

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Lettre trimestrielle n°34 – 3^{ème} trimestre 2021

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- L'évolution des valorisations par Bertrand Manet
Page 10
- L'évaluation des start-up par Anthony Morlon
Page 15
- La notation ESG a-t-elle de la valeur ? Premières réflexions.
Page 24
- Flash-Infos / actualités en matière d'évaluation
Page 26

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 le précédent numéro la montée en puissance d'une crainte inflationniste et d'une remontée des taux plus rapide que prévue. Or, l'inflation progresse vite, notamment dans certains pays comme les EU, les taux ont augmenté depuis la fin de l'été, et les salaires augmentent, dans un contexte de pénurie généralisée de main d'œuvre, qui risque d'être plus structurelle et durable que la pénurie des matières premières.

Malgré cela, les bourses ont continué de progresser sur le 3^{ème} trimestre 2021, du fait de la conjugaison de plusieurs facteurs (croissance économique, politique des banques centrales qui reste accommodante, conviction, notamment de la BCE, que l'inflation va rester à un niveau raisonnable,..., et surtout, conviction des marchés que la stabilisation de la crise sanitaire était proche). Par ailleurs, les multiples de transactions se sont enfin stabilisés sur Q3 2021, après une longue période de hausse continue, principalement du fait d'un effet mix (pondération plus élevée des transactions portant sur des activités traditionnelles).

La BCE évoque un risque de bulle immobilière, les journaux économiques commencent à évoquer une « bulle financière » ou une « bulle verte ».

La politique des banques centrales semble être dictée par les marchés, et si un nouveau risque de confinement se rapproche à l'heure où nous diffusons cette lettre, il est encore tôt pour parler de « bulle ». Il n'en reste pas moins qu'il convient d'être prudent, car la volatilité est très élevée. Un réajustement à la baisse des niveaux de valorisation de ces actifs serait salutaire et permettrait de retrouver plus de cohérence dans les équilibres entre les agrégats économiques et financiers tels que nous les connaissons avant la crise sanitaire.

Sur un autre registre, le sujet des critères ESG est devenu en quelques mois de plus en plus prégnant à tous les niveaux (communication financière, financement, gouvernance,..). Le sujet de l'impact des critères ESG sur la valorisation va donc devenir un véritable enjeu. L'association A3E va engager une réflexion sur les impacts de la notation ESG sur la valorisation des entreprises.

Christophe VELUT – Président A3E Lyon

Comité de Rédaction :

Eddy BLOY, Julien HERENBERG, Alain MARION, Bertrand MANET, Christophe VELUT.

La lettre présente les réflexions des membres de l'association sur des thèmes liés à l'évaluation. Les articles insérés dans cette lettre sont le fruit de l'étude d'un groupe de travail ou de leur(s) auteur(s) intervenant à titre personnel. Elles ne sauraient engager l'association A3E ni les sociétés mentionnées dans cette lettre, en aucune manière.

INFO NEWS (1/5)

Christophe VELUT, Président de l'A3E et Associé Advolis Orfis

Une résilience toujours exceptionnelle des marchés boursiers, qui semblent immunisés contre les risques
:

Le CAC 40 a continué à monter sur le 3^{ème} trimestre 2021, pour dépasser le seuil historique des 7 000 points.

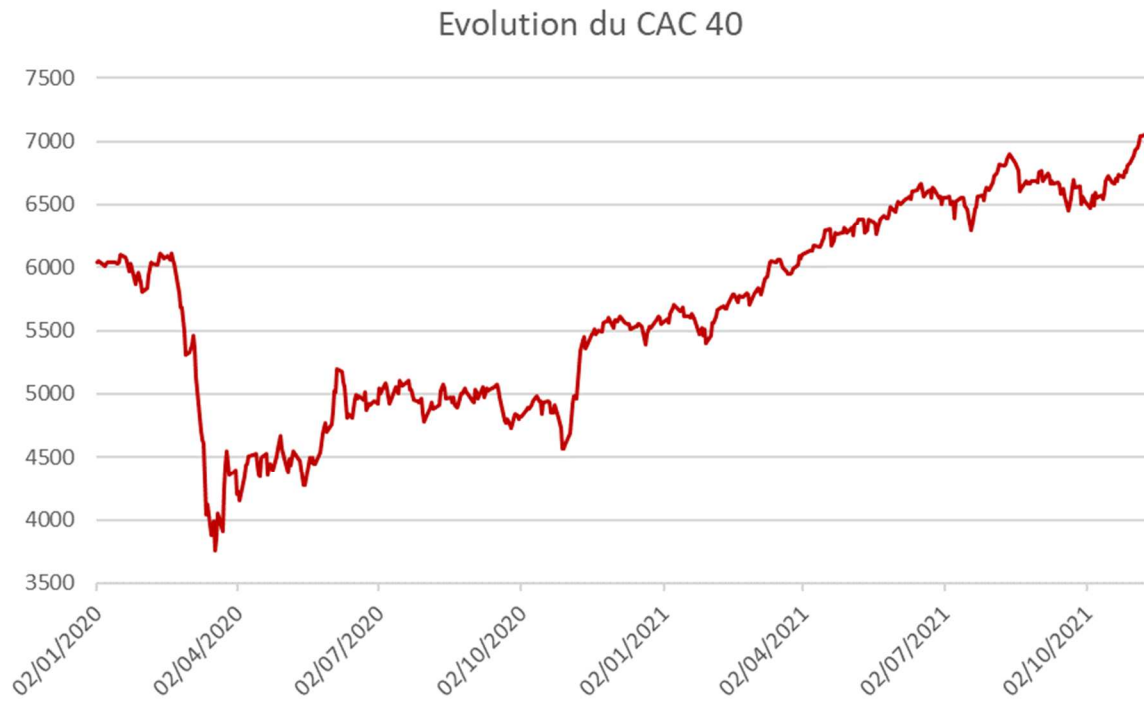
Le graphe ci-dessous met en évidence l'évolution du CAC 40 depuis 20 ans.



Source : abcbourse.com

Dans le contexte actuel d'arrivée d'un nouveau variant, il reste aussi toujours difficile de se positionner sur des tendances. La volatilité devrait rester à un niveau très élevé.

- **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 :**



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 stabilisation sur le 3^{ème} trimestre 2021 de l'évolution des indices boursiers selon les places boursières, à part le marché allemand :

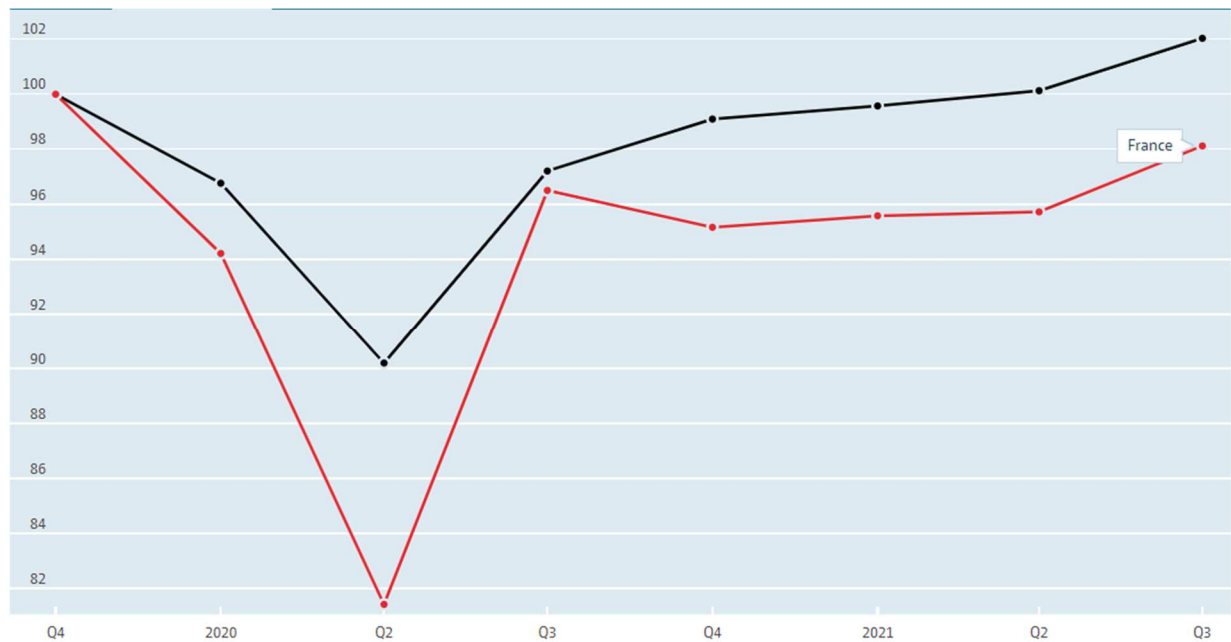
Pour rappel

	Evolution des indices boursiers au 30 juin 2021 depuis le 1er janvier 2021	Evolution des indices boursiers au 30 septembre 2021 depuis le 30 juin 2021	Moyenne des variations sur le mois de septembre 2021
S&P 500	14,41%	0,23%	-4,76%
France - CAC 40	17,23%	0,19%	-2,40%
Allemagne - DAX	13,21%	-1,74%	-3,63%
Espagne - Ibex 35	9,26%	-0,28%	-0,57%

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 30/09/2021

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

Les taux sans risques continuent de faire des « yo-yo » et les tendances sont toujours aussi difficiles à appréhender :

- 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,
- baisse de taux pendant l'été,
- hausse sur Q3 2021.

La situation des taux bas 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.

Evolution des taux sans risques



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, sauf si l'arrivée du nouveau variant vient encore une fois changer la donne.

INFO NEWS (4/5)

-Brèves News-

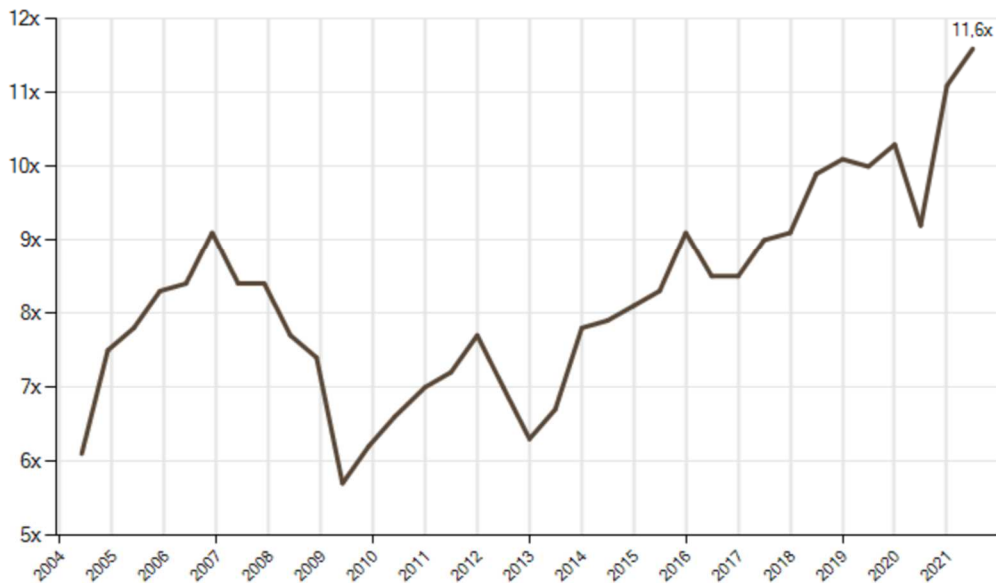
=> Indice Argos :

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 connu depuis mi 2020 une progression spectaculaire et continue, 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.

Nous pouvons constater pour la 1^{ère} fois un fléchissement de la progression sur le 2^{ème} trimestre 2021, liée en partie à un effet mix (poids relatif plus élevé sur la période des transactions portant sur des activités « traditionnelles »).

Indice Argos Mid-Market

Evolution du multiple EV/EBITDA historique, 6 mois glissants



Source: Epsilon Research / Indice Argos Mid-Market

— Indice Argos Mid-Market

INFO NEWS (5/5)

=> Tesla, le nouveau concurrent des GAFAM ? :

Le lundi 24 octobre 2021 restera dans l'histoire comme le jour où la capitalisation boursière de la société Tesla a dépassé les mille milliards de dollars (1000 Mds \$USD). La société dirigée par Elon Musk se hisse donc à la sixième place des entreprises les plus valorisées du monde, devançant Facebook. Elle est donc la plus importante entreprise de l'industrie automobile, loin devant ses concurrents Toyota (241 Mds \$USD) groupe Volkswagen (129 Mds \$USD), GM (84 Mds \$USD), Stellantis (55 Mds \$USD), Hyundai (38 Mds \$USD), Ford (19 Mds \$USD) ou encore Renault (10 Mds \$USD). La capitalisation boursière de Tesla et donc aussi élevée que la somme de celles de ses concurrents.

La valeur de l'action Tesla est passée de 4 \$USD en 2010 à près de 1 100 \$USD aujourd'hui. Cette fulgurante augmentation est liée à la place de plus en plus importante qu'occupe l'électrique dans cette industrie. En effet, la fin programmée de l'utilisation des énergies fossiles (adoption de nombreuses lois visant à réduire puis à interdire la vente de véhicule thermiques) facilite la croissance de Tesla.

Hertz, l'entreprise de l'occasion de véhicules automobile, devrait signer l'un des contrats les plus importants de la firme américaine. Un contrat visant l'achat de 100 000 véhicules électriques pour un montant total de 4.2 milliards de dollars. Cette nouvelle a été accueillie très favorablement par les marchés financiers faisant augmenter le cours de l'action sur le troisième trimestre 2021, mais sans connaître précisément les conditions financières de cet accord (ristourne,...).

Ces progressions sont à l'image des autres activités d'Elon Musk, ..., interstellaires.

=> La French Tech ne cesse de croître et de séduire les investisseurs

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

En France, la cadence s'accélère depuis 2018. En effet, les méga-levées de fonds (supérieures à 100 millions d'euros) sont de plus en plus nombreuses : seize sur l'année 2021, contre trois en 2018.

Ceci explique la très forte croissance du nombre de licornes en France, portant leur nombre à 22 en novembre 2021, contre 3 en 2017. Parmi les dernières en date nous retrouvons les fintechs SWILE spécialisée dans les cartes de paiements réservées aux avantages des salariés (titres restaurant, avantages CSE, ...) qui vient de lever 200 millions de dollars et OWKIN, spécialisée dans l'intelligence artificielle au service de la recherche pharmaceutique, qui vient de lever 180 millions de dollars auprès de SANOFI.

Pour rappel, la liste des licornes française est la suivante :

Nom de la licorne	Date de création	Date de reconnaissance en tant que licorne	Valorisation en Mds USD	Secteur
OVH Cloud	1999	2016	4	Data
Veepee	2001	2015	1	Marketplace
Deezer	2007	2018	1	Loisirs
BlaBlaCar	2006	2015	2	Transport
Doctolib	2013	2019	1	Santé
Ivalua	2000	Mai 2019	1	Logiciel
Mirakl	2012	2020	3.5	Logiciel
Meero	2014	2019	1	Marketplace
Vestiaire Collective	2009	Mars 2021	1.7	Marketplace
Voodoo	2013	Aout 2021	1.7	Jeux vidéo
Iad	2016	Février 2021	1.2	Immobilier
Contentsquare	2012	Mai 2021	2.8	Logiciel
Back Market	2014	Mai 2021	1	Marketplace
Alan	2016	Avril 2021	1.4	Assurance / Banque
Shift Technology	2013	2021	1	Logiciel
Ledger	2014	Juin 2021	1.5	Logiciel
ManoMano	2012	Juillet 2021	2.6	Marketplace
Aircall	2014	Mars 2021	1	Logiciel
Swile	2016	Octobre 2021	1	Assurance / Banque
Sorare	2018	Septembre 2021	4.3	Loisirs
Owkin	2016	Novembre 2021	1	Santé
Denal Monitoring	2012	Octobre 2021	1	Santé

Source : BFM Business (17/11/2021).

L'enjeu pour la France est maintenant d'avoir des « décacornes » (sociétés dont la valorisation dépasse les 10 mds USD).

L'évolution des valorisations par Bertrand Manet
La « flambée » des valorisations des transactions vue par Bertrand Manet

Bertrand Manet – Senior Advisor de Siparex, et membre du bureau d'A3E
Interview par Christophe VELUT, Président A3E

Preliminaire :

Siparex est un groupe de capital investissement français indépendant. Partenaire de référence des ETI des PME et des start-up sous la marque XAnge, son métier est d'investir en fonds propres dans les entreprises en apportant une dynamique de croissance. Siparex totalise près de 3 Mds d'euros d'actifs gérés par ses activités ETI, Midcap, Mezzanine, Entrepreneurs, Redéploiement et Innovation

⇒ [Question : un premier commentaire sur le marché du capital investissement : l'année 2021 sera-t-elle « un bon cru » ?](#)

Réponse Bertrand Manet :

L'année 2021 sera un très bon cru. Si l'on tient compte des statistiques communiquées par France Invest au titre du 1^{er} semestre 2021 :

- les montants investis s'élèvent à 10,5 mds €, en progression de 35% par rapport à S1 2020. Les montants investis dans la santé représentent 21%, et 17% dans le numérique. 1200 entreprises ont été accompagnées sur S1 2021.
- les levées de capitaux s'élèvent à 10 mds €, en progression de 35% par rapport à S1 2020.

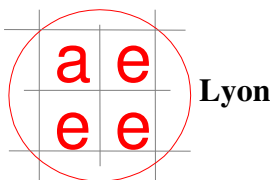
Il semble qu'un record historique va être atteint en 2021, au niveau mondial en général et français en particulier : le montant des investissements attendus au niveau mondial s'élève à 1 000 md€, soit 50% de plus qu'avant la crise de 2008.

⇒ [Question : l'indice Argos d'Epsilon s'est envolé de 9,2x l'EBITDA en Q2 2020 à 11,3 x en Q2 2021. La baisse de l'indice \(10,3X en Q4 2019\) du fait du 1^{er} confinement a été de courte durée et d'ampleur limitée. Constatez-vous cette flambée des prix dans les transactions dans lesquelles vous intervenez, est-ce que cela crée des tensions, et comment l'expliquez-vous ?](#)

Réponse Bertrand Manet :

Je confirme que les multiples ont beaucoup augmenté depuis 10 ans, et tout particulièrement depuis quelques années : certaines transactions dans les secteurs de la santé ou dans le digital se négocient sur la base de multiples compris entre 12 et 15x l'EBITDA.

L'excès durable de liquidités provenant de grands investisseurs tels que les compagnies d'assurance, les fonds de pension et autres mutuelles est un facteur important de flambée de valorisation, les fonds ayant l'obligation de déployer les fonds levés sur un horizon court (entre 4 et 5 ans).



Il existe un effet « mix sectoriel » qui contribue de manière significative à la hausse des valorisations. Les niveaux de multiples sont en effet élevés, voire très élevés dans les secteurs de la santé et de la transformation digitale, mais aussi dans de secteurs plus traditionnels comme les biens de consommation ou la formation.

Il y a un effet « rareté » : les fonds d'investissement se concentrent sur quelques entreprises qui répondent aux critères suivants : secteurs résilients par rapport à la crise, encore atomisés, mais avec des possibilités de consolidation du secteur.

La concurrence entre fonds est ainsi très rude, avec des process d'acquisition de plus en plus courts, et des préemptions sur des opérations non lancées ou qui viennent d'être lancées.

Le prix est un critère de plus en plus déterminant dès le début de process : un fonds qui n'accepte pas dès le début la fourchette de prix souhaitée par le vendeur et son conseil, a peu de chance de passer le 1^{er} tour, et s'exclut de fait du process de cession.

Les actions dans le secteur des entreprises non cotées sont à ce jour la classe d'actifs qui est la plus rentable pour les investisseurs. Compte tenu de niveaux historiquement bas des taux des placements sans risques, les investisseurs recherchent des rendements plus élevés, avec une acceptation d'un niveau de risque plus important.

Il existe également un effet technique pour expliquer la hausse des multiples depuis 2 ans, qui s'explique par des agrégats non retraités retenus dans les études qui sont plus bas du fait de la crise. Certains multiples seraient plus bas s'ils étaient calculés par rapport à des agrégats normatifs / ajustés.

⇒ [Question : quels sont les facteurs / primes qui peuvent expliquer selon vous le fait que les investisseurs acceptent des multiples aussi élevés ?](#)

Réponse Bertrand Manet :

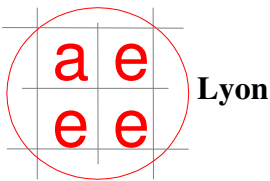
J'ai en grande partie répondu à la 1^{ère} question : l'inflation des valorisations élevées résulte de la « loi du marché » : il est le fruit de la combinaison de différents facteurs : excès de liquidités, taux bas,...

⇒ [Question : l'évolution de ces indices reflète-t-il selon vous l'évolution des multiples moyens des activités traditionnelles \(« classic market »\) sur les 10 dernières années ?](#)

Réponse Bertrand Manet :

Attention, les études et indices sont intéressants, car ils reflètent une tendance, en revanche, et comme tout indice, ils doivent être utilisés à bon escient.

Les niveaux de valorisation moyens résultant des indices ne sont pas pertinents dans le cadre des secteurs traditionnels, sauf cas particuliers (transformation digitale, niches de marché...).



Il est difficile de donner des moyennes, mais là où il y a 10 ans les multiples d'EBITDA utilisés pour les activités « traditionnelles » pouvaient être compris dans une fourchette de 5 à 7X, il n'est pas rare d'observer actuellement des multiples de 7 à 9X l'EBITDA.

Je constate que l'effet taille est souvent moins important qu'il y a quelques années : des transactions portant sur des sociétés de taille plus petites peuvent être réalisées avec des niveaux de valorisations peu décotées par rapport à des transactions plus importantes.

⇒ [Question : avec des niveaux de valorisation aussi élevés, les fonds vont-ils arriver à maintenir de TRI de 20% ?](#)

Réponse Bertrand Manet :

Il est évident que non. Les fonds d'investissement ont toujours des objectifs de multiples de 2X les fonds investis et de TRI de 20%.

Avec des niveaux de valorisation aussi élevés à l'entrée, les espérances de performance des fonds, vont inévitablement diminuer, et se situeront à des multiples des fonds propres investis compris entre 1,5x et 1,7x et des TRI se situant autour de 15%.

Ce tassement de la performance des Fonds sera aggravé aussi par la nécessité de pouvoir mettre en place des « management packages » attractifs pour les managers ce qui diluera un peu plus leur performance.

Toutefois, et pour espérer retrouver des niveaux de performance proches de ceux demandés historiquement, les Fonds devront mettre en œuvre des stratégies de Build-up pour leurs participations, car le seul levier financier et la seule croissance organique ne suffiront pas à atteindre ces niveaux historiques.

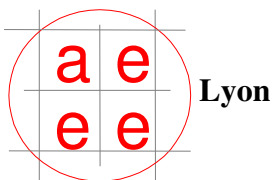
⇒ [Question : avec des niveaux de valorisation aussi élevés, la structuration des transactions reposant sur un niveau de financement élevé \(LBO,...\) a-t-elle / va-t-elle évoluer ? Notamment, la part des tranches « in fine » est-elle en progression ?](#)

⇒

Réponse Bertrand Manet :

L'inflation des valorisations a un impact fort sur la structuration du financement des opérations :

- d'une part, on assiste à une augmentation de la pondération du niveau de fonds propres et autres fonds propres (comptes courants bloqués, OCA,...) versus endettement,
- d'autre part, il y a une forte progression de la part des tranches B (dettes « in fine ») depuis 2-3 ans. Il n'est pas rare aujourd'hui de voir des montages avec un poids des dettes « in fine » qui pèse 50% voire 70% de la dette bancaire, là où il y a peu de temps celles-ci ne dépassait pas 30%.



Ce poids des dettes « in fine » est supportable pour les entreprises dans un contexte de taux très bas, et d'écart limité entre un spread d'une dette amortissable et celui d'une dette « in fine ».

⇒ [Question : comment les risques liés à la crise sanitaire \(confinements successifs, pas de visibilité sur une sortie de crise durable,...\) sont-ils intégrés dans les valorisation?](#)

Réponse Bertrand Manet :

Très clairement, les risques liés à la crise sanitaire sont exclus pour l'essentiel dans les opérations sur lesquelles nous sommes intervenus : les impacts de la crise sanitaire sont retraités soit au niveau de l'EBITDA, soit au niveau du multiple. Les valorisations sont déterminées sur la base d'EBITDA normatifs hors crise sanitaire, les cédants considérant que les impacts de la crise ne sont pas durables.

Il est à noter que, comme indiqué ci-dessus, certains multiples apparaissent comme élevés, car ils sont calculés dans les bases de données par rapport à des agrégats non retraités. La prise en compte d'un EBITDA normatif conduirait à des multiples plus faibles,...mais cela n'explique pas tout.

⇒ [Question : on entend beaucoup parler du risque inflationniste et du risque lié aux matières premières. Comment ces risques sont-ils traduits dans les valorisations ?](#)

Réponse Bertrand Manet :

Le risque inflationniste n'a pas été identifié comme un risque majeur dans les opérations réalisées cette année.

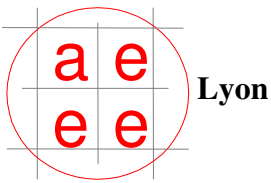
Le cas échéant, en cas de risque inflationniste, et/ou de risques liés aux matières premières identifiés, nous serions amenés à corriger les agrégats (ex : dans le cas d'une augmentation du CA intégrant la répercussion aux clients des hausses de matières premières).

⇒ [Question : les critères ESG \(Environnement-Sociétal-Gouvernance\) / ESR \(entreprises socialement responsables\) sont-ils importants dans la démarche d'investissements \(sélection de cible, valorisation,...\) ?](#)

Réponse Bertrand Manet :

Nous constatons une évolution incroyable de la politique d'investissement des fonds d'investissement depuis un an, et qui s'accélère: il existe une attente « hors normes » des souscripteurs vis-à-vis de ces sujets : la plupart des investisseurs demandent aux fonds d'établir une charte dans laquelle ils s'engagent à ne pas investir dans des sociétés qui ne respectent pas certains critères du code ESG et notamment ceux liés aux risques climatiques (pas d'investissement dans des activités polluantes, des énergies fossiles,...), mais également ceux liés à la gouvernance ou aux questions sociétales.

La liste des activités exclues, réservée jusqu'à présent à certains secteurs (armement, jeux ou sexe) est en train de s'allonger.



Nous n'avons pas constaté à ce jour d'impact sur la valorisation des critères ESG, mais il semble y avoir des études mettant en évidence une corrélation entre la notation ESG et la performance. Les impacts sur la valorisation de critère ESG vont donc inévitablement arriver.

⇒ [Question : de plus en plus d'émissions ou de journaux économiques et financiers commencent à évoquer du bout des lèvres une « bulle ». Qu'en pensez-vous ?](#)

Réponse Bertrand Manet :

A ce jour, on peut parler de niveaux élevés de valorisation, mais pas de « bulle ».

Tous les acteurs de l'écosystème financier (banquiers, fonds, entreprises,...) ont intérêt à ce que le marché fonctionne.

Par ailleurs, de nombreuses valorisations élevées se justifient par des fondamentaux et/ou des perspectives de croissance élevées.

Une « bulle » pourrait intervenir en cas de conjugaison de plusieurs facteurs (augmentation forte des taux, inflation durable, croissance des salaires,...), qui affecteraient à la fois les Etats et les entreprises.

Il n'empêche que certaines informations sont inquiétantes (ex : endettement très élevés des étudiants aux EU,...).

L'évaluation des start-ups : un sujet complexe qui nécessite la mise en œuvre d'une méthodologie robuste

Anthony MORLON
Director, Valuation & Business Modelling – KPMG

○ Constat de départ :

L'évaluation d'une start-up est souvent un exercice redouté par les évaluateurs du fait des caractéristiques de ces sociétés : peu, voire pas de rentabilité, un produit ou un service disruptif, des prévisions très volontaristes...

Pour autant, il existe un grand nombre de contextes dans lesquels ces sociétés peuvent être confrontées à une problématique d'évaluation :

- lever des fonds auprès d'investisseurs en capital-risque ou en capital-investissement, obtenir des emprunts auprès des banques, préparer une introduction en bourse (IPO) ;
- étudier des projets d'acquisitions / cessions, Management Buy Out (MBO), Joint-Ventures ;
- réfléchir sur la stratégie à moyen terme (mesurer les efforts de R&D, vendre des brevets ou des droits sur une technologie à une autre entreprise, décider de breveter plutôt que vendre) ;
- mettre en place un management incitatif (BSA, actions de préférence) ;
- réaliser des opérations comptables et fiscales comme une réorganisation fiscale (ex : transfert transfrontalier) ou un apport de capital en nature ;
- mettre en œuvre un test de dépréciation pour les besoins des actionnaires ;
- discuter de nouvelles augmentations de capital avec les actionnaires ;
- etc.

Cette pluralité de contextes entraîne un nombre croissant d'évaluations qui méritent (comme pour toute autre société) le suivi d'une méthodologie documentée et robuste. Parmi les approches communément utilisées en évaluation, certaines s'avèrent cependant peu pertinentes dans le cadre de start-up :

- l'approche par les multiples sera en pratique partiellement applicable, notamment dans le cas de sociétés non rentables pour lesquelles seul un multiple de CA sera utilisable. Elle pourra être appliquée dans des secteurs dans lesquels il y a déjà eu des transactions relativement comparables ;
- l'approche par les coûts sera très rarement utilisée du fait de la non prise en compte des perspectives futures.

Ainsi, l'approche par les flux peut dès lors être considérée comme la plus pertinente. Pour autant, son application dans le cadre de l'évaluation de start-up doit être associée à un certain nombre d'ajustements, visant à intégrer correctement le niveau de risque de la société.

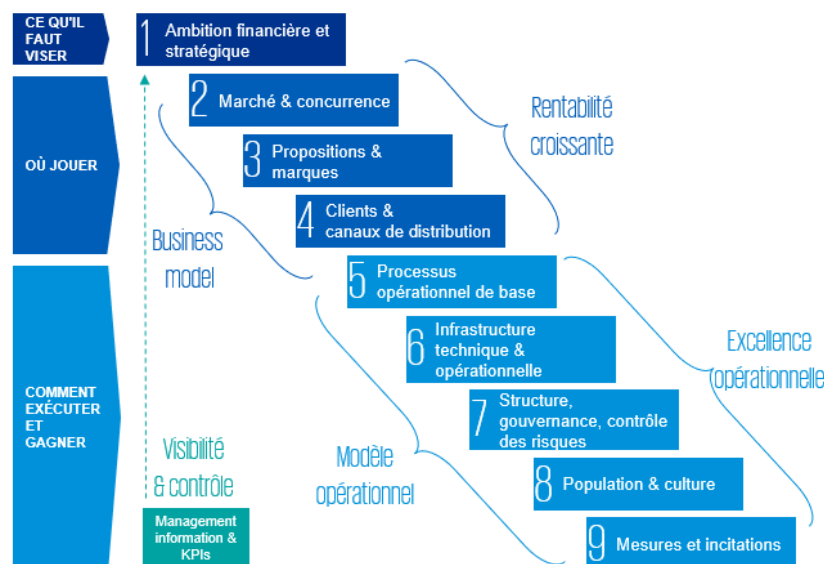
Nous verrons dans la suite de mon propos quelques grandes méthodes pouvant être mises en œuvre (sans qu'une ne soit forcément plus pertinente qu'une autre) : **ajustement du taux d'actualisation, ajustement des flux par l'utilisation de probabilités de succès (PoS) ou de probabilités de défaut (Survival rate), ou encore l'approche investisseurs (VC).**

- **Business plan**

En général, une société peut être considérée comme une start-up lorsqu'elle a été créée récemment et qu'elle anticipe une forte croissance. En conséquence, le business plan risque d'être volontariste, voire très volontariste.

Le business plan préparé par une start-up doit reposer sur un plan stratégique étayé, et si possible des études de marché. Ces éléments doivent être fidèlement retranscrits dans un modèle financier complet (compte de résultat, bilan, tableau de flux de trésorerie).

L'évaluateur devra dès lors revoir ces éléments afin d'apprécier le risque de la société. Pour cela, la première étape peut être d'analyser les leviers de valeur :



Ensuite, à la lumière des échanges avec les dirigeants, la réalisation d'une étude de marché (ou une revue poussée des études de marché fournies) peut être envisagée.

Enfin, l'évaluateur devra analyser les éléments financiers transmis afin de mesurer la correcte modélisation des hypothèses des dirigeants et des résultats des études de marché.

- Mesure des risques : ajustement du taux d'actualisation et des flux de trésorerie futurs

L'approche la plus utilisée pour évaluer une start-up est généralement la méthode des DCF (flux de trésorerie prévisionnels actualisés). Dans le cadre de la mise en œuvre de cette méthode, il est d'usage de tenir compte d'ajustements au niveau du taux d'actualisation et/ou au niveau des flux (pour appréhender le risque spécifique de ce type de société).

Ajustement du taux d'actualisation

La prise en compte du risque spécifique d'une start-up (lié par exemple au caractère disruptif de ses produits ou services) peut être adressée par l'utilisation de taux de rendements attendus par les investisseurs en capital risque (VC). En effet, l'approche du MEDAF (même en tenant compte d'une prime de taille) n'intègre pas suffisamment le risque spécifique. Dès lors, plusieurs études académiques présentent des taux de rendement attendus par les investisseurs :

Etape de développement	Plummer / QED median	Scherlis and Sahlman	Sahlman, Stevens on, and Bhide	Damodaran
Stade initial	50% - 70%	50% - 70%	50% - 100%	50% - 70%
Première étape	40% - 60%	40% - 60%	40% - 60%	40% - 60%
Deuxième étape	35% - 50%	30% - 50%	30% - 40%	35% - 50%
Bridge/IPO	25% - 35%	20% - 35%	20% - 30%	25% - 35%

En pratique, deux positions peuvent être considérées :

- La prise en compte d'un taux moyen entre l'approche du MEDAF et les taux des VC pour pondérer le risque (par exemple moyenne entre un taux de 10% et un taux de 35% en fonction du stade de développement présenté dans le tableau ci-avant) ;
- La prise en compte de deux taux différents : un plus élevé sur la période du BP (taux VC) et un plus faible pour le calcul de la valeur terminale (dérivé du modèle du MEDAF).

De manière concrète, l'arbitrage entre ces deux méthodes peut se faire en fonction du business model de la société et du business plan.

En effet, un business plan très ambitieux (cas réel traité avec un EBITDA de 100m€ à horizon 15 ans pour une société en création sur un nouveau marché) peut justifier la prise en compte d'un taux élevé sur toute la durée du business plan (y compris pour la valeur terminale).

De plus, dans ce cas précis l'ajustement des flux était complexe du fait de la vraie rupture proposée par le business model de la société.

En revanche, dans un autre dossier traité sur une start-up ayant déjà levé des fonds et avec un business plan moins ambitieux, une approche tenant compte d'un taux élevé en début de BP puis un taux plus mesuré et sectoriel pour la valeur terminale avait été considérée.

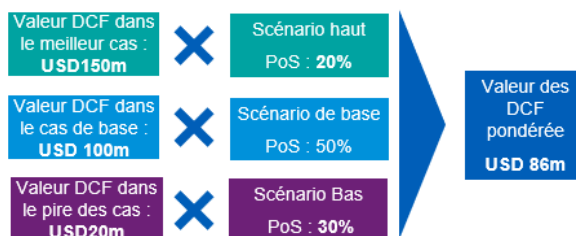
De plus, la valeur terminale avait également été calculée sur la base d'un multiple de sortie (multiple de CA et d'EBITDA). L'utilisation de multiples peut être pertinente dans certains secteurs dans lesquels des transactions relativement comparables ont eu lieu.

Ajustement des flux – Utilisation de probabilités de succès (PoS)

En complément, un ajustement des flux peut être réalisé en tenant compte de probabilités de succès (PoS).

Ces probabilités peuvent être appliquées :

- à différents scénarii de business plan, afin de tenir compte des différentes possibilités d'évolution de la société. Dès lors il conviendra d'utiliser un nombre limité de scénarii et de veiller à ne retenir que les plus probables / mieux documentés. Cela donnerait par exemple ce genre d'analyse :



- aux flux de trésorerie d'un business plan, sur la base par exemple d'études académiques.

Un grand nombre d'études existent notamment dans le domaine de la santé et fournissent des probabilités de transformation entre la phase pré-clinique et la commercialisation (et/ou le passage de phases intermédiaires), par exemple :

Benchmark PoS				
	Sources (%)	Bio, Biomedtracker and Amplion study	Broker's note Median	Broker's note Mean
PoS	Phase 1 to phase 2	69,5%	70,1%	n.c.
	Phase 2 to Phase 3	45,7%	58,3%	n.c.
	Phase 3 to NDA/BLA	72,7%	n.c	n.c.
	NDA/BLA to approval (2)	88,7%	n.c	n.c.
LOA (1)	Prec-Clinical	n.c.	n.c.	n.c.
	Phase 1 to approval	20,5%	10,0%	10,0%
	Phase 2 to approval	29,5%	45,0%	39,0%
	Phase 3 to approval	64,5%	80,0%	80,0%
Selected	NDA/BLA to approval	88,7%	85,0%	85,0%
	PoS Phase 1 to 2	100,0%		
	PoS Phase 2 to 3	45,7%		
	PoS Phase 2 to Approval	29,5%		

(1) Likelihood of Approval (LOA). LOA is calculated as the product of each Phase Success probability leading to FDA approval.

(2) NDA: New Drug Application / BLA: Biologics License Applications

Ajustement des flux - Utilisation de probabilités de défaut (Survival rate)

En considérant le fait que de nombreuses start-up vont malheureusement échouer dans leurs projets, il est possible de mettre en œuvre une méthode fondée sur les probabilités de défaut (ou de survie sous un angle plus optimiste).

Cette approche part du principe qu'une société peut, après sa création, rencontrer des difficultés liées à (i) une absence de marché (ou la difficulté à trouver son marché), (ii) un manque de trésorerie (une consommation de trésorerie plus rapide que prévue par exemple) ou (iii) des difficultés managériales et/ou d'entente entre les équipes.

Ces risques de défaut, qui vont en théorie diminuer avec l'âge de la start-up, peuvent être analysés sur de grands échantillons. Par exemple, Knaup and Piazza (2005, 2008) ont analysé les données de sociétés américaines (fondées sur 8,9 millions de sociétés) et en ont ressorti les ratios ci-dessous :

	<i>Proportion of firms that were started in 1998 that survived through</i>						
	<i>Year 1</i>	<i>Year 2</i>	<i>Year 3</i>	<i>Year 4</i>	<i>Year 5</i>	<i>Year 6</i>	<i>Year 7</i>
Natural resources	82.33%	69.54%	59.41%	49.56%	43.43%	39.96%	36.68%
Construction	80.69%	65.73%	53.56%	42.59%	36.96%	33.36%	29.96%
Manufacturing	84.19%	68.67%	56.98%	47.41%	40.88%	37.03%	33.91%
Transportation	82.58%	66.82%	54.70%	44.68%	38.21%	34.12%	31.02%
Information	80.75%	62.85%	49.49%	37.70%	31.24%	28.29%	24.78%
Financial activities	84.09%	69.57%	58.56%	49.24%	43.93%	40.34%	36.90%
Business services	82.32%	66.82%	55.13%	44.28%	38.11%	34.46%	31.08%
Health services	85.59%	72.83%	63.73%	55.37%	50.09%	46.47%	43.71%
Leisure	81.15%	64.99%	53.61%	43.76%	38.11%	34.54%	31.40%
Other services	80.72%	64.81%	53.32%	43.88%	37.05%	32.33%	28.77%
All firms	81.24%	65.77%	54.29%	44.36%	38.29%	34.44%	31.18%

Ainsi, pour évaluer une société sur la base de cette méthode il suffit finalement de tenir compte du taux de survie d'une société en fonction de son secteur d'activité et de l'année considérée. Les flux ainsi décotés, peuvent ensuite être actualisés afin de déterminer la valeur d'entreprise.

Cette approche peut être comparée à l'approche fondée sur les PoS (probabilités de succès) : ces ratios peuvent ainsi être assimilés à des probabilités de succès et appliqués de manière fine progressivement année après année, ou de manière plus brutale en considérant uniquement le ratio de l'année la plus lointaine (du fait du caractère très ambitieux d'un business plan par exemple) appliqué directement à la valeur d'entreprise avant pondération. Il faudra, à la fin, veiller à ne pas surpondérer le risque.

En conclusion, il est probablement plus pertinent de combiner les deux approches, c'est-à-dire un ajustement du taux et la prise en compte de probabilités, tout en veillant à ne pas double-compter le risque (principal écueil potentiel de cette approche).

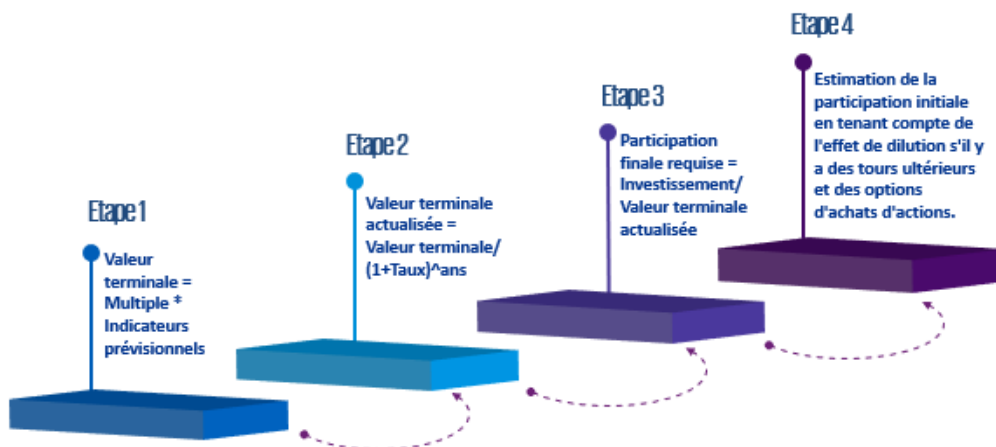
- Approche investisseurs (VC) :

Les investisseurs utilisent fréquemment une approche fondée sur leurs cibles de rentabilité au moment d'investir dans une start-up : l'approche VC pour Venture Capital.

Les fondements de cette approche viennent des difficultés liées à la correcte application des méthodes d'évaluation traditionnelles et du contexte d'un investissement en capital risque : il est compliqué d'appréhender des flux par nature très incertains et il y a un fort enjeu de négociation pour l'investisseur afin de sécuriser un niveau de rendement attendu.

En conséquence, un multiple est utilisé pour une période future lorsque le flux de trésorerie devient positif, et la valeur future est actualisée avec un taux d'actualisation équivalent au risque de la phase dans laquelle se trouve actuellement la société (taux de rendement cible).

Les travaux peuvent se décomposer de la manière suivante :



Le taux d'actualisation (ou taux de rendement attendu dans ce cas) peut être estimé sur la base d'études académiques, comme présenté dans ce tableau :

Stade de développement	Plummer ¹	Scherlis et Sahlman ²	Sahlman ³	Everett ⁴
Démarrage	50% - 70%	50% - 70%	50% - 100%	25% - 60% (médiane 35%)
Première phase ou développement initial	40% - 60%	40% - 60%	40% - 60%	15% - 50% (médiane 25%)
Deuxième phase ou expansion	35% - 50%	3% - 50%	30% - 40%	15% - 50% (médiane 25%)
Bridge / IPO	25% - 35%	20% - 35%	20% - 30%	15% - 50% (médiane 25%)

Notes :

1. James L. Plummer, QED Report on Venture Capital Financial Analysis (Palo Alto: QED Research, Inc., 1987);
2. Daniel R. Scherlis et William A. Sahlman, "A Method for Valuing High-Risk, Long Term, Investments: The 'Venture Capital Method'" (Boston; Harvard Business School Publishing, 1989);
3. William A. Sahlman, Financing Entrepreneurial Ventures, Business Fundamentals (Boston: Harvard Business School Publishing, 1998);
4. Craig R. Everett, "2017 Private Capital Markets Report" (Malibu: Pepperdine University Graziadio School of Business and Management, 2017).

Afin de positionner de manière plus fine une start-up dans ces fourchettes de taux d'actualisation, une analyse qualitative peut être réalisée en décomposant certains critères et en considérant différentes étapes pour chacun des critères :

	Etape 1	Etape 2	Etape 3	Etape 4	Etape 5	Etape 6
Chiffres d'affaires	Aucun	Aucun	Aucun	Aucun	Croissant	Historiquement établie
Historique des dépenses	Limité	Substantiel	Substantiel	Substantiel	Historiquement établie	Historiquement établie
Profitabilité	Pertes	Pertes	Pertes	Pertes	Rentable (ou pas de perte)	Historiquement établie
Equipe managériale	Incomplète	Expansion	Complète	Complète	Complète	Complète
Dev. produit	Limité	En cours	Phase Beta	Commandes passées	Commandes passées	En cours
Sources de financement	Business angels	Venture Capital (VC)	VC / Stratégique	Mezz / Stratégique	Stratégique/ IPO	Auto-financement

Dès lors, en considérant un taux d'actualisation maximum de 70% et un taux minimum de 20% (sur la base des taux ressortant des études), il est possible de positionner une société en fonction des différentes étapes (cases colorées dans l'exemple ci-dessous) :

Discount Rate	Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4	Stage 5	Stage 6	70%
Revenue	None	None	None	Some	Growing	Established history	6,67%
Expense History	Limited	Substantive	Substantive	Substantive	Established history	Established history	5,00%
Profitability	Losses	Losses	Losses	Losses	Profitable	Established history	6,67%
Management Team	Incomplete	Expanding	Complete	Complete	Complete	Complete	5,00%
Product Development	Limited	On going	Beta phase	Orders made	Orders made	On going	6,67%
Financing sources	Angels	Venture Capital (VC)	VC / Strategic	Mezz / Strategic	Strategic / IPO	Self-funding	5,00%
Discount rate	70%	60%	50%	40%	30%	20%	35,00%
Weighting	0,00%	1,67%	3,33%	5,00%	6,67%	8,33%	

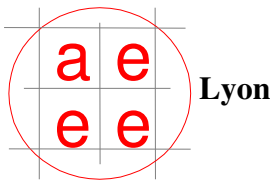
Exemple : $(70\% - 30\%) / 6 = 6,67\%$

Chaque case colorée correspond au niveau d'avancement de la société. En partant de 70% et en retirant chaque calcul correspondant à l'avancement de la société nous arrivons à 35%.

Après la fixation du taux de rendement attendu, il reste deux éléments importants à prendre en compte :

- la sélection d'un multiple qui sera souvent fondé sur (i) les transactions comparables disponibles, (ii) les multiples boursiers éventuels applicables, (iii) et/ou les opérations déjà réalisées par l'investisseur financier ;
- la prise en compte du risque d'une future dilution. En effet, le pourcentage de détention au moment de l'investissement doit être calculé en tenant compte de l'impact sur la plus-value future des dilutions potentielles futures (c'est-à-dire en cas de tours ultérieurs).

Cette approche reste à privilégier dans le cas de discussions avec des investisseurs financiers, mais nécessite la prise en compte d'un grand nombre de paramètres, parfois qualitatifs.



Conclusion

En conclusion, ces différentes approches démontrent bien la difficulté liée à l'évaluation d'une start-up.

Il s'agit d'un exercice souvent plus complexe que l'évaluation d'une société mature, pour lequel il convient de mettre en œuvre différentes méthodes usuelles de manière précise, tout en veillant à ne pas prendre en compte le risque deux fois (ou à ne pas le minimiser).

Les différentes méthodes présentées ci-avant peuvent bien évidemment être « couplées » à une approche plus classique fondée sur des multiples (lorsqu'ils sont pertinents) et demandent également un travail classique sur l'endettement financier net et tout autre élément impactant la valeur (comme la présence de déficits reportables par exemple).

Il s'agit donc in fine d'un exercice classique d'évaluation, pour lequel, comme toujours, il convient de suivre une méthodologie précise tout en exerçant son jugement professionnel afin de rester neutre.

La notation ESG a-t-elle de la valeur ? Premières réflexions.

Christophe VELUT
Président A3E – Associé Advolis Orfis

Les critères ESG et les notations associées ont pris de plus en plus d'importance sur une période récente dans l'écosystème financier :

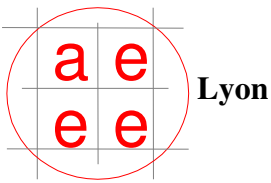
- les entreprises devront présenter la part de leur chiffre d'affaires, de leur investissement (capex), et de leurs dépenses courantes (opex), éligible aux 2 premiers objectifs de la taxonomie (atténuation et adaptation au changement climatique) dans leur URD 2021, ce qui nécessite souvent d'adapter le système d'information, qui ne permettent pas toujours ni facilement d'accéder aux informations financières requises,
- une étude réalisée par le cabinet PWC a montré que le pourcentage de rémunération des dirigeants de sociétés du CAC 40 sont basées sur des critères ESG,
- L'interview de Bertrand Manet présentée ci-dessus a montré que les fonds d'investissement doivent de plus en plus établir une charte 'engageant à investir dans des entreprises qui respectent les critères ESG,
- des études récentes en cours tendent à mettre en évidence :
 - *une vigilance de plus en plus forte des actionnaires institutionnels au regard des sociétés qui ne prennent pas suffisamment en considération les enjeux ESG (intention de céder leur participation, intention de voter contre la politique de rémunération des dirigeants qui n'affichent pas leur stratégie sur le sujet,...),*
 - *une indexation de plus en plus forte des rémunération des dirigeants sur les critères ESG,*
 - *une corrélation entre la notation ESG et la performance des entreprises,*
 - *la capacité de résilience face à la crise Covid pour les entreprises bien notées sur les critères ESG..*

Une étude réalisée par la Ferma (Fédération Européenne des associations de gestion du risque) montre que :

- les 3 risques critiques les plus élevés anticipés pour le 3 prochaines années sont :
 - *les risques cyber,*
 - *les risques liés à l'accélération des changements technologiques,*
 - *les risques liés aux incertitudes relatives à la croissance économique,*
- les 3 risques critiques les plus élevés anticipés pour le 10 prochaines années sont :
 - *les risques liés aux changement climatiques,*
 - *les risques liés aux changements de comportement des consommateurs,*
 - *les risques liés aux température extrêmes.*

Ainsi, à horizon 10 ans, 2 risques sur 3 sont liés aux risques climatiques.

Dans son projet de recommandations sur les comptes 2021, l'AMF a demandé aux entreprises de décrire si, et comment les enjeux liés aux risques climatiques sont reflétés dans les estimations comptables clés utilisées dans les comptes présentés, et notamment dans les tests de dépréciation.



Une réflexion a été engagée par plusieurs associations professionnelles françaises et/ou internationales sur l'impact de notation ESG sur les valorisations : prise en compte dans le business plan, impact sur la valeur terminale, décote sur la prime de risques, ...

Il est convenu à ce stade qu'une entreprise ayant une bonne notation ESG devrait valoir plus qu'une entreprise qui a une mauvaise notation.

La question est cependant importante : doit-on dégrader la valeur des sociétés qui ont une mauvaise notation ou doit-on majorer la valeur de celles qui ont une bonne notation ?

En attendant des avancées sur la modélisation et la quantification financière éventuelle de la notation ESG, on peut se poser utilement de bonnes questions concernant le business plan : la cohérence entre les annonces faites par la société sur les actions permettant de gérer le risque climatique, ou la cartographie des risques publiée dans son DEU, et le business plan,...

Les journaux économiques et financiers mentionnent de plus en plus le risque de « bulle verte » sur lequel il convient d'être très vigilant. Cf. illustration du risque avec la valeur de Tesla (cf. article supra).

Flash infos / actualités en matière d'évaluation

Christophe VELUT
Président A3E – Associé Advolis Orfis

=> Actualité en matière de tests de dépréciation :

- **l'OECCA a sorti un guide sur les tests de dépréciation des titres de participation et des actifs corporels et incorporels.** Plusieurs membres d'A3E ont participé à son élaboration. Ce guide s'applique aux comptes sociaux et consolidés établis en principes français. Il apporte de nombreuses réponses et illustrations pratiques à des questions fréquemment posées, et vient utilement combler un manque. Je vous encourage vivement à le consulter.
- ***maintien de l'option 3 pour les tests de dépréciation (tests hors IFRS 16 -contrats de location-)*** :
 - o la tolérance sur la mise en œuvre de l'approche historique (« approche 3 ») est reconduite pour la clôture 2021. rappelons que cette approche consiste à ne pas tenir compte des 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 ; elle est plus généralement conforme aux pratiques des évaluateurs ;
 - o il est à noter que l'essentiel des groupes avaient réalisés leurs tests de dépréciation en 2020 selon l'option 3.
 - o j'attire votre attention sur le fait que certains pays comme l'Angleterre, l'Allemagne, ou l'Espagne, sont critiques vis-à-vis de l'option 3, sans pour autant apporter de solutions pratiques aux nombreuses difficultés pratiques rencontrées, qui avaient conduit à proposer « l'approche 3 ». Il s'avère en effet que différents pays n'ont pas officiellement introduit « l'approche 3 », tout en l'appliquant sans le dire en tant que méthode de simplification,...ou en faisant des calculs erronés (ex : wacc post IFRS 16, sous couvert de la notion « d'évaluation comptable »),
 - o Il est probable que l'ESMA sorte une recommandation sur la fin du 1^{er} semestre 2022 sur le sujet. Il ne faut donc pas exclure le risque que « l'approche 3 » ne puisse plus être appliquée fin 2022, sauf en cas de méthode de simplification (« practical expedient »), comme cela a déjà été le cas sur d'autres sujets (BFR, impôts,...). *A suivre. l'association A3E reste plus que jamais très attentive sur l'évolution de la réflexion sur ce sujet.*
- ***traitement des actifs liés aux droits d'utilisation non utilisés (actifs IFRS 16).***
 - o le groupe de travail de la CNCC est en cours de finalisation de recommandations 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,...).

Rappels des points de la précédente lettre :

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

- *fourchettes des tests de sensibilité :*
 - 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 décréu : changements **significatifs** qui ont eu lieu ou vont avoir lieu dans un avenir proche ayant 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.