pétrole) qui ont influé sur les cours, ...

L'inflation est liée à de pression très « court termistes », mais il ne faut pas ignorer les tendances structurelles (transition énergétique, évolution structurelle du circuit des approvisionnements, ...). L'ampleur du rebond a accentué les évolutions structurelles, qui étaient pourtant initiées avant la crise sanitaire.

Assistera -t-on à un supercycle de hausse des MP comme pendant la période 2006-2014 ? Selon certains experts, cette hypothèse de hausse structurelle n'est pas à ce jour confirmée, ..., même s'ils n'excluent pas que certaines hausses se prolongent.

Les informations qui nous viennent des entreprises sont en effet édifiantes :

- pénurie de matières premières, mais pas uniquement en matière de semi-conducteurs, et pénurie de main d'œuvre. Cette pénurie peut conduire à arrêter des ateliers dans des secteurs très différents (ex : secteur automobile, fabrication de vélos électriques,...) du fait de la pénurie d'un seul composant (ex : roulements à bille,...), bien que le carnet de commande soit rempli,
- augmentation forte du prix de la matière première. Exemples : progression de 30 à 40% du prix de l'acier,..., augmentation qui n'est pas finie selon certains experts,
- augmentation du coût des autres commodités et du fret entre 3 et 5X,
- délais de fabrication en Chine qui doublent,
- fournisseurs chinois qui demandent des acomptes plus élevés à la commande, alors que les délais de fabrication augmentent,
- arbitrage de certains fournisseurs selon les secteurs d'activité,
- le coût de couverture contre les variations du prix de matières premières a fortement augmenté.

Cette situation a mis à mal les partisans des flux tendus et du « zéro stock ». Les grands bénéficiaires de la reprise sont en effet ceux qui ont :

- *une politique de stockage forte,*
- *une politique de diversification de leurs fournisseurs,*
- *une politique de très grande flexibilité de leur gestion, notamment en termes de main d'œuvre,*
- *une politique contractuelle permettant de répercuter variations de tarifs des matières premières, hausses ou baisses.*

... et plus globalement, les moyens financiers de cette stratégie (notamment en matière de financement du BFR).

Le risque global est donc en forte progression pour les sociétés concernées par ces impacts.

L'augmentation des stocks est donc incontournable dans de nombreux cas,..., ce qui pose un problème dans le contexte actuel de sortie de crise, notamment pour les sociétés dont la notation a été dégradée sur la base des comptes 2020.

La question n'est pas : faut-il avoir peur de l'inflation du prix des matières premières, mais comment gérer la pénurie et l'augmentation de prix ?

Les évaluateurs doivent intégrer ces nouvelles incertitudes dans leur démarche d'évaluation, et identifier les mesures que l'entreprise peut mettre en œuvre :

- ***augmentation du prix d'achat des MP et du coût du fret :***
 - existe-t-il d'autres alternatives d'approvisionnement moins onéreuses (notamment via une relocalisation),
 - est-il possible de réaliser des économies sur la fabrication pour compenser des hausses du prix des matières premières,
 - est-il possible de répercuter les hausses de MP sur les prix de vente (ex : signature d'avenants,...), au regard notamment de la stratégie des concurrents,
 - est-il possible de se couvrir à un coût acceptable ?
 - ...
- ***pénurie des matières premières :***
 - existe-t-il d'autres fournisseurs, notamment localisés plus proches,
 - est-il possible d'augmenter le niveau des stocks, et de financer cette augmentation,
 - est-il possible de revoir le processus de fabrication, pour avoir plus de flexibilité (ex : sous-traitance,...),
 - ...

L'analyse n'est pas facile pour plusieurs raisons : quelle hausse future probable du prix des MP (il est probable que l'inflation se stabilise, dès lors que les niveaux de croissance se stabilisent également), quel timing pour la mise en œuvre des mesures, quelles possibilités de refacturer aux clients une partie de la hausse,... Dès lors que ces éléments sont structurants, il est essentiel que les hypothèses clés soient clairement identifiées dans les rapports d'évaluation.

Flash infos / actualités en matière d'évaluation

Christophe VELUT
Président A3E – Directeur Général Advolis Orfis

[=> Suite de l'article sur la réévaluation libre de la lettre A3E précédente :](#)

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

A ce jour, il convient d'être prudent, car nous attendons à la fois des précisions de l'ANC sur certains points concernant la comptabilisation des écarts de réévaluation, mais également un BOI de l'administration fiscale. Des précisions sont notamment attendues concernant les réflexions de certains groupes pour contourner l'interdiction de réévaluer les actifs incorporels par des solutions de filialisation.

Rappelons que les sociétés ont 3 années pour réévaluer leurs actifs corporels et financiers, mais qu'elles ne peuvent le faire qu'une seule fois.

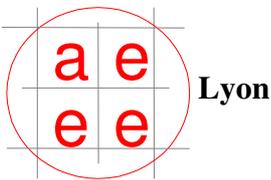
[=> Actualité fiscale sur les problématiques liées à la prise en compte de la crise de la covid-19 sur les évaluations :](#)

L'OCDE a sorti le 18 décembre 2020 un Guide sur les conséquences de la pandémie de Covid-19 en matière de prix de transferts. Ce guide a été approuvé par les 137 membres du Cadre inclusif du BEPS et du G20. Ce guide illustre et clarifie l'application pratique du cadre de pleine concurrence face aux défis de la crise sanitaire.

A notre connaissance, l'administration fiscale française n'a pas publié de recommandations dans des fiches pratiques ou dans un avenant à son guide d'évaluation.

Certains dirigeants souhaitent profiter du contexte de la crise sanitaire pour effectuer des donations, notamment de titres, à des prix très décotés, parfois inférieurs à l'actif net du groupe. Même si le principe n'est pas exclu, il convient d'être prudent, notamment pour les groupes dont le poids des goodwill et des actifs incorporels est très faible, ou dont les règles comptables, en particulier concernant l'amortissement des actifs corporels, sont très prudentes.

Nous reviendrons plus en détail dans la prochaine lettre sur l'actualité fiscale.



=> Actualité en matière de tests de dépréciation :

Une littérature très fournie a été éditée sur le thème des tests de dépréciation (CNCC, AMF, ...) dans le contexte de la crise sanitaire, avec dans certains cas le pragmatisme comme maître mot.

C'est ainsi qu'en pratique, et avec du recul, il n'y a eu ni évolution des textes français et internationaux, ni moratoire sur l'application des textes et le pragmatisme n'a pu être mis en œuvre que dans le respect strict de la réglementation comptable.

Toute la question reste donc de savoir si le pragmatisme érigé en maître à l'occasion de la crise se retrouvera dans les publications et dans d'éventuelles évolutions des normes comptables.

Nous publierons dans la prochaine lettre A3E la synthèse d'une étude sur l'impact de la crise sanitaire sur les tests de dépréciation. Sans anticiper la synthèse de cette étude, il semble :

- Qu'il n'y ait pas eu d'augmentation significative générale des wacc, et notamment pas d'application d'une prime de risque covid,
- Que les taux de croissance à l'infini ont été généralement stables.

La norme IFRS 16 fait encore des victimes. L'analyse peut en effet conduire à déprécier des actifs liés aux droits d'utilisation, notamment lorsque les locaux sont non utilisés, en l'absence de juste valeur identifiée, et/ou de valeur d'utilité liée à des possibilités de sous-location.

La plupart des groupes ont réalisé leurs tests de dépréciation en normes IFRS 16 sans retraiter les contrats de location IFRS 16 (hors contrats de location financement), ni au niveau des prévisions, ni au niveau des wacc, conformément aux recommandation d'A3E depuis plus de 2 ans, et plus généralement conformément aux pratiques de évaluateurs.

=> Evolution des méthodes d'évaluation et des agrégats utilisés, dans le contexte de la crise sanitaire :

Les méthodes les plus utilisées en évaluation restent sans surprise les méthodes des DCF et des comparables. Nous n'avons pas vu émerger de nouvelles méthodes, ni de développement de méthodes peu utilisées, telles que les méthodes optionnelles.

L'agrégat le plus utilisé reste l'EBITDA, avec une variante liée au covid-19, l'EBITDAC (EBITDA avant covid-19, cf. interview présentée dans la présente lettre).

Concernant les méthodes utilisées différents points de vigilance nouveaux sont présentés ci-après :

- *Prise en compte, dans les sociétés concernées, du risque lié à la pénurie de matières premières, voire de main d'œuvre, et aux difficultés liées au fret, à la fois au niveau de l'EBITDA (forte augmentation des coûts), et du BFR (forte augmentation des stocks).*

- Modalités de retraitements des impacts de la covid-19. Certaines transactions se font en retraisant de manière significative, voire en excluant 2020 de leurs calculs. Chaque situation est particulière, cependant, la prise en compte des impacts de la crise sanitaire est un élément très structurant, qui doit être argumenté dans la démarche d'évaluation.

Exclure totalement 2020, dans un contexte où 2 confinements sont intervenus depuis, nous semble souvent peu adapté, et dépend des différentes situations. Il existe ainsi des situations très différentes, selon que la crise a fait apparaître de nouvelles orientations structurelles, a entraîné un simple décrochage conjoncturel (avec un rebond déjà constaté), ou si la crise a accéléré une situation préexistante. En cas de retraitement de l'année 2020, le retraitement doit être analysé lorsque l'impact a été négatif, mais également dans les cas où l'impact a été très positif (ex : e-commerce, ...),

- Progressions attendues sur l'horizon explicite, lorsque la crise a eu un impact négatif ET positif, dans la mesure où il est peu probable dans de nombreux cas, que des taux de croissance constatés, pouvant dépasser 300% sont difficilement tenables durablement, ..., surtout dans le contexte de forte pénurie rappelé ci-dessus ... Les évolutions (rebonds, ...) sont-ils réalistes en termes de CA, de rentabilité, d'investissements de BFR ?
- Compte tenu des incertitudes qui restent très élevées, il sera généralement utile de mettre en œuvre différents scénarii considérés comme probables par la direction, la valeur ne sera pas forcément plus juste mais elle sera mieux justifiée.
- Cohérence du flux de la valeur terminale, notamment lorsque le flux est très supérieur ou inférieur au flux déterminé avant la crise sanitaire.
- Sélection de l'échantillon de transactions comparables, dans le cas où il y a eu peu de comparables pendant la période de crise sur de nombreux secteurs et où il est difficile de retenir des multiples pré crise Covid, issus de transactions qui n'avaient pas anticipé un tel évènement.