

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Lettre trimestrielle n°33 – 2^{ème} trimestre 2021

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- La crise de la covid 19
vue par CAPITEM
Partenaires
Page 9
- Rétrospectives des
pratiques observées
en matière de tests
de dépréciation
Page 14
- Evaluation des start-
up et normes IFRS ne
font pas toujours bon
ménage
Page 20
- Flash-infos / actualités
en matière
d'évaluation
Page 22

perplexe

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.

2021 est l'année des records : succession de records dans le cadre des jeux olympiques, records des indices boursiers (le CAC 40 est proche de son record de septembre 2000) , records dans les performances semestrielles de certains groupes, notamment bancaires,...), records dans les multiples de valorisation,... Même si les performances semestrielles sont à pondérer par un 1^{er} semestre 2020 très affecté par la crise sanitaire (le CAC 40 a presque doublé entre le point bas de mars 2020 et le 30 juin 2021), les niveaux élevés des marchés s'inscrivent dans un contexte de retour à la croissance, de taux bas, de soutien quasi inconditionnel des banques centrales, de validation des plans de relance par les Etats,.. ;

En parallèle de cette situation euphorique, il y a toujours la crise sanitaire avec une 4^{ème} vague après plus d'un an et demi, les incertitudes de plus en plus forte liées au ralentissement de l'économie chinoise, aux matières premières (rupture d'approvisionnement, fortes augmentations des prix des matières premières), les endettements à l'infini des banques centrales, la dimension environnementale présente partout, mais difficile à intégrer..., et plus récemment, le retour des risques géopolitiques avec les troubles en Afghanistan. Ces incertitudes qui divisent encore les spécialistes, n'ont pas entamé sur le 1^{er} semestre et le début du 2nd semestre le moral des investisseurs et leur appétit pour le risque. Quoiqu'il en soit, et malgré les batteries d'indicateurs et la puissance des algorithmes, l'interprétation des signaux est plus que jamais difficile.

L'augmentation des taux sans risques constatée sur le 1^{er} semestre 2021, qui nous paraissait pourtant logique et justifiée (au niveau constaté), a été de courte durée : les taux ont rebaisé depuis la fin du 1^{er} semestre.

L'inflation a certes augmenté, mais les critères d'une inflation « négative » sont loin d'être atteints. Les taux d'inflation restent inférieurs notamment au taux de croissance des économies.

En revanche, l'inflation des actifs financiers et immobiliers continue de progresser. Un réajustement à la baisse des niveaux de valorisation de ces actifs, même si elle ne serait pas illogique, n'est toujours pas constatée.

Comme indiqué précédemment, un réajustement serait salutaire et permettrait de retrouver plus de cohérence dans les équilibres entre les agrégats économiques et financiers tels que nous les connaissions avant la crise sanitaire.

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, qui semblent immunisés contre les risques:

Le CAC 40 a continué à monter sur le 1er semestre 2021, pour atteindre un niveau record.

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



Source : abcbourse.com

Ce record est en ligne avec la progression des performances des entreprises, avec le record des valorisations des sociétés non cotées (cf. indice Epsilon ci-après), et dans le contexte où les taux sans risques sont toujours aussi bas (cf. ci-après),..., et les liquidités toujours aussi élevées. Cf. édito.

Des échéances importantes sont prévues fin août / début septembre (conférence de Jackson Hole, annonce des banques centrales concernant leur politique de rachat d'actifs, statistiques sur le marché de l'emploi américain),...

Les décisions qui seront prises sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur les marchés. La réalité est plus complexe, et confrontée aux paradoxes habituels : soit les chiffres économiques sont bons, et les marchés pourraient être effrayés par l'évolution des politiques des banques centrales en matière de rachats d'actifs (risque de baisse), soit les signaux économiques ne sont pas bons, et les marchés pourraient être « rassurés » par le maintien de la politique de taux bas des banques centrales.

Il reste aussi toujours difficile de se positionner sur des tendances.

- **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 :**



Les indices de volatilité, qui avaient explosé pendant la crise sanitaire en 2020 (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 (pour mémoire, il s'élevait à 14% fin 2019), continuent de baisser :

Fin décembre 2020 : 23%

T1 2021 : 37,21 % atteint le 27/01/2021

T2 2021 : 27,59 % atteint le 12/05/2021

Pour information, la prime de risque dite « Covid » utilisée par certains experts jusqu'à 3 points en mars/ avril 2020, redescendue à moins de 1 point en juin 2020, n'est pas réellement apparue fin décembre 2020, et n'est plus évoquée sauf cas exceptionnels au 30 juin 2021. 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 économiques qui restent très élevées, l'exercice de mise à jour des prévisions et des guidances annoncées au marché 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, avec un niveau des indices boursiers au plus haut, après une chute (courte) au démarrage de la crise du covid entre mars et juin 2020.

Le tableau ci-dessous met en évidence une stabilité quant à l'évolution des indices boursiers selon les places boursières :

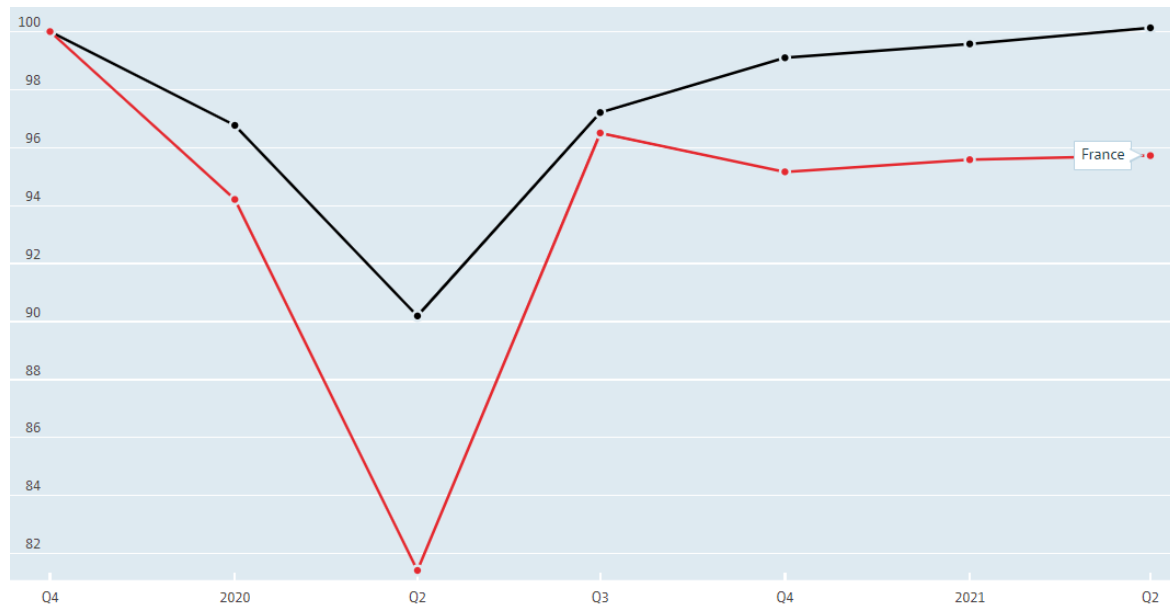
Pour rappel

	Evolution des indices boursiers au 31 mars 2021 depuis le 1^{er} janvier 2021	Evolution des indices boursiers au 30 juin 2021 depuis le 31 mars 2021	Moyenne des variations sur le mois de juin 2021
S&P 500	5,8%	0,1%	0,1%
France - CAC40	9,3%	0,1%	0,0%
Allemagne - DAX	9,4%	0,1%	-0,1%
Espagne – Ibex 35	6,3%	0,0%	-0,2%

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 02/09/2021

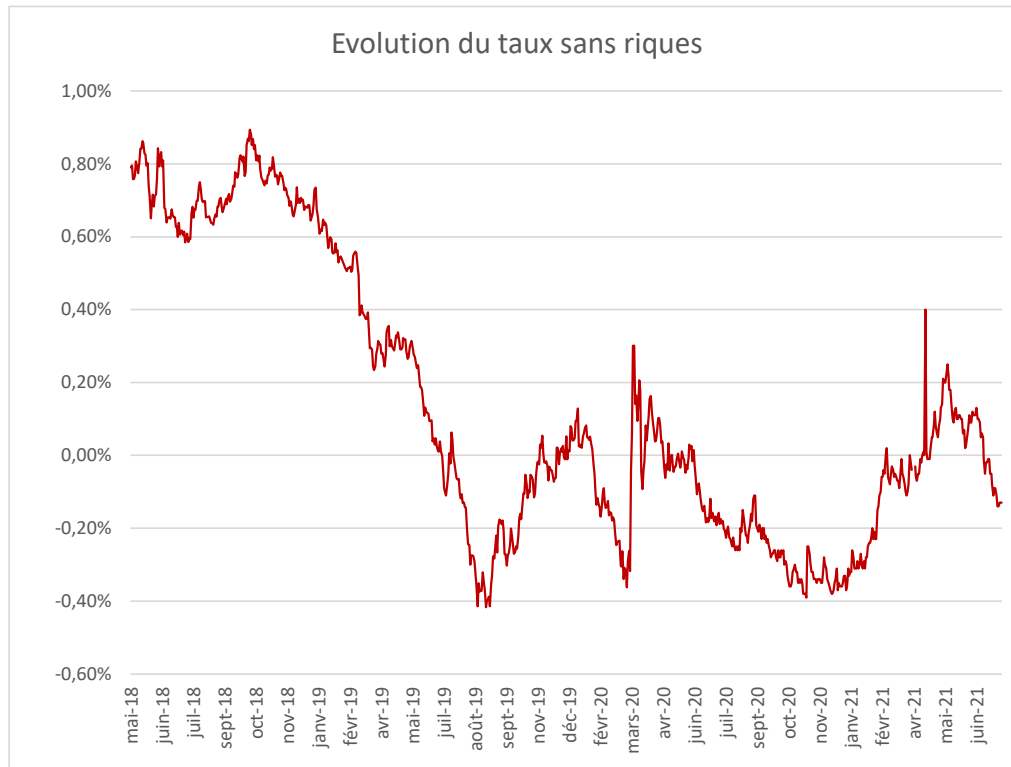
La courbe noire représente l'évolution du PIB mondial

La courbe rouge représente l'évolution du PIB France

INFO NEWS (3/5)

⇒ Evolution du taux sans risques :

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



Source : Banque de France

Après une augmentation des taux sans risques sur le 1^{er} semestre 2021, cohérente avec l'évolution des risques sur cette période, et notamment des tensions inflationnistes (cf. édito) - situation plus conforme à l'orthodoxie financière, le taux sans risque convergeant dans un monde « normal » vers le taux d'inflation. Les taux sans risque sont repassés en territoire négatif.

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.

Il convient toutefois de suivre avec attention l'évolution des banques centrales, notamment américaines et européennes, concernant la politique de rachat d'actifs, qui pourrait se traduire par une augmentation des taux, si les bons niveaux de taux de croissance et de taux de chômage se confirment.

INFO NEWS (4/5)

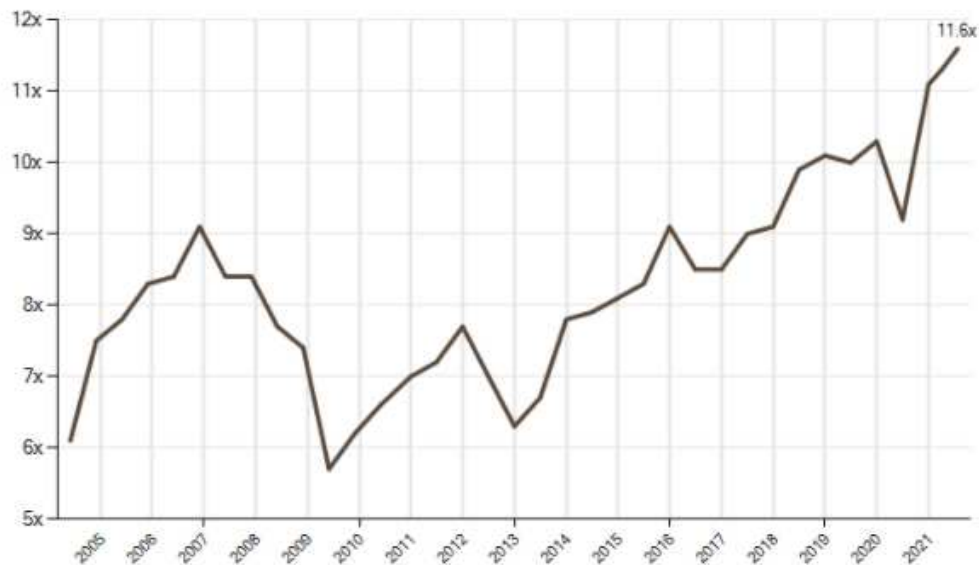
-Brèves News-

=> Indice Argos :

Alors que le multiple médian (à lire tel un indice) de transactions sur le non coté avait baissé sur le 1^{er} trimestre 2020, ce qui était cohérent avec la baisse du marché du M&A avant crise de la covid, l'indice a eu une progression spectaculaire depuis mi 2020, pour atteindre des records historiques, mais sur un nombre de transactions en baisse et une polarisation sur certains segments de marché et d'entreprises, avec notamment un effet taille encore plus important.

Indice Argos Mid-Market

Evolution of the EV/EBITDA historic, 6 months rolling basis



Source: Epsilon Research / Argos Mid-Market Index

— Argos Mid-Market Index

INFO NEWS (5/5)

=> Forte augmentation du nombre de licornes françaises en 2021 :

Les licornes désignent **les start-ups non cotées** valorisées à plus de 1 mds €.

On estime le nombre de licornes à 300 dans le monde, dont la grande majorité est située aux Etats-Unis et en Chine.

La France, qui ne comptait que 3 licornes en 2017, rattrape progressivement les autres pays européens : le nombre de licornes est ainsi passé à 16 à fin **juin** 2021 (contre 9 à fin 2020).

Après des entreprises comme BlablaCar, Deezer ou Doctolib, les sociétés suivantes ont atteint le statut de licornes en 2021 : Vestiaire Collective (leader mondial du dépôt vente de vêtements et d'accessoires de luxe), Content Square (recueil de données sur les utilisateurs), Alan néo assurances (services healthcare), Back Market (commercialisation d'appareils électroniques reconditionnés), Ledger (cryptoactifs), Shift Technology (conception de solutions d'aide à la décision basées sur l'IA), et enfin Aircall (spécialiste de la téléphonie dans le cloud).

=> Inflation positive ou inflation négative (suivi de l'article de la lettre du T4 2020) :

L'inflation a continué d'augmenter sur le 1^{er} semestre 2021. Rappelons que l'inflation a des vertus positives, sauf si elle est récessionniste, en cas de dérapage des salaires, ou lorsque la vélocité de la monnaie augmente.

Qu'en est-il concrètement ?

L'inflation en France est estimée à ce jour à 1,2% (contre 0,5% en 2020), au regard d'une croissance attendue estimée à environ 5,7% en 2021 et 4,2% en 2022, contre -8,3% en 2020.

Rappelons que l'inflation en France était comprise entre 10% et 14% entre le milieu des années 1970 et 1980 et qu'elle est passée durablement sous les 2,5% en 1992. La baisse importante du taux d'inflation de l'économie était liée à la convergence de plusieurs facteurs : mondialisation, développement de pays émergents à prix de revient plus faibles, ... En contrepartie, nous avons constaté le développement de l'inflation des actifs financiers et immobiliers.

Les tensions inflationnistes actuelles trouvent leur origine notamment dans le rebond important de certaines économies (américaines, chinoises, ...) soutenues par de plans de relance d'une ampleur que nous n'aurions même pas imaginé un an avant.

L'inflation des actifs financiers est liée à plusieurs facteurs (liquidités importantes sur les marchés, mouvements spéculatifs, rotations sectorielles court termistes, mouvements boursiers générés en grande majorité par des algorithmes, ...).

L'inflation est liée à des pressions 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 prévues.

Les critères conduisant à une inflation négative ne sont pour autant pas respectés à ce jour : il n'y a pas de récession, les salaires ne dérapent pas, et la vitesse de circulation de la monnaie reste faible.

La crise de la covid-19 vue par Capitem Partenaires

Damien Gassies – Directeur de participations chez Capitem Partenaires

Interview par Christophe VELUT, Président A3E

Preliminaire :

Capitem Partenaires est une structure d'investissement entrepreneuriale, indépendante et souscrite uniquement par des chefs d'entreprises, qui accompagne les dirigeants de PME françaises dans des opérations de capital-développement et capital-transmission. Les tickets d'investissement des fonds gérés par Capitem vont de 0,5 M€ à 4 M€.

⇒ Question : la crise sanitaire a-t-elle eu un impact sur les deal flows et la stratégie des fonds d'investissement

Réponse Damien Gassies :

La crise sanitaire a entraîné une baisse significative du deal-flow : avant 2020, nous recevions environ 250 dossiers et réalisons entre 3 et 5 deals par an. En 2020, nous avons reçu presque 2 fois moins de dossiers, et nous avons réalisé une seule opération.

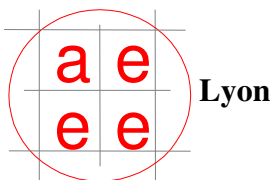
A cause du contexte économique de 2020, beaucoup d'investisseurs sont en retard dans leur phase d'investissement. Certains d'entre eux ont fait une année blanche.

La baisse du nombre d'opportunités d'investissement s'explique par la diminution du nombre de sociétés éligibles aux critères des stratégies traditionnelles (cap-dev, cap-transmission) des fonds, et par l'attentisme de certains dirigeants qui ont repoussé la réflexion sur une opération capitalistique afin d'avoir plus de visibilité sur l'avenir avant d'envisager la mise en place d'un effet levier.

Les acteurs du private equity et du M&A ont pour la plupart attendu d'avoir le recul nécessaire sur l'impact du COVID-19 sur les sociétés ciblées, via notamment la sortie des comptes annuels 2020.

Nous constatons deux stratégies différentes des investisseurs face à cette diminution d'opportunités :

- soit en adoptant une stratégie offensive incitant la réalisation de deals afin de respecter les contraintes de timing d'investissement de leur véhicule, parfois au détriment de la performance et provoquant ainsi un impact inflationniste sur les prix de transaction ;
- soit en maintenant l'objectif initial de réalisation d'une performance de TRI cible, parfois au détriment de l'atteinte d'un objectif de nombre de deals (car maintien d'un niveau de sélectivité important), ce qui aura comme impact un possible retard dans les cycles d'investissement de certains véhicules.



Question : quelles étaient les cibles recherchées par les fonds ?

Réponse Damien Gassies :

Les fonds ont essayé de conclure des opérations sur des sociétés robustes, résilientes à la crise, en croissance molle ou dynamique, démontrant surtout que les prochains confinements ou restrictions n'auront pas d'impacts significatifs.

La concentration d'une majeure partie des investisseurs sur cette typologie précise de sociétés génère une concurrence accrue et donc une inflation sur les prix.

Cette inflation est d'autant plus visible sur les secteurs porteurs comme la santé, l'e-commerce, les éditeurs de logiciels, la tech au sens large, etc.

Question : les types de deals réalisés par les fonds ont-ils beaucoup évolué depuis 2021 ?

Réponse Damien Gassies :

Il faut distinguer les opérations de transmission des opérations de capital développement.

- Opérations de transmission :

Le nombre de dossiers a fortement augmenté depuis février 2021, il peut s'agir de « réactivation » de dossiers initiés avant mars 2020, ou de dirigeants qui étaient en réflexion début 2020 et qui ont mis en standby le choix d'ouverture du capital avant d'avoir de la visibilité sur 2021

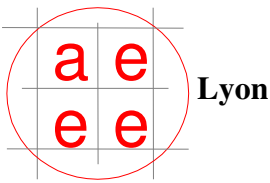
Les sociétés présentant une dynamique de croissance et une rentabilité résiliente sur les comptes 2020 peuvent aujourd'hui obtenir une valorisation au moins équivalente, voir supérieure aux indicateurs de valorisation de 2019 / début 2020.

- Opérations de capital développement :

Là où le nombre de dossiers en transmission est en forte progression sur ce début 2021, le nombre d'opportunité en capital-développement est plutôt en régression du fait de l'excès de liquidité et des nombreux mécanismes mis en place pendant la crise (PGE, aides et subventions, prêts participatifs relance via les banques, obligations relance commercialisées par les fonds), à des taux d'intérêt de 2 à 5% plus intéressants que l'espérance de rendement attendue sur les fonds propres (ou quasi-fonds propres) par les professionnels du private equity.

Les dirigeants préfèrent donc aujourd'hui utiliser l'ensemble des dispositifs exceptionnels proposés majoritairement par les banques pour financer leur développement (croissance organique ou build-up) avant de réfléchir à l'ouverture du capital.

Ce raisonnement très orienté « cash » de certains dirigeants qui vont utiliser le PGE ou les prêts relance pour réaliser des acquisitions par exemple, contient une limite : le maintien d'un ratio dette / fonds propres raisonnable.



Il n'est donc pas impossible de voir dans les prochains mois / prochaines années, une augmentation significative du nombre de dossiers de renforcement de fonds propres.

Question : est-ce que le process d'acquisition a changé avec la crise sanitaire ?

Réponse Damien Gassies :

Sur les dossiers éligibles et répondant aux critères de robustesse, de résilience, voire de croissance dans ce contexte sanitaire, le rapport de force s'est encore accentué en faveur du cédant / dirigeant.

Nous constatons que les process d'intermédiation se sont durcis et sont encore plus concurrentiels. L'exclusivité – permettant la discussion des derniers détails et la réalisation du deal – est donnée de plus en plus tard dans les pourparlers, ce qui renforce la mise en concurrence sur des sujets connexes au prix (documentation juridique, management package, etc).

La durée des process d'acquisition a globalement peu évolué, sauf éventuellement au niveau des accords de financement par les banques, ces dernières faisant preuve d'attentisme concernant les profils de risque LBO et étant toujours en réflexion pour certaines sur l'articulation entre les dettes de PGE et les dettes de LBO.

Question : la crise a-t-elle introduit de points d'analyse nouveaux ?

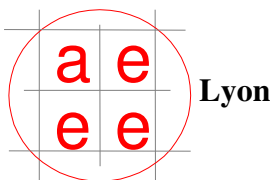
Réponse Damien Gassies :

Nous avons depuis février 2021 généralement un bon recul sur les impacts de la covid-19 sur les sociétés que nous étudions. Dans le cas contraire, nous n'avancerons pas sur une opération. L'étude des comptes 2020, du current trading sur le début 2021, du chiffre d'affaires embarqué, du carnet de commandes, est crucial pour notre conviction sur la robustesse de la cible.

Nous sommes très vigilants sur les effets induits par la crise liés aux pénuries de matières premières (explosion des prix de nombreuses matières premières : acier, matières plastiques), aux difficultés du fret (augmentation des prix entre 4 et 10X), les pénuries de main d'œuvre.

La poursuite du redémarrage des économies lourdement touchées par la COVID-19 (US, Chine) va potentiellement accentuer la pression inflationniste sur les matières premières.

Nous sommes très vigilants sur l'évolution de la trésorerie des sociétés cibles, qui n'a souvent jamais été aussi élevée, du fait de l'abondance de liquidités. Il est ainsi nécessaire d'identifier les effets structurels (améliorations des process de recouvrement), des effets opportunistes ou ponctuels (décalages de dettes, gains opportunités, PGE). Nous sommes également très vigilants pour estimer les conséquences de la crise sur les agrégats de rentabilité (EBITDA, etc.) : économies de frais de déplacements et de représentation, absences de salons / foires, aides pour activité partielle, etc.



Les due diligences intègrent désormais systématiquement ces analyses.

Nous notons que de nombreuses sociétés, y compris des PME, ont mis en place des procédures de pilotage du BFR beaucoup plus rigoureuses qu'avant la crise.

Question : la crise a-t-elle modifié sur la structuration des montages ?

Réponse Damien Gassies :

Oui, il est devenu très difficile d'intégrer des outils de quasi-fonds propres (OC et OS) tout en maintenant des taux de rendement cohérent avec les espérances de performance d'un fonds de private equity. Les dirigeants acceptent de moins en moins des obligations avec des taux de 10%, 12% du fait de l'excès de liquidité à bas coût qui existe aujourd'hui.

La combinaison d'une (i) diminution des créances obligataires et de la prédominance des actions dans les actifs des investisseurs, et (ii) d'une inflation des prix de transaction, induit mécaniquement une augmentation du profil de risque des millésimes actuels dans les fonds de private equity.

Question : la crise a-t-elle eu un impact sur les niveaux de valorisation ?

Réponse Damien Gassies :

Pour les raisons expliquées ci-dessus, la courbe inflationniste des prix de transaction s'est accélérée post-COVID-19.

La contrepartie de cette hausse des prix, de la liquidité excessive et du maintien des taux d'intérêts bas depuis plusieurs années, est la nécessaire diminution des objectifs de TRI dans les années à venir.

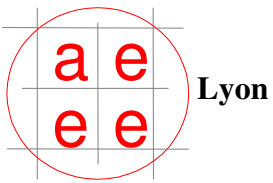
Le private equity a longtemps été une catégorie d'actif confidentielle. Le renforcement de la concurrence sur les différents segments du private equity s'observait depuis déjà plusieurs années. La crise du COVID-19 a finalement accélérée la maturité de notre secteur d'activité que représente le private equity.

Question : pour finir, vous a-t-elle amené à utiliser d'autres agrégats ou effectuer d'autres retraitements ?

Réponse Damien Gassies :

Les agrégats sont généralement les mêmes (rentabilité : EBITDA, EBIT, et génération de trésorerie). En revanche, les dirigeants / cédants souhaitent généralement retraiter les impacts de la crise, considérés comme non-normatifs.

Nous sommes prêts à entendre certains retraitements concernant le 1^{er} confinement, en cas d'arrêt complet de l'activité. En revanche, nous sommes plus attentifs aux retraitements liés aux 2^{ème} et 3^{ème} confinement (analyse de la sensibilité).



Nous sommes attentifs aux impacts négatifs, mais également aux impacts trop positifs. Ainsi, dans certains secteurs où l'EBITDA a été multiplié par 2 voire 3 pendant la crise, les investisseurs se retirent de certains deals, en l'absence de visibilité sur les perspectives d'évolution, dans un contexte de prix demandés par les cédants reposant sur un maintien de croissances exceptionnelles non réalistes.

Tests de dépréciation du goodwill en juin 2020 et décembre 2020
Rétrospectives des pratiques observées - sociétés du CAC 40

Anastazija Buisson
Senior Manager Evaluation – Mazars Lyon

L'apparition de la crise sanitaire liée au Covid-19 n'a pas été sans conséquences sur la mise en œuvre des tests de dépréciation. Le présent article est la synthèse de l'étude menée sur les sociétés du CAC 40 et leurs pratiques en matière de tests de dépréciation depuis l'apparition du Covid-19.

Pour rappel, les tests de dépréciations consistent à vérifier que la valeur nette comptable d'un actif est supérieure à sa valeur recouvrable, la valeur recouvrable étant la valeur la plus élevée entre la juste valeur nette des coûts de cession et la valeur d'utilité¹.

La norme IAS 36 prévoit que, lorsque des événements ou des modifications d'environnement de marché indiquent une perte de valeur² potentielle, et au moins une fois par an, les actifs font l'objet d'une analyse afin de déterminer si la valeur nette comptable est inférieure à la valeur recouvrable (tests de dépréciation).

Rappel du contexte & objectifs de l'étude :

Le 11 mars 2020, l'Organisation Mondiale de la Santé a déclaré une pandémie. Ainsi, les sociétés qui clôturent leurs comptes au 31 décembre n'ont pas eu à traduire les conséquences / risques identifiés dans le cadre des comptes clôturés au 31 décembre 2019. Le Covid-19 a donc été considéré en tant qu'événement post-clôture.

En revanche, la question s'est très rapidement posée pour les sociétés qui clôturent leurs comptes à compter de janvier 2020. Puis plus généralement, dans le cadre des arrêts semestriels au 30 juin 2020 et des clôtures annuelles au 31 décembre 2020 pour l'ensemble des sociétés.

Avec un peu de recul et deux états disponibles (30 juin et 31 décembre), l'étude menée à eu un double objectif :

- Réaliser une rétrospective des pratiques observées dans le cadre des tests de dépréciation des Goodwill en juin en décembre 2020, et plus particulièrement la traduction des impacts de la crise du Covid-19 dans les tests de dépréciation ;
- Observer l'évolution des paramètres actuariels en juin et décembre 2020.

L'étude a été réalisée sur la base de l'information communiquée par les sociétés du CAC 40, dans les

¹ Actualisation des flux de trésorerie futurs

² Pour apprécier l'existence d'un indice de perte de valeur, la société doit considérer des sources externes (changement dans l'environnement technologique, économique, juridique ou de marché ayant un impact significatif sur l'entité, évolutions défavorables des taux, valeur comptable de l'actif supérieure à sa capitalisation boursière, ...) ou sources internes (obsolescence des actifs, baisse de la performance économique d'un actif, ...).

rapports semestriels et les Documents d'Enregistrement Universels (DEU).

Les recommandations des instances :

Les tests de dépréciation sont des enjeux pour de nombreuses sociétés. Ainsi, les Goodwill représentent 22% de la capitalisation boursière des sociétés du CAC 40.

Dans ce sens, les tests de dépréciation font régulièrement l'objet de publications et de recommandations des différentes instances. Dans le contexte du Covid-19, les principales publications, pour les sociétés françaises, ont été réalisées par l'ANC³, la CNCC et l'AMF (qui a fait référence à la recommandation publiée par l'ESMA également).

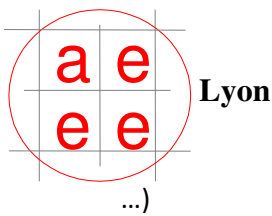
Ainsi, l'ANC a publié des « Recommandations et observations relatives à la prise en compte des conséquences de l'événement Covid-19 dans les comptes et situations établis à compter du 1^{er} janvier 2020⁴ », et la CNCC a publié des questions / réponses relatives à la crise du Covid-19. L'ESMA a publié en octobre 2020 le document « European common enforcement priorities for 2020 annual Financial reports ».

Les principaux points concernant les tests de dépréciation abordés dans ces différents documents sont présentés/ résumés ci-après :

- La crise sanitaire liée au Covid-19 ne constitue pas à elle seule un indice de perte de valeur. Il est nécessaire de réaliser un examen des conséquences propres à l'entité pour déterminer l'existence d'un indice de perte de valeur (ANC). Néanmoins, l'impact du Covid-19 constituera probablement un indice de perte de valeur pour la grande majorité des sociétés (ESMA).
- Concernant la difficulté à réaliser des prévisions dans le contexte du Covid-19, il est recommandé de garder une cohérence entre le niveau de risque identifié et la méthodologie des tests de dépréciation.
 - Ainsi, la construction d'un nouveau business plan n'est pas systématiquement nécessaire selon l'ANC. Il convient d'analyser, par exemple, la marge (headroom) des derniers tests de dépréciation, ou de réaliser des tests de sensibilités renforcés ;
 - Dans le cas d'une mise à jour des business plan, les hypothèses doivent correspondre aux meilleures estimations. Elles doivent être mises à jour avec les dernières informations disponibles;
 - De façon alternative, le taux d'actualisation peut traduire les risques non intégrés dans les flux ;
 - Il est possible d'avoir recours à plusieurs scénarii, en les pondérant en fonction de leur probabilité d'occurrence ;
 - L'entité doit indiquer les éléments qu'elle retient et qui justifient la décision de déprécier ou non et, le cas échéant, le montant de la dépréciation comptabilisée. Elle doit indiquer également les incertitudes qui subsistent et le résultat des analyses de sensibilité réalisées ;
- Il peut être pertinent d'élargir les tests de sensibilités (en évoquant notamment l'hypothèse de retour à un niveau d'activité pré-crise) ;
- Les dépréciations sur les écarts d'acquisition ne peuvent pas être reprises.
- Il est demandé une transparence quant aux hypothèses retenues (période de retour pré-crise,

³ ANC = Autorité des normes comptables, CNCC = Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes, AMF = Autorité des marchés financiers, ESMA = European Securities and Market Authority

⁴ La première version de la note date de 18 mai 2020 et des mises à jour successives ont été réalisées pour apporter des précisions et répondre à des questions ;



Qu'en est-il, pour les sociétés du CAC 40 ?

- **Informations communiquées :**

Les sociétés du CAC 40 communiquent sur les tests de dépréciation et l'information concernant l'impact du Covid-19 dans les approches est, en règle générale, assez détaillée.

Seules 3 sociétés ne font pas référence au Covid dans le cadre des tests de dépréciation.

Il est à noter que 8 sociétés communiquent sur l'impact du Covid-19 concernant les tests de dépréciation en juin 2020, mais ne l'évoquent plus en décembre 2020.

En règle générale, l'incertitude a été jugée beaucoup moins significative en décembre 2020, par rapport à juin 2020. Ceci s'est traduit par une information narrative moins développée dans les documents publiés en décembre 2020 par rapport à juin 2020.

- **Méthodes mise en œuvre :**

L'approche retenue par les sociétés du CAC 40 est principalement la méthode des DCF⁵ (DCF seule pour 32 sociétés du CAC 40, méthodes multicritères ou autres méthodes pour les autres entités).

39 sociétés communiquent sur la segmentation des UGT choisie pour la mise en œuvre des tests (15 par activité, 17 par zone géographique, mixte pour les autres).

Les sociétés n'ont pas adapté les méthodologies en lien avec le Covid-19, la principale méthode utilisée pour les tests de dépréciation reste la méthode des DCF. Aucune modification significative du découpage par UGT n'a été évoquée.

- **Approche au 30 juin 2020 :**

Au 30 juin, le comportement des sociétés du CAC 40 en matière de tests de dépréciation peut être résumé dans le tableau ci-après :

approche au 30 juin	nb
BP et paramètres actuariels mis à jour	12
business plan mis à jour	12
multi-scenarii	5
paramètres actuariels mis à jour	4
tests non réalisés au 30 juin	3
information non disponible	4
Total général	40

Conformément aux recommandations, la plupart des sociétés ont mis à jour les tests de dépréciation au 30 juin. De même, les business plans semblent être actualisés en priorité (seules 4 sociétés indiquent avoir mis à jour uniquement les paramètres actuariels au 30 juin).

⁵ DCF = Discounted Cash Flow (Flux de trésorerie actualisés)

- **Hypothèses du business plan & retour pré-covid**

Le contexte du Covid-19 n'a pas amené les sociétés à rallonger significativement les périodes de prévisions : 25 sociétés communiquent sur un horizon explicite de 3 à 5 ans.

Durée	Nb	
3	5	} 25 sociétés 78% sur 32
4	3	
4,5	1	
5	16	
6	2	
7,5	2	
10	1	
19	2	
NC	8	
Total général	40	

Cette durée d'horizon est cohérente avec les hypothèses de retour à un niveau pré-Covid-19, pour les sociétés qui ont communiqué sur cette notion. 14 sociétés communiquent sur une année cible globale de retour pré-Covid, et l'horizon évoqué est au maximum en 2025⁶.

Les sociétés n'ont pas communiqué sur un rallongement significatif des durées des business plans. Il est à noter que 78% des sociétés réalisent des prévisions à 5 ans ou moins. En l'absence d'information comparative, nous n'avons pas pu analyser l'évolution des durées moyennes.

- **Evolution des paramètres actuariels**

Le taux d'actualisation moyen⁷ s'élève à 8,7% au 31 décembre 2020, contre 8,6% au 31 décembre 2019. Cette moyenne est composée de 13 baisses et 20 hausses de taux.

A la lecture des rapports financiers, il semble que seuls deux groupes ont intégré dans les taux utilisés une prime spécifique Covid-19.

Concernant les sociétés qui ont publié les taux d'actualisation en juin et en décembre (15 sociétés) :

- 4 ont utilisé les mêmes taux entre décembre 2019, juin 2020 et décembre 2020,
- 8 sociétés ont eu un WACC qui a évolué à la hausse en juin (par rapport au décembre 2019). Cette hausse a été suivie par une baisse en décembre 2020.

⁶ Etant précisé que 3 sociétés ont ajusté les hypothèses de retour pré-Covid par UGT, et que l'année de retour pré-Covid peut être assez lointaine, comme par exemple 2030 pour Vinci Airports.

⁷ Moyenne des taux d'actualisation communiqués par UGT

Nom de société	Moyenne taux 31/12/2019	Moyenne taux 30/06/2020	Moyenne taux 31/12/2020	taux identique entre 2019, 30 juin et 31 déc	baisse	hausse
AIR LIQUIDE	6,4%	4,9%	4,4%		x	
CARREFOUR	9,8%	10,5%	10,4%			suivie d'une baisse
ESSILORLUXOTTICA	6,5%	7,0%	6,9%			suivie d'une baisse
LEGRAND	11,8%	12,0%	12,4%			x - fourchette max
L'OREAL	7,0%	10,3%	7,4%			suivie d'une baisse
MICHELIN	7,9%	7,9%	7,9%	x		
Publicis	10,3%	10,8%	10,4%			suivie d'une baisse
Renault	11,3%	12,0%	12,0%			x
Safran	7,5%	7,5%	7,5%	x		
Societe generale	10,3%	10,1%	10,3%		baisse en juin, suivie d'une hausse en décembre	
Teleperformance	7,0%	7,6%	6,9%			suivie d'une baisse
Thales	8,0%	8,0%	8,0%	x		
Total	7,0%	7,0%	7,0%	x		
Veolia	6,1%	6,1%	5,8%		taux stables en juin, baisse en décembre	
Vinci	8,0%	8,6%	8,0%			suivie d'une baisse

Le taux de croissance à l'infini (TCI) moyen est stable à 2,3% % entre le 31 décembre 2019 et le 31 décembre 2020.

Cette moyenne est décomposée de 18 TCI stables, 12 baisses et 10 hausses de taux.

Concernant les sociétés qui ont publié les taux de croissance à l'infini en juin et en décembre (12 sociétés), il s'agit principalement des taux stables sur les trois périodes (6 sociétés) et des baisses pour 5 sociétés.

Nom de société	Moyenne taux 31/12/2019	Moyenne taux 30/06/2020	Moyenne taux 31/12/2020	taux identique entre 2019, 30 juin et 31 déc 2020	baisse	hausse
AIR LIQUIDE	3,3%	3,3%	3,3%	x		
CARREFOUR	3,8%	3,7%	3,7%		x	
ESSILORLUXOTTICA	2,6%	2,4%	2,2%		x	
KERING (EX : PPR)	3,0%	3,0%	3,0%	x		
LEGRAND	3,0%	3,0%	3,0%	x		
L'OREAL	2,9%	2,9%	2,9%	x		
MICHELIN	1,7%	1,7%	1,6%	x		
Publicis	2,4%	1,7%	2,3%		changement UGTs	
RENAULT	2,9%	2,4%	2,2%		x	
Safran	2,0%	2,0%	2,0%	x		
Societe generale	2,2%	2,1%	2,1%		x (bq de détail France)	
Veolia environnement	1,7%	1,7%	2,1%			x

- Les tests de sensibilité**

Les sociétés communiquent sur les tests de sensibilité, qui correspondent à des estimations sur des paramètres actuariels seuls (5 sociétés) ou actuariels et opérationnels (29 sociétés).

Certaines sociétés réalisent des stress tests ou des sensibilités en décalant les années du retour pré-Covid.

- **Méthode multi-scénarii**

Les instances (cf. ci-avant), avaient évoqué la possibilité de réalisation de tests de dépréciation sur la base d'une approche multi-scénarii pondérée. Seules 5 sociétés ont adopté cette approche (dont 2 uniquement en juin et en décembre) :

CAC 40	Nom de société	Activité	approche 30 juin
CAC 40	SAFRAN	Aerospace and Defense	multi-scénarii au 30/06 uniqu.
CAC 40	SOCIETE GENERALE	Banks & Insurance	multi-scénarii
CAC 40	PERNOD RICARD	Distillers & Vintners	multi-scénarii
CAC 40	PUBLICIS	Media Agencies	multi-scénarii au 30/06 uniqu.
CAC 40	UNIBAIL-RODAMCO	Retail REITs	multi-scénarii au 30/06 uniqu.

Il est à noter que les 5 sociétés n'avaient pas mis en œuvre une approche multi-scénarii en 2019.

Safran, Publicis et Unibail-Rodamco ont développé plusieurs scénarii en juin 2020, pour maintenir un seul scénario central en décembre 2020.

L'approche multi-scénarii a été adoptée par un nombre restreint de sociétés en juin, pour un retour vers un scénario unique cible en décembre 2020 pour 3 sociétés sur 5. Ce retour vers un scénario cible traduit la moindre incertitude ressentie en décembre, par rapport à juin 2020.

Conclusion :

Les sociétés du CAC 40 ont, en règle générale, communiqué sur la mise en œuvre des tests de dépréciation au 30 juin et 31 décembre, avec une information narrative plus développée en juin 2020, par rapport à décembre 2020, et un lien parfois insuffisant entre les 2 clôtures, comme souligné dans les recommandations de l'AMF.

L'impact sur les paramètres actuariels du Covid-19 est faible (+0,1 pt en moyenne pour le WACC, seules deux sociétés évoquent l'intégration d'une prime spécifique, et le TCI est stable). Cette variation s'inscrit dans le contexte où le risque a été traduit en priorité dans les prévisions à la lecture des rapports financiers.

Aucune modification significative de la méthodologie (méthode mise en œuvre, durée des prévisions, définition des UGT) n'a été indiquée dans les rapports financiers. Seules 5 sociétés ont mis en œuvre une approche multi-scénarii pour les 2 clôtures, et seulement 2 sociétés ont continué de les mettre en œuvre au 31 décembre.

Evaluation des start-up et normes IFRS ne font pas toujours bon ménage

Christophe VELUT
Président A3E – Directeur Général Advolis Orfis

Nous avons à plusieurs reprises évoqués dans des précédentes lettres le fait que de nombreux évaluateurs ne tenaient pas compte des retraitements liés aux contrats de location simple (IFRS 16), pour évaluer les entreprises (difficulté de déterminer un wacc post-IFRS 16, risque d'erreur élevé dans l'estimation de flux post IFRS 16, et notamment du flux de valeur terminale,...). Cf chapitre actualités ci-après.

Un autre exemple du paradoxe des normes IFRS, qui sont censées être des normes d'information facilitant les analyses, plus que des normes comptables, est illustré dans l'évaluation des start-ups.

Prenons l'exemple d'une medtech dont les revenus sont de 3 natures :

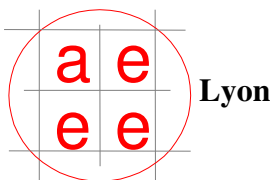
- des paiements initiaux (ou upfronts) non remboursables, des paiements initiaux liés à la licence,
- des paiements d'étapes facturées lorsque des jalons (milestones) sont atteints (réglementaires, cliniques, mise sur le marché, niveaux de performance),
- des redevances ou périodiques au titre de licences.

L'application de la norme IFRS 15 sur la constatation des revenus clients se traduit généralement par des décalages importants (en montant et en nombre d'années) entre la facturation et la comptabilisation des revenus.

Ainsi, dans les comptes sociaux, les revenus sont généralement constatés à l'émission de la facture (lorsque le montant facturé est définitivement acquis sans contrepartie future). Dans les comptes IFRS, au contraire, les revenus liés aux upfront et paiements d'étapes liés aux licences de droit d'accès sont généralement différés pour être étalés sur la durée d'accès à la licence : les revenus sont constatés à partir du moment où la licence est utilisable par le client, c'est-à-dire lorsqu'il y a transfert d'une version exploitable par le client (essai clinique ou commercialisation effective), donc à partir du moment où la start-up est en situation de facturer des royalties. Des factures à établir sont constatées lorsque les obligations de performance sont remplies, mais n'ont pas fait l'objet d'une facturation. Les coûts liés aux développements préalables à la licence d'accès sont constatés en autres actifs liés et aux contrats clients, et étalés sur la durée d'utilisation de la licence d'accès.

Les conséquences sont significatives sur les états financiers en norme IFRS pendant les phases de développement, à la fois en termes d'impacts et de présentation :

- niveaux de revenus beaucoup plus faibles,
- pertes d'exploitation beaucoup plus élevées,
- capitaux propres très inférieurs (les retraitements IFRS peuvent conduire à de niveaux de capitaux propres très négatifs),
- dégagements de besoin en fonds de roulement significatifs, liés aux produits constatés d'avance généralement très élevés (constatés en passifs non courants ou courants, en fonction des échéances), et supérieurs aux coûts de réalisation des contrats activés en norme IFRS.



La réalité peut être complexe, le traitement comptable en normes IFRS dépendant des obligations définies dans les contrats avec les clients.

Ainsi, les norme IFRS ne reflètent pas les flux de trésorerie liés au business model pendant la phase de développement, qui peut être longue, et concerner plusieurs projets de développement successivement.

Dans ce contexte, l'établissement de prévisions en normes IFRS est difficile, car il faut prendre en compte de nombreuses hypothèses qui font appel au jugement et le risque d'erreur est élevé.

Ainsi, et pour différentes raisons (délai de production de l'information, fiabilité de l'information sur les flux prévisionnels, modélisation plus « facile »...), de nombreuses start-up dans la situation décrite ci-dessus continuent d'établir leur reporting et leurs prévisions en normes françaises.

La méthode des flux de trésorerie prévisionnels étant une méthode généralement pertinente pour l'évaluation des start-ups, les évaluateurs la mette en œuvre généralement en partant des comptes français, d'une part en fonction des informations disponibles dans les sociétés, dans le contexte où ces comptes sont les plus représentatif des flux de trésorerie liés au business model.

En revanche, cette approche basée sur les comptes français est plus complexe à mettre en œuvre pour les méthodes basées sur les comparables (comparables boursiers, transactions comparable) même si les agrégats utilisés pour l'évaluation des start-up en phase de développement sont généralement basés sur le chiffre d'affaires et non sur l'EBITDA et l'EBIT (ceux-ci étant en effet généralement négatifs).

En effet, de nombreuses start-up cotées établissent leurs comptes en normes IFRS (ou en US GAAP pour les sociétés américaines (le marché américain étant souvent le 1^{er} marché mondial), mais pas dans tous les cas (les sociétés cotées sur Euronext Growth ne sont pas obligées d'établir leurs comptes selon le référentiel IFRS). La mise en œuvre de la méthode des comparables nécessitera ainsi dans de nombreux cas d'effectuer des retraitements. L'évaluateur pourra exclure certaines transactions / références de sociétés cotées, en l'absence d'éléments permettant d'effectuer ces retraitements.

Flash infos / actualités en matière d'évaluation

Christophe VELUT
Président A3E – Directeur Général Advolis Orfis

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

En l'absence d'actualité nouvelle par rapport à la précédente lettre, nous reviendrons plus en détail dans les prochaines lettres sur l'actualité fiscale.

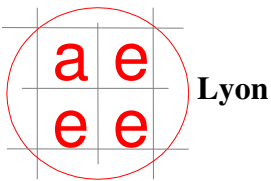
=> Actualité en matière de tests de dépréciation :

- *maintien de l'option 3 pour le tests de dépréciation :*
 - o la CNCC et l'AMF ont accepté que les groupe cotés puissent continuer de réaliser leurs tests de dépréciation au 30 juin 2021, comme en 2020 sans retraiter les contrats de location IFRS 16 (hors contrats de location financement), ni au niveau des prévisions, ni au niveau des WACC. Il est à noter que l'option dite 3 correspond aux recommandation d'A3E depuis plus de 2 ans, et plus généralement conformément aux pratiques de évaluateurs ;
 - o il est à noter que l'essentiel des groupes avaient réalisés leurs tests de dépréciation en 2020 selon l'option 3.

- *traitement des actifs liés aux droits d'utilisation non utilisés (actifs IFRS 16).*
 - o le groupe de travail de la CNCC devrait émettre de recommandations sur le second semestre 2021 sur le traitement des locaux loués non utilisés ou pour lesquels une décision d'arrêt d'utilisation a été prise par la direction (amortissements, tests de dépréciation,...).
 - o les recommandations dépendront des situations, qui peuvent en pratique être très différentes (existence d'une valeur de droit au bail, négociation avec le bailleur pour un raccourcissement du bail,...).

- *prise en compte des risques :*
 - o Maintien des recommandations de prendre en compte le risques dans les prévisions versus le taux d'actualisation,

- *fourchettes des tests de sensibilité :*
 - o maintien des recommandations, compte tenu des incertitudes qui restent fortes, de conserver des fourchettes de tests de sensibilité retenues en 2020 (généralement plus larges que dans le passé). En effet, le nombre de scenarii raisonnablement probables est généralement plus élevé qu'avant la crise sanitaire.



Il est ainsi recommandé de chiffrer les variations d'hypothèses clés considérées comme raisonnablement possibles, de présenter les analyses de sensibilité sous forme de marge de sécurité ou de valeur seuil et d'indiquer le montant des dépréciations complémentaires en cas de variation de hypothèses clés (ex: décalage d'une année du retour à des niveaux d'avant crise).

- *reprise des provisions constatée au titre des tests de dépréciation :*
 - il convient d'être prudent dans les reprise de provisions en 2021, compte tenu des nouvelles vagues liées à la crise sanitaire, et des nouvelles incertitudes (pénuries de matières premières,...),
 - la norme IA 36 (par. 109 et suivants) indique en effet que les reprises de provisions ne peuvent intervenir qu'en cas d'indication que la perte comptabilisée n'existe plus ou a décru : changements **significatifs** qui ont eu lieu ou vont avoir lieu dans un avenir proche ayant un un effet favorable, éléments **importants et probants** montrant que la performance économique sera meilleure que celle attendue. L'analyse doit prendre en compte des sources externes et internes.