

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Lettre trimestrielle n°36 – 1^{er} trimestre 2022

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- Impact des contextes inflationnistes sur la valeur des entreprises
Page 3
- Comment prendre en compte l'inflation dans les évaluations (environnement normatif et points d'attention sur les prévisions?)
Page 18
- Comment calculer l'EFN ?
Page 23
- Actualités en matière d'évaluation
Page 25

Edito du Président :

Le mois d'octobre a été pendant longtemps le mois des « black swann ». Depuis 2020, le mois de mars a pris sa place (crise de la covid en 2020, guerre en Ukraine en 2022).

Cette crise géo-politique majeure, qui ne rentrait pas dans le champ des possibles quelques mois avant, a eu des conséquences multiples et brutales, et a inversé les tendances des prévisions : on ne parle plus d'inflation « positive et temporaire », mais « d'inflation installée » et de « récession technique » (la croissance de la France est proche de 0 sur le 1^{er} trimestre 2022). Cette situation nouvelle crée une tendance forte sur les taux d'intérêts avec l'accélération du durcissement des politiques monétaires des banques centrales (la radicalité des mesures étant différentes selon l'exposition des zones). La forte résurgence de la crise sanitaire en Asie (Chine, Corée,...), et la sécheresse dont sont victimes plusieurs pays, accentuent les tensions sur l'économie mondiale et l'inflation (ruptures d'approvisionnement,...). Les effets ricochets sont nombreux (protectionnisme - alimentaire,...- de certains pays qui bloquent leurs exportations,...).

Nous avons compris que l'inflation n'était pas la même selon les zones (inflation essentiellement interne aux US, essentiellement externe en Europe,...), que les situations et les politiques sont différentes selon les zones (les US craignent la surchauffe, l'Europe la récession, la Chine se prépare à un rebond en cas de baisse de l'ampleur de la crise sanitaire).

L'évaluateur est confronté à des problématiques nouvelles : les jeunes générations n'ont pas connu la problématique de l'inflation en France, les aléas liés aux prévisions n'ont jamais été aussi importantes, les crises fortes se succèdent, l'horizon n'a jamais été aussi bouché,..., et malgré tout les dirigeants doivent gérer leurs entreprises,..., un peu comme une start-up, avec plusieurs scénarii (dégradé,...) et un pilotage un peu à vue. On ne sait pas forcément où on va, mais il faut y aller.

Cette période trouble fait que le jugement et l'expérience sont plus que jamais importants. L'évaluateur doit évaluer dans la jungle de l'environnement économique actuel pour conclure sur une valeur « raisonnablement probable », et non plus « raisonnablement certaine ». Il est cependant essentiel qu'il y ait une convergence des pratiques des évaluateurs sur ces sujets passionnants intellectuellement, mais complexes.

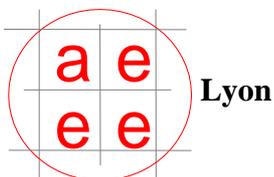
La présente lettre vous livre la réflexion de certains membres de l'association sur : les impacts d'une inflation « installée » sur les évaluations, en attendant de savoir si l'inflation sera durable sur les mises en œuvre des méthodes d'évaluation ; sur des points de vigilance sur l'analyse des BP dans le contexte actuel. Nous faisons également le point sur les dispositions normatives sur le sujet. L'association a lancé une enquête sur la prise en compte de l'inflation par les évaluateurs. Nous vous présenterons les conclusions dans le cadre d'une prochaine lettre.

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

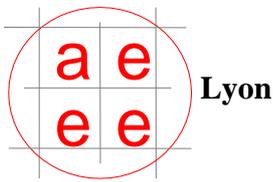
*Christophe VELUT,
Président de l'A3E et Directeur Général d'Orfis*

L'association A3E contribue de manière active à la rédaction de plusieurs guides établis par des associations professionnelles (ex : CNCC, OEC,...), et notamment :

- Le guide d'évaluation des start-up innovantes (CNCC),
- Le guide d'évaluation (OEC).

La diffusion des guides est prévue pour la fin de l'année 2022.

L'association A3E contribue également de manière active à la préparation de la journée nationale de l'évaluation, qui se tiendra à Paris le 25 octobre 2022.



Impact d'un contexte inflationniste sur les valeurs d'entreprises : point actuel sur la question.

*Eddy BLOY et Alain MARION
Vice Président et Trésorier d'A3E*

Dès 2021, on commençait à parler d'un éventuel retour de l'inflation. Nous avons alors voulu explorer quelles pouvaient être les conséquences d'un tel changement sur les valeurs d'entreprises et les pratiques de l'évaluation.

Cette attention précoce accordée à ce phénomène se révèle aujourd'hui tout à fait prémonitoire dans la mesure où ce qui n'était qu'une présomption tend à devenir au fil des mois une réalité qui s'ancre dans notre quotidien. La guerre en Ukraine qui, au moment où nous écrivions ne faisait pas encore partie du paysage géopolitique vient rajouter de nouvelles tensions à celles qui préexistaient.

Nous pensons qu'il n'est pas inutile de revenir sur nos propos présentés dans une précédente lettre, d'une part pour qualifier et quantifier l'inflation à laquelle nous sommes désormais confrontés et d'autre part pour préciser les impacts qu'elle peut avoir sur nos pratiques.

1-Rappel sur la nature de l'inflation

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

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

La première résulte d'une hausse d'un ou plusieurs éléments du coût de production des entreprises qui est répercutée sur les prix des produits : hausse du coût du travail, des matières premières, coût des capitaux...

La seconde, l'inflation par la demande, ressort d'un excès de la demande sur l'offre : hausse des revenus sans rapport avec l'accroissement de la productivité et/ou de la capacité de production de l'économie, libération brutale d'une masse d'épargne importante... Bien évidemment ces deux types de processus peuvent se combiner au cours du développement de l'inflation.

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

Nous n'allons pas abreuser le lecteur de chiffres. Néanmoins il est indispensable de qualifier comme de quantifier ce dont on parle et les différents médias abondent d'indicateurs, la plupart du temps sans en donner la définition ni en préciser la portée.

Or une information dont on ne saisit pas les paramètres essentiels peut s'avérer, dans le meilleur des cas, sans intérêt et, dans le pire des cas (le plus fréquent), franchement trompeuse.

L'inflation, comme la plupart des phénomènes économiques peut être mesurée sous forme d'indice ou de taux de variation entre deux dates.

Nous retiendrons ici cette dernière mesure qui est la plus parlante. Mais ce taux peut lui-même faire l'objet d'une mesure sur l'année ou bien d'une évaluation en glissement annuel (variation de mois à mois entre deux années successives). Actuellement, c'est ce dernier qui est le plus utilisé car il suit plus fidèlement la dynamique de l'inflation dans la période intra-annuelle.

Ces définitions étant posées examinons le cas français. L'année dernière, la France a connu une inflation annuelle 2,1% soit quasiment l'objectif de la BCE (contre 2,6% pour la zone euro). Si l'on regarde la situation en glissement annuel pour 2022, la situation est tout autre comme en témoigne le tableau suivant

Indices des prix à la consommation

Évolutions annuelles (en %) ; base 100 : année 2015

	Pondérations 2022	mars 2021	février 2022	mars 2022 (p)
Ensemble IPC*	10000	1,1	3,6	4,5
Alimentation	1649	0,9	2,1	2,8
- Produits frais	249	4,4	5,9	7,2
- Autre alimentation	1400	0,4	1,4	2,1
Tabac	215	5,8	-0,1	-0,1
Énergie	886	4,7	21,1	28,9
Produits manufacturés	2444	-0,2	2,2	2,1
Services	4806	1,1	2,2	2,3
Ensemble IPCH**	10000	1,4	4,2	5,1

(p) données provisoires

*: indice des prix à la consommation **: indice des prix à la consommation harmonisé

Champ : France hors Mayotte

Source : Insee – indices des prix à la consommation

En mars 2022, le taux d'inflation est passé à 4,5%. Récemment a été communiqué le chiffre d'avril : 4,8%.

Il connaît donc une accélération régulière depuis le mois de janvier. Notons que si on prenait en compte l'indice harmonisé (taux qui permet les comparaisons européennes nous serions même à 5,1% en mars, soit 0,5 point de plus qu'indiqué par une donnée purement nationale.

Nous compléterons l'information statistique en fournissant les données suivantes concernant l'Europe :

Taux d'inflation annuel et de ses composantes (en %) dans la zone euro

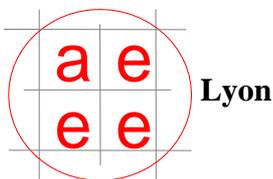
	Poids (%)	Taux annuel							Taux mensuel
		2022	Mars 21	Oct 21	Nov 21	Déc 21	Jan 22	Fév 22	Mars 22
Ensemble de l'IPCH	1000,0	1,3	4,1	4,9	5,0	5,1	5,9	7,5e	2,5e
Ensemble hors :									
> énergie	890,7	1,0	2,0	2,5	2,8	2,5	3,1	3,4e	1,1e
> énergie, aliments non transformés	841,2	1,0	2,1	2,6	2,7	2,4	2,9	3,2e	1,1e
> énergie, alimentation, alcool & tabac	681,8	0,9	2,0	2,6	2,6	2,3	2,7	3,0e	1,2e
Alimentation, alcool & tabac	208,9	1,1	1,9	2,2	3,2	3,5	4,2	5,0e	0,9e
> aliments transformés y compris alcool & tabac	159,4	1,0	2,1	2,3	2,8	3,0	3,5	4,1e	0,8e
> aliments non transformés	49,5	1,6	1,4	1,9	4,7	5,2	6,2	7,8e	1,2e
Énergie	109,3	4,3	23,7	27,5	25,9	28,8	32,0	44,7e	12,5e
Biens industriels hors énergie	265,2	0,3	2,0	2,4	2,9	2,1	3,1	3,4e	2,5e
Services	416,7	1,3	2,1	2,7	2,4	2,3	2,5	2,7e	0,4e

e estimation

Taux d'inflation (%) mesurés par les IPCH

	Taux annuel							Taux mensuel
	Mars 21	Oct 21	Nov 21	Déc 21	Jan 22	Fév 22	Mars 22	Mars 22
Belgique	1,6	5,4	7,1	6,6	8,5	9,5	9,3e	0,7e
Allemagne	2,0	4,6	6,0	5,7	5,1	5,5	7,6e	2,5e
Estonie	0,9	6,8	8,6	12,0	11,0	11,6	14,8e	2,7e
Irlande	0,1	5,1	5,4	5,7	5,0	5,7	6,9e	2,1e
Grèce	2,0	2,8	4,0	4,4	5,5	6,3	8,0e	2,7e
Espagne	1,2	5,4	5,5	6,6	6,2	7,6	9,8e	3,9e
France	1,4	3,2	3,4	3,4	3,3	4,2	5,1e	1,6e
Italie	0,6	3,2	3,9	4,2	5,1	6,2	7,0e	2,6e
Chypre	0,3	4,4	4,7	4,8	5,0	5,8	6,2e	1,8e
Lettonie	0,3	6,0	7,4	7,9	7,5	8,8	11,2e	3,0e
Lituanie	1,6	8,2	9,3	10,7	12,3	14,0	15,6e	2,4e
Luxembourg	2,5	5,3	6,3	5,4	4,6	7,8	7,9e	1,9e
Malte	0,1	1,4	2,4	2,6	4,1	4,2	4,6e	1,4e
Pays-Bas	1,9	3,7	5,9	6,4	7,6	7,3	11,9e	4,7e
Autriche	2,0	3,8	4,1	3,8	4,5	5,5	6,7e	2,3e
Portugal	0,1	1,8	2,6	2,8	3,4	4,4	5,5e	2,6e
Slovénie	0,1	3,5	4,9	5,1	6,0	7,0	6,0e	0,4e
Slovaquie	1,5	4,4	4,8	5,1	7,7	8,3	9,5e	1,7e
Finlande	1,4	2,8	3,5	3,2	4,1	4,4	5,6e	1,5e

e estimation Données sources: [prc_hicp_manr](#)



Il ressort de ces chiffres plusieurs constats :

- L'accélération de l'inflation est vigoureuse et elle a clairement commencé dans le courant de la deuxième moitié de 2021,
- En France comme pour le reste de l'Europe elle est, pour l'instant, liée à la hausse du prix de l'énergie. Secondairement les prix alimentaires (principalement non transformés) jouent également un rôle dans ce dérapage conséquent,
- La hausse du prix des biens industriels et des services reste plus contenue. Cependant, on voit également une accélération s'amorcer à ce niveau et au fil des semaines, on voit se préciser une généralisation du phénomène,
- La France est nettement en dessous de la moyenne européenne et notamment des pays de l'Europe du Nord qui ont habituellement des résultats économiques plus gratifiants que les nôtres. On peut partiellement interpréter cette situation en considérant que l'Etat français est intervenu plus vigoureusement que ceux de nos homologues européens dans le contrôle des prix de l'énergie.

Reste une question pendante dont la réponse divise toujours les économistes : **cette inflation n'est-elle qu'une poussée de fièvre passagère ou doit-on s'attendre à la voir s'installer dans le paysage économique pour les prochaines années.**

Pour éclairer le débat, on peut proposer d'observer les deux scénarios proposés par la Banque de France en mars de cette année :

POINTS CLÉS DES SCÉNARIOS FRANCE

(croissance en %, moyenne annuelle)	Scénario conventionnel						Scénario dégradé		
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
PIB réel	1,8	- 8,0	7,0	3,4	2,0	1,4	2,8	1,3	1,1
IPCH	1,3	0,5	2,1	3,7	1,9	1,7	4,4	3,3	1,5
IPCH hors énergie et alimentation	0,6	0,6	1,3	2,5	2,0	1,9	2,7	2,5	1,6

Données corrigées des jours ouvrables.

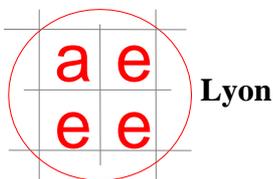
Sources : Comptes nationaux trimestriels Insee du 25 février 2022 jusqu'en 2021, scénarios Banque de France ensuite (conventionnel sur fond bleu clair, dégradé sur fond bleu foncé).

Il faut au préalable préciser que les taux d'inflation utilisés dans le cadre de ces données sont des taux annuels et non des taux estimés en glissement annuel. Les remarques suivantes découlent de l'examen de ces chiffres :

- Les deux scénarios prévoient une décrue de l'inflation dès 2023 et un retour à un taux inférieur au taux « limite » de 2% dès 2023 pour l'un et 2024 pour l'autre. Ces scénarios prennent donc résolument partie pour une inflation passagère.

- Aucune des deux projections n'anticipe des niveaux d'inflation très importants tels que ceux que notre pays avait pu connaître dans les années 70 et 80.

Il s'agit donc de perspectives plutôt optimistes, s'agissant du moins de l'inflation. Toutefois ces scénarios intègrent des perspectives du prix de l'énergie relativement élevés qui ne les rendent pas totalement irréalistes. Il faut souligner que, comme dans toute projection, ces scénarios sont fortement tributaires des hypothèses retenues. Nous ne pouvons qu'inciter le lecteur qui veut approfondir ce point à se reporter au document d'origine consultable sur le site de la Banque de France.



Que l'on nous permette d'émettre une opinion qui en aucun cas ne vaut prévision raisonnée mais ressort plus d'une observation de quelques faits qui ont une certaine prégnance :

- d'abord, il existe une forte tension sur les coûts des approvisionnements. Pensons en particulier aux problèmes logistiques de l'industrie automobile pour ne citer qu'un cas particulièrement emblématique. La guerre en Ukraine est un facteur qui augmente nettement l'incertitude sur la disponibilité de ces approvisionnements sans parler de son impact indirect sur la disponibilité du fret maritime qui n'est pas négligeable. De façon incidente on ne peut que souligner également la hausse des coûts dans ce secteur qui, d'une part pousse les prix des approvisionnements à la hausse et, d'autre part, est sans doute de nature à remettre en cause la structure des chaînes d'approvisionnement.

- par ailleurs les banques centrales sont en cours d'abandonner les politiques monétaires qui ont conduit à une création monétaire inédite dont les effets viennent d'être évoqués.

Le 4 mai 2022 le président de la Fed a annoncé un programme de réduction du bilan de la banque centrale dont le montant pèse actuellement près de 9 000 milliards de dollars.

A partir de juin la Fed commencera de céder chaque mois 30 milliards de dollars de bons du trésor et 17,5 milliards de dollars de titres hypothécaires. Sachant que ces montants seront doublés à partir du mois de septembre, l'objectif étant de réduire l'inflation.

- ensuite, on a injecté beaucoup de liquidité dans les circuits économiques des pays développés. Pour l'instant, cet accroissement de la masse monétaire s'est traduit essentiellement par ce que l'on a appelé une inflation des actifs.

Elle est sans doute partiellement à l'origine de la hausse des multiples qui se pratique dans le monde du private equity. Cette injection de monnaie couplée à un réservoir d'épargne des ménages important est, en partie, à l'origine d'une tension sur le marché des biens et services et donc d'un renforcement de la demande.

Cela étant dit ces effets sont, désormais, partiellement compensés par le fait que l'accélération de l'inflation impacte cette épargne disponible. Le solde des poussées contradictoires est difficile à anticiper.

- Enfin, clairement, on commence à distinguer une indexation des revenus sur l'inflation.

Sur ce point, s'agissant au moins des retraites et du salaire des fonctionnaires, les affirmations du Président de la République renouvelé dans ses fonctions sont tout à fait claires.

Quant au secteur privé il est sous pression et il sera d'autant plus tenté de lâcher du lest que l'on voit apparaître des anticipations inflationnistes dans la fixation des prix de nombreux produits de la part des entreprises.

A cet égard, les discours du secteur de la transformation agro-alimentaires sont également parfaitement clairs. Les mécanismes d'une spirale inflationniste sont en train de se mettre en place.

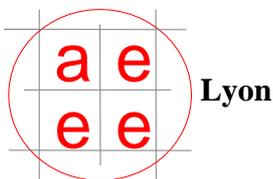
Il faudra encore du temps pour qu'ils soient pleinement opératoires. C'est ce qui va se passer pendant ce laps de temps qui sera déterminant.

Si les facteurs de tensions baissent rapidement, on reviendra à un trend de hausse de prix proche de la tendance antérieure. Si les effets d'inertie installent les comportements d'anticipation inflationniste dans le paysage, alors nous sommes probablement partis pour une assez longue période de hausse de prix.

[3-Impacts de l'inflation sur l'évaluation](#)

L'inflation n'est pas un phénomène neutre pour les résultats de l'entreprise.

Par l'influence qu'elle est susceptible d'avoir sur ces derniers l'inflation impacte la valeur des entreprises. L'intensité de l'impact sera variable selon l'aptitude manifestée par l'entreprise pour répercuter les pressions subies au niveau des prix d'achat.



De même en raison de l'élévation des frais financiers qui dérive mécaniquement de celle des taux d'intérêt, le taux d'endettement est susceptible d'avoir une influence sur la valeur des entreprises. Enfin le coût du capital, en raison de son mode de calcul, est lui aussi impacté par l'inflation via l'élévation des taux d'intérêt.

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

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

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

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

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

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

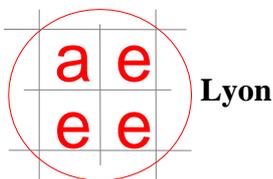
L'inflation aura une influence différenciée sur le résultat courant, selon que l'entreprise est fortement ou faiblement endettée.

En effet, l'inflation, qui se traduit par un ajustement à la hausse des taux d'intérêt, conduit à porter attention à la structure financière de l'entreprise en raison de l'effet multiplicateur de l'endettement sur le niveau du résultat courant dont dérive directement le bénéfice par action.

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

3-3-Sensibilité du WACC à l'inflation

L'inflation via la hausse des taux d'intérêt impacte le coût de la dette et le coût des capitaux propres. Le coût des capitaux propres est impacté via l'élévation de la rentabilité de l'actif sans risque traditionnellement appréhendée à l'aide du rendement des obligations de dette souveraine.



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

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

3-4-Sensibilité des cours à la hausse des taux d'intérêt

Le retour de l'inflation est appelé à nourrir un mouvement de hausse des taux d'intérêt.

La hausse des taux d'intérêt a une influence directe sur la valorisation des entreprises en croissance comme l'illustre l'évolution des cours des grandes valeurs technologiques américaines depuis le début de l'année 2022 : l'indice Nasdaq qui réunit les principales valeurs technologiques américaines abandonne près de 25 %.

Les valeurs technologiques sont en effet très sensibles au niveau des taux d'intérêt en raison du poids des bénéfices futurs dans la formation de leurs prix, contribution appelée mécaniquement à se réduire avec la hausse des taux d'intérêt.

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

Il n'est pas nécessairement utile de chercher systématiquement des méthodes permettant de corriger des effets inflationnistes soit parce que ce n'est pas nécessaire soit parce que cela peut se révéler particulièrement complexe avec la perspective d'un résultat incorporant une telle part d'arbitraire que sa pertinence en serait affectée. Cependant, dans certains cas, les distorsions introduites par les hausses appelleront des corrections permettant de rapprocher la réalité de l'évaluation de l'économie réelle.

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

4-1-Examen préalable du contexte inflationniste

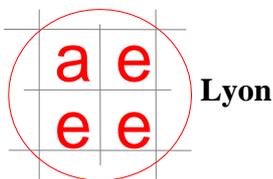
**Le niveau de l'inflation*

Stricto sensu, l'inflation commence dès que le rythme de croissance annuel des prix est supérieur à 0. A dire vrai, compte tenu de l'imperfection de nos indices de prix, un taux de croissance annuel des prix de 1% peut aussi bien s'interpréter comme une absence d'inflation, voire une légère déflation que comme une inflation faible.

On convient actuellement de ne pas s'inquiéter de la hausse des prix tant qu'elle est inférieure à 2% l'an.

Une inflation de 3 ou 4% l'an n'est pas vraiment de nature à perturber sérieusement les résultats d'une évaluation encore que, si l'on veut bien prendre la mesure d'un tel phénomène dans la durée, on doit prendre conscience que, 4% l'an, implique une dérive de prix de 22% sur 5 ans.

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



**La déformation du système de prix*

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

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

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

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

4-2-La transition entre une économie non inflationniste et une économie inflationniste

Nous venons juste d'entamer une mue inflationniste.

Nous sommes dans un « entre deux » où les comptes des entreprises sont encore marqués par des périodes de stabilité et commence déjà à enregistrer des effets de hausse des prix.

L'attitude du praticien dans un tel contexte ne peut être la même que celle qui serait la sienne dans le cadre d'une inflation installée.

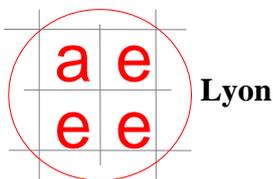
On peut aussi bien imaginer des configurations prix qui favorisent les marges que des situations qui, au contraire, pèseront sur les résultats.

C'est une question de cas par cas et il appartient à l'évaluateur de faire ressortir ce qui, dans ces évolutions relèvent du permanent ou du transitoire.

Un régime transitoire d'inflation peut créer des effets d'aubaine qu'il conviendra de lisser pour retrouver la tendance de moyen ou long terme des résultats.

Mais n'oublions pas non plus, que, compte tenu de la rapidité du glissement de certains coûts, beaucoup de PME n'ont pas la capacité de s'ajuster rapidement.

Un exemple cité par le quotidien « Le Monde » : un fabricant de chaussettes français multimarque a vu subitement le coût de la matière première et de l'énergie dériver sur quelques mois. Il se voit opposer un refus d'augmentation de tarif de la part de ses clients qui se refusent à facturer une paire de chaussette coton à 15€. Cette situation ne peut que se traduire par une baisse de marge au moins à titre transitoire. On peut considérer, d'ores et déjà, que les comptes 2021, 2022 et 2023 seront concernés par les poussées inflationnistes. Il convient donc, dès maintenant d'être très attentifs aux projections qui seront faites.



Pour l'instant, l'hypothèse qui nous paraît la plus probable est celle du scénario dégradé de la Banque de France. Cela signifie que l'évaluateur devra avoir en tête que les comptes des entreprises soumises à son jugement seront impactés, a minima, jusqu'en 2023. Le sens dans lequel s'exercera le poids de l'inflation devra être déterminé en fonction du positionnement de l'entreprise.

Par ailleurs, le redémarrage de l'inflation, dans l'hypothèse où il est appelé à durer, aura inévitablement des conséquences sur le comportement financier des entreprises modelé par le contexte de faible inflation des trois dernières décennies

Cette adaptation du comportement financier devrait être observée en matière de politiques d'investissement et de gestion des stocks appelées à évoluer pour s'adapter à un niveau d'inflation plus élevée.

Ainsi l'achat des immobilisations devrait être privilégié et préféré à leur location si l'entreprise souhaite se protéger contre les hausses de loyer alimentées par l'inflation.

De même le retour à une politique de gestion des stocks se traduisant par un renforcement de leur volume devrait prévaloir afin d'assurer une meilleure maîtrise du taux de marge brute appelé à connaître des variations lorsque le niveau des stocks est bas. Tout cela n'est pas neutre quant aux indicateurs et modèles d'évaluation utilisés par les évaluateurs.

4-2-Correctifs propres aux méthodes analogiques dans le cadre d'une économie durablement inflationniste

**Mise en évidence d'une incidence de l'inflation sur les multiples*

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

Les valeurs qui constituent les numérateurs des multiples sont susceptibles d'être perturbées par les tensions inflationnistes.

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

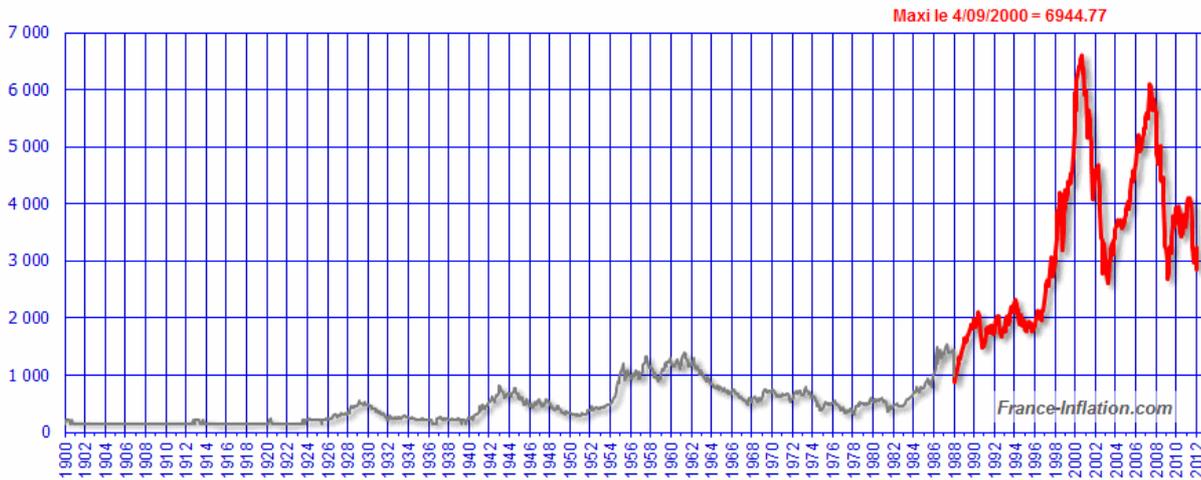
N'oublions pas non plus qu'il existe une variable muette prise en compte dans ces multiples, à savoir le taux de croissance espéré à long terme. Ce dernier peut être impacté par les anticipations d'inflation dans la longue durée.

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

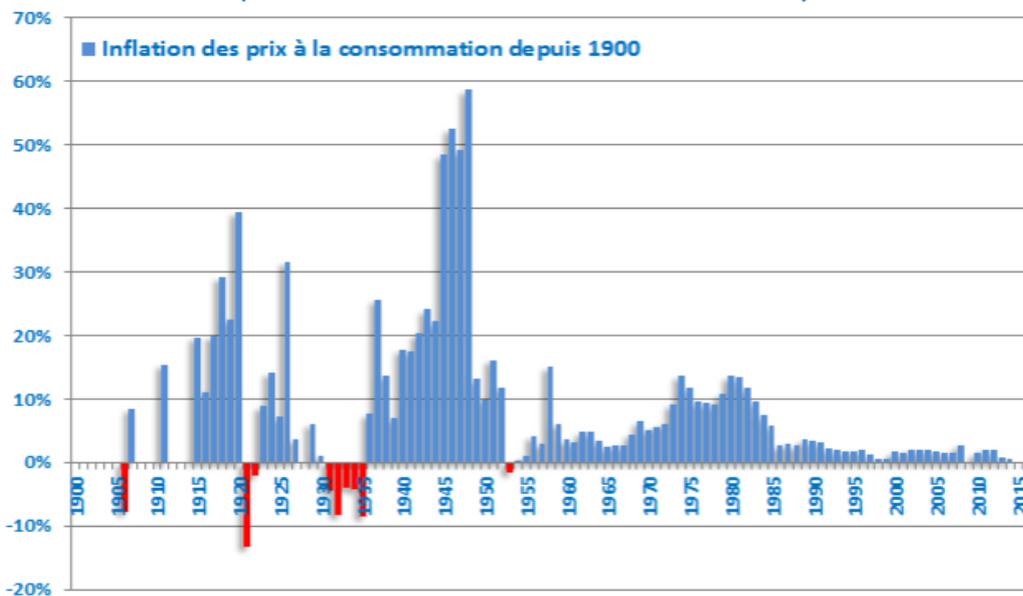
On peut s'intéresser, en premier lieu, à l'impact de l'inflation sur le numérateur des multiples, à savoir les valeurs. Pour avoir des séries longues, le plus simple est de se référer aux valeurs boursières.

Nous rappelons d'abord le graphique du CAC 40 reconstitué depuis 1900 que nous avons déjà reproduit dans le précédent article

CAC40 depuis 1900 (reconstitution avant 1988) Echelle Linéaire



INFLATION EN FRANCE DEPUIS 1900 (nota : nouveaux Francs en 1960 et Euros en 2002)



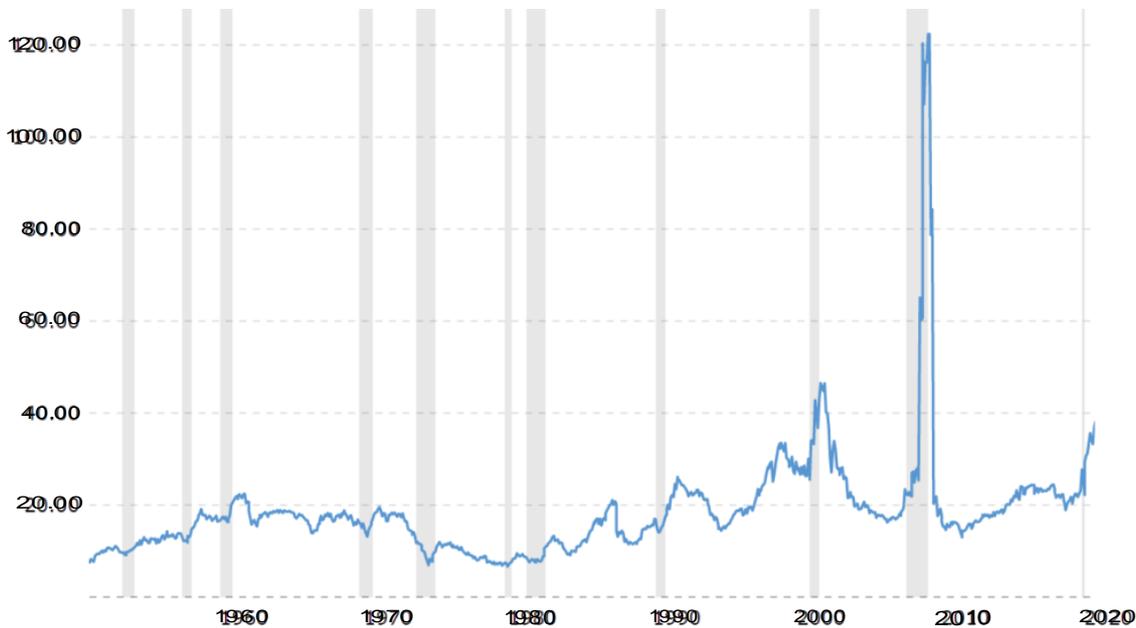
La mise en parallèle des valeurs du CAC 40 et des taux d'inflation est relativement éclairante.

La période de forte inflation 75-85 correspond à une période de « basses eaux » pour le CAC 40 succédant aux bonnes performances des années 60 contemporaines d'un niveau d'inflation nettement plus modéré.

Les dernières années des deux séries dénotent à la fois une faible inflation et des niveaux de valorisation boursière élevée. Par ailleurs, le PER moyen entre 1974 et 1983 était de 7,87.

En 1981 on a un PER de 6,2 et un taux d'inflation de 13,6% ! Si l'on songe aux PER qui sont depuis longtemps, dans les périodes récentes, à deux chiffres, l'écart est considérable.

On peut corroborer ces constatations dans le cadre du marché boursier américain en mettant en parallèle le PER sur le SP 500 et le taux d'inflation.



Evolution du PER moyen sur le SP500

Graphique – inflation IPC historique en Etats-Unis (base annuelle) – durée complète

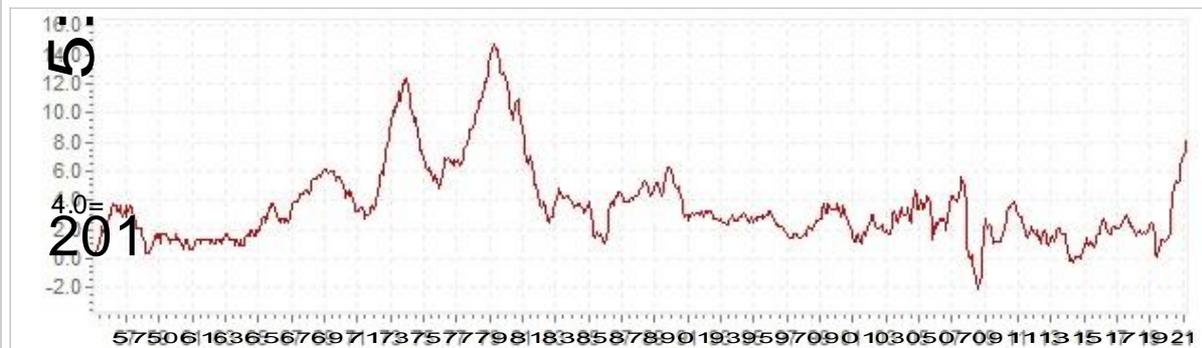


Tableau – inflation historique en Etats-Unis (IPC) – par année

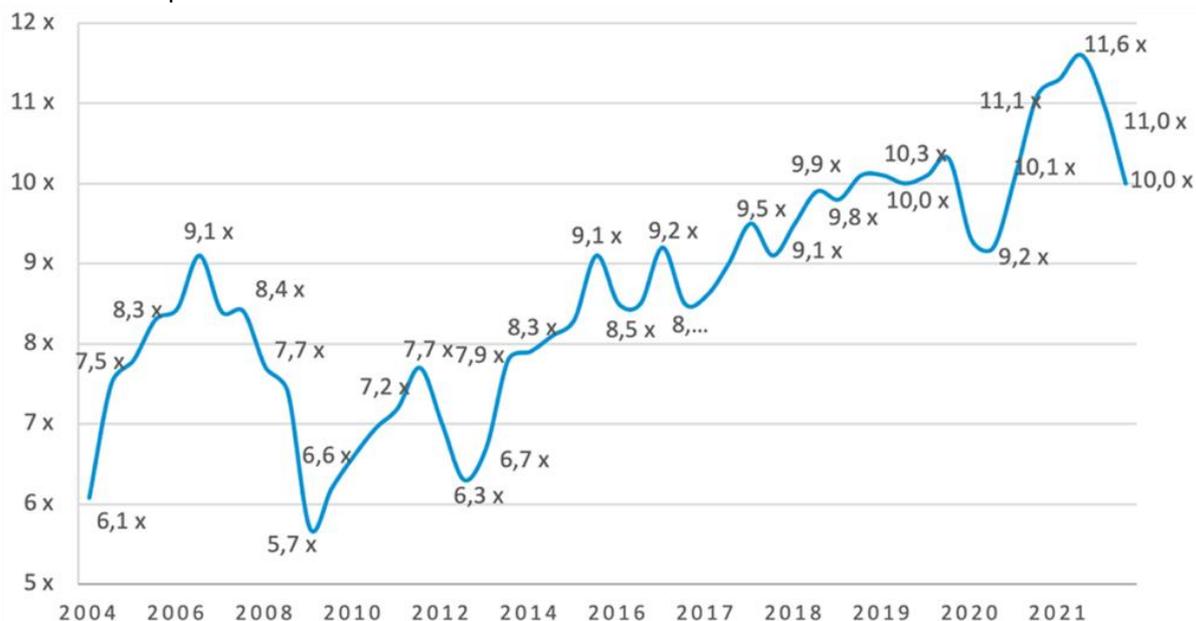
Source inflation-EU

On peut constater que la décennie 70-80 marquée par une forte inflation s'accompagne incontestable d'une tendance à la baisse des PER alors qu'inversement, la hausse tendancielle des PER épouse la baisse de l'inflation.

Pour venir à la période récente, on observe que depuis le début de l'année le CAC 40 a reculé de 10% et le SP 500 a perdu 12% et certaines analyses chartistes anticipent une consolidation à la baisse.

Il y a une logique à cette relation inverse. L'inflation s'accompagne d'une hausse des taux d'intérêt qui mécaniquement fait baisser le cours des actifs. Par ailleurs, dans la mesure où l'inflation ne provoque pas un recul des résultats voire même provoque leur accroissement, elle doit provoquer une baisse des multiples.

On peut conclure notre revue statistique sur la série chronologique des indices ARGOS de multiples d'EBITDA au niveau européen :



Cette courbe a été établie sur la période 2004-2021, il s'agit donc d'une série de données qui s'inscrit dans le long terme. Jusqu'au premier semestre 2009, nous avons affaire à une allure cyclique mais depuis cette date et jusqu'à 2020 on est clairement confronté à une tendance haussière que l'on pourrait identifier par un ajustement statistique ou par un lissage type moyennes mobiles, par-delà les contingences de court terme. Partant de ces constatations d'évidence, on infère deux remarques :

- cette longue période a été marquée par une faible ou une absence d'inflation : en faisant simple, de 2002 à 2010, le taux d'inflation dans la zone euro est de l'ordre de 2%/an et de 1% sur la décennie suivante (soit moitié moins).

- au troisième trimestre et quatrième trimestre 2021, la courbe se retourne alors que démarre une période d'inflation.

Il est évidemment trop tôt pour mettre cette baisse sur le compte de l'inflation dans la mesure où d'abord l'étendue temporelle de cette série n'a aucune commune mesure avec celle que nous pouvons observer sur les marchés boursiers et ensuite parce qu'il y a en réalité un retour fin 2021 à une situation de marché des transactions un peu plus normale que sur la période S2 2020 / S1 2021 qui était particulièrement atypique et polarisée avec la crise Covid.

Il faut être d'autant plus prudent qu'en dépit de l'absence d'inflation ces derniers mois, les multiples d'EBITDA connaissent durant cette longue période des mouvements de retournement dont les causes sont à rechercher aussi bien dans d'autres domaines de la macro-économie que de la méso-économie (mouvement des taux d'intérêts, politique monétaire etc...) raréfaction relative d'entreprises cibles face à une demande croissante des investisseurs ou des industriels, etc...

Néanmoins ce retournement est assez troublant et ne peut qu'interroger. Nous attendons avec impatience le résultat du premier trimestre 2022 !

**Comment traiter les multiples dans ces périodes d'inflation*

La méthode des multiples a toujours interrogé les experts en évaluation. Elle repose la plupart du temps, non pas sur une analyse fondamentale de l'entreprise cible mais sur une démarche analogique, autrement dit, l'expert « subit » l'observation d'un marché aussi imparfait soit-il.

Qui dit marché dit prix et non pas valeur. Ce que nous observons sur une bourse de valeur ce sont des prix d'actifs (des parts d'entreprises) et non une valeur d'entreprise.

On doit donc s'interroger sur la capacité d'un tel signal prix à refléter la valeur de l'entreprise.

Dans le cas de l'indice ARGOS on se rapproche de la réalité des transactions puisque les multiples pris en compte sont relatifs à des « deals » réalisés mais les mêmes questions demeurent.

Dans quelle mesure ces prix sont-ils véritablement représentatifs. Comme nous l'avons dit dans notre précédent article, ils sont le fruit de multiples influences sans évoquer qu'ils reflètent des transactions portant sur des actifs relativement rares à savoir : des entreprises particulièrement rentables et jouissant d'une bonne visibilité.

On note que, malgré la baisse, le multiple médian reste encore à EBITDA x10 et que, par-delà cette médiane, l'écart type des multiples, bien que moins important fin 2021, reste élevé. Finalement, inflation ou pas, les recommandations que l'on peut émettre dans le cadre de la mise en œuvre des multiples relèvent des précautions usuelles qui tiennent à la nature même de la méthode.

- on peut déjà s'interroger sur les multiples qui doivent être appliqués pour une entreprise qui aurait déjà fait l'objet d'une évaluation sur la base de multiples élevés dans les années récentes.

D'abord, comme nous l'avons dit, il faut essayer de qualifier les facteurs qui sont à l'origine de ce changement de tendance.

Qu'est-ce qui découle de facteurs macro-économiques (dont l'inflation), qu'est-ce qui relève d'autres facteurs globaux comme les incertitudes géopolitiques, qu'est-ce qui relèvent de facteurs méso-économiques (changement dans la situation intra-sectorielle) ou micro économiques (modifications dans les fondamentaux de la firme).

Outre les moyennes globales comme celles que nous avons évoquées, l'expert dispose également de données émanant d'échantillons ciblés. Il ne lui est pas interdit de constituer des échantillons ciblés sur des périodes passées pour voir si une évolution significative dans le même sens s'est produite. Les données fondamentales relatives à l'évolution de l'entreprise entre les deux évolutions apporteront également un regard indispensable pour ajuster le multiple.

In fine, il se peut très bien que le multiple élevé préalablement utilisé soit parfaitement adapté et qu'il puisse être maintenu, en dépit d'une tendance générale baissière.

- dans le cas d'une entreprise qui serait évaluée pour la première fois dans un moment où l'inflation s'installe et pèse sur le niveau des multiples, le risque est inverse, on peut être tenté d'appliquer des multiples trop faibles dans un contexte général de baisse.

On peut conseiller de se référer aux séries de long terme soit pour en tirer des moyennes sur une longue période, soit, si l'on parvient à mettre en évidence un « trend » sur une telle série, pour sélectionner la donnée fournie par la courbe de tendance au moment de l'évaluation.

Bien entendu, comme précédemment, une telle valeur doit être confrontée quand c'est possible à des données d'échantillon et ajustée en fonction de l'analyse fondamentale de l'entreprise.

- nous pensons que dans tous les cas de figure, les multiples fournis par l'observation devraient être mis en cohérence avec les paramètres essentiels que sont le WACC, le taux de rendement attendu sur le capital et le taux de croissance sectoriel à long terme.

4-3-Correctifs propres aux méthodes fondamentales

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

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

Mais cet effet prix qui a un effet positif sur la valeur, est contrebalancé par la hausse du coût moyen pondéré des fonds qui résulte mécaniquement de l'inflation puisque les taux d'intérêt sont gonflés du montant actuel et/ou anticipé du taux d'inflation. Cependant, la réalité peut être un peu plus complexe et appeler des mesures correctrices. Ces corrections touchent aussi bien les prévisions de flux de trésorerie que la détermination du WACC.

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

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

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

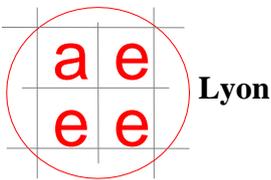
Si les prévisions ont été faites en décomposant prix et volumes en retenant un taux d'inflation constant dans le futur, il faudra également s'assurer que ce taux incorpore un certain montant d'inflation anticipée et ne se fonde pas sur la seule inflation passée.

Une autre façon de faire est de procéder comme les macro-économistes, en monnaie constante, c'est-à-dire, hors inflation. Dans ce cas tous les flux sont déflatés et sont escomptés à un taux hors inflation.

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

-d'abord parce que le taux général d'inflation est parfois très éloigné de l'impact de la hausse des prix et des coûts subis effectivement par l'entreprise

-ensuite parce que la composante coût des capitaux propres du WACC de l'entreprise est affectée par l'inflation selon un quantum qui n'est pas en cohérence avec ce qu'incorpore la composante coût des fonds empruntés.



La situation de chaque entreprise devrait alors être considérée au regard de ces deux remarques afin de déterminer si le WACC doit contenir une prime de risque supplémentaire spécifique ou si, au contraire, sa prime de risque doit être allégée pour ne pas trop pénaliser la valeur. Au demeurant, la méthode DCF dont le fondement repose sur l'utilisation de flux futurs prévisionnels, verra son caractère aléatoire renforcé qui nous paraît avoir pour conséquence une élévation de la prime de risque.

Conclusion

Nous avons tenté au cours des lignes qui précèdent d'analyser les risques d'installation d'une inflation pour quelques années...voire plus. Nous ne nous hasarderons pas à faire des prédictions sur ce point. A minima, nous pouvons tabler sur une assez forte inflation cette année et l'année prochaine et peut être un ralentissement de la hausse en 2024. Trop de facteurs s'entremêlent dans la période actuelle pour créer des facteurs d'incertitude tels que tout pronostic est hasardeux.

Nos sociétés ont perdu le sens de l'inflation car cela fait presque 30 ans que nous vivons dans une relative stabilité des prix.

C'est le cas aujourd'hui de la plupart des experts qui doivent traiter avec les chiffres et singulièrement les plus jeunes d'entre eux.

Or, il est un réflexe qu'il convient de recouvrer rapidement quand on vit dans un contexte inflationniste : s'affranchir de ce que les économistes appellent l'illusion monétaire.

Il faut éviter, en effet, de confondre les valeurs nominales avec les flux réels. Si les prix d'une entreprise évoluent en moyenne de 10% au cours d'un exercice et que la croissance n'est que de 4%, il faut prendre conscience que l'activité réelle a baissé de 6%.

L'évolution de tous les agrégats comptables de l'entreprise doit être examinée au crible de l'inflation si l'on veut aboutir à une évaluation rendant compte de la réalité fondamentale de l'entreprise.

Comment prendre en compte l'inflation dans les évaluations ?

*Christophe VELUT
Président A3E – Directeur Général Advolis Orfis*

Les jeunes générations n'ont pas été confrontées à la problématique de l'inflation en France, qui n'était plus significative depuis plus de 30 ans. Elles ne sont pas familiarisées avec les notions de valeurs nominales / valeurs réelles. N'en déplaise aux nombreux économistes et financiers qui ont soutenu pendant longtemps que l'inflation était temporaire, l'inflation est installée, pour reprendre l'expression de Eddy BLOY et Alain MARION dans le précédent article, et la question du traitement de l'inflation devient un point structurant dans les évaluations.

Eddy BLOY et Alain MARION ont présenté de manière très détaillée le point de vue de l'évaluateur sur la prise en compte de l'inflation dans une évaluation, notamment au chapitre 4.3 de l'article précédent.

- [Que disent les normes en matière de prise en compte de l'inflation ?](#)

Le référentiel français sur les tests de dépréciation ne prévoit pas de dispositions particulières en matière de prise en compte de l'inflation, qui était depuis longtemps « absente des radars ».

Le référentiel IFRS contient des dispositions spécifiques, dès lors que certains pays dans le monde sont concernés par des inflations élevées, voire des hyper-inflations.

Le traitement de l'hyper-inflation relève d'une norme spécifique et ne sera pas évoqué dans l'article, car nous nous concentrons sur la situation française.

Que dit la norme IAS 36 (tests de dépréciation) sur le sujet ? La norme IAS 36 indique au par. 40 :

« Les estimations des flux de trésorerie futurs et le taux d'actualisation reflètent des hypothèses cohérentes quant aux augmentations de prix dues à l'inflation. Par conséquent, si le taux d'actualisation inclut l'effet des augmentations de prix dues à l'inflation générale, les flux de trésorerie futurs sont estimés en prix courants. Si le taux d'actualisation exclut l'effet des augmentations de prix dues à l'inflation générale, les flux de trésorerie futurs sont estimés en prix constants (mais comprennent les augmentations ou diminutions de prix spécifiques futures).

- [Quelle situation en matière de taux d'actualisation ?](#)

L'augmentation importante des taux sans risques depuis janvier 2022 et des risques en général devrait se traduire par une augmentation des WACC, qui pourrait être élevée dans certains secteurs.

Rappelons que la crise sanitaire (à part dans certains cas au 30 juin 2020) ne s'était pas traduite par la prise en compte de primes spécifiques covid, dans le contexte où les associations professionnelles, dont A3E, ont insisté sur la nécessité de traduire le risque en priorité dans les flux.

- Quelle situation en matière de taux de croissance à l'infini ?

Les taux de croissance à l'infini tiennent compte de différents paramètres, dont les prévisions de croissance de l'économie à long terme. A ce jour, et en l'absence de recul, il n'y a pas eu de décrochage significatif de la prévision du taux de croissance de la France pour 2023 (cf infra : 1,4%, contre 1,8% précédemment).

A ce jour, de nombreux évaluateurs sont en situation d'attente, avant de faire évoluer les taux de croissance à l'infini.

Rappelons que pendant la crise sanitaire en 2020, les TCI avaient baissé temporairement, mais rarement de plus 0,5 pts.

La difficulté est liée au fait que la guerre en Ukraine a eu un impact si brutal sur l'économie mondiale que les prévisions à moyen terme n'ont pas été mises à jour. Ainsi, les prévisions du FMI pour la France sont toujours :

	2022	2023
PIB	2,9%	1,4%
inflation	5%	1,9%-3,3% (a)

(a) Prévisions de la Banque de France : 1,9% en 2023 dans le scénario optimiste et 3,3% dans le scénario dégradé (pour 2024 : respectivement 1,7% et 1,5%), comme indiqué dans le tableau ci-dessous, également repris dans l'article d'Eddy Bloy et Alain Marion ci-avant :

POINTS CLÉS DES SCÉNARIOS FRANCE

(croissance en %, moyenne annuelle)	Scénario conventionnel						Scénario dégradé		
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
PIB réel	1,8	- 8,0	7,0	3,4	2,0	1,4	2,8	1,3	1,1
IPCH	1,3	0,5	2,1	3,7	1,9	1,7	4,4	3,3	1,5
IPCH hors énergie et alimentation	0,6	0,6	1,3	2,5	2,0	1,9	2,7	2,5	1,6

Données corrigées des jours ouvrables.

Sources : Comptes nationaux trimestriels Insee du 25 février 2022 jusqu'en 2021, scénarios Banque de France ensuite (conventionnel sur fond bleu clair, dégradé sur fond bleu foncé).

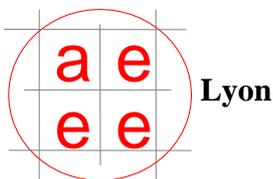
Source : prévisions Banque de France / mars 2022.

Pour mémoire, les prévisions du FMI en avril 2021 pour la France en 2022 étaient de 4,2% pour le PIB et 1,4% pour l'inflation. La croissance du PIB en France en 2021 était de 7% en 2021

La croissance en France sur le 1^{er} trimestre 2022 est proche de 0, et l'inflation proche de 5%. Il est à craindre que les prévisions révisées du FMI restent optimistes.

Le taux d'inflation en Europe est estimé à 7,5% (contre 0,9% un an auparavant), et à près de 9% aux Etats-Unis.

Le FMI a révisé à la baisse la croissance mondiale en avril 2022 à 3,6%, contre 4,4% précédemment.



L'association A3E a réalisé une 1^{ère} enquête ouverte auprès de ses membres, afin d'identifier si à ce jour, les évaluateurs ont modifié les méthodologies d'évaluation, et comment l'inflation a été prise en compte, aux différents niveaux (WACC, TCI, prévisions,...).

Il ressort des premiers retours que les méthodes n'ont pas été substantiellement modifiées, que des adaptations sont effectuées au cas par cas, avec une position d'attentisme liée au fait que l'inflation est installée, mais pas nécessairement durable.

Les résultats de l'enquête seront présentés dans la prochaine lettre, et il est d'ores et déjà prévu d'actualiser l'enquête en fin d'année, en fonction de l'évolution de la situation, notamment en termes d'inflation.

- Quelle conséquences indirectes ?

Un renchérissement significatif du coût du crédit et un ralentissement de l'économie, va probablement créer des tensions sur les montages à effets de levier fort, comme cela a été constaté dans le passé.

Ainsi, il est probable que les financeurs modifient leurs exigences (plus grande sélectivité des dossiers et des garanties, part des fonds propres plus élevés,..., baisse de la quote-part des financements in fine,...).

- Quelles conséquences prévisibles sur les valeurs en général ?

Pour l'ensemble des raisons évoquées ci-dessus, il serait logique qu'une tendance à la baisse des valeurs interviennent, avec un double effet « kiss cool » :

- baisse des agrégats et baisse des multiples (il est important de rappeler que les multiples intègrent de manière non visible les prévisions de croissance),
- baisse des marchés boursiers, pilotés actuellement par les débats sans fin sur les conséquences de la remontée des taux sur les économies. Pour information, près d'une action sur 2 au Nasdaq a perdu 50 % de sa valeur par rapport à son record.

Rappelons que les niveaux de multiples étaient fin 2021 à des niveaux historiquement élevés, ..., dans un contexte de fondamentaux économiques très bons, de prévisions de croissance élevées, et d'une inflation « positive » (cf définition infra).

Il faut donc être attentif sur les tests de dépréciation, notamment pour les acquisitions réalisées en 2021 aux pics de valorisation.

Le niveau de liquidités restant toujours élevé, et le rendement des placements sans risques toujours faibles (il est surprenant que les taux des placements court terme n'aient pratiquement pas évolué depuis 2021), il est probable que l'attractivité des actions reste élevé, et que les pépites (sociétés résilientes, en croissance,...) soient valorisées à des niveaux toujours aussi élevées.

Il sera très intéressant de voir l'évolution des indices Argos du 1^{er} et 2^{ème} trimestre 2022.

- [En attendant, sur quel contexte s'appuyer pour apprécier la cohérence des prévisions ?](#)

Rappelons que :

- L'inflation avait débuté du fait du déséquilibre entre l'offre et l'Etat et de la politique d'injection massive de liquidités dans les économies dans le contexte de la crise sanitaire,
- la crise en Ukraine a mis un frein à l'inflation positive (croissance du PIB plus forte que l'inflation des coûts et des salaires ; taux d'inflation cible proche de 2% ;...), et a induit une inflation négative (croissance du PIB qui tend vers 0, inflation élevée, augmentation des salaires plus faible).

Les économistes très forts pour trouver des terminologies, ne parlent plus d'inflation temporaire, mais de récession technique.

Ainsi, au-delà de l'inflation, la problématique est beaucoup plus large : chute des marchés boursiers, qui sont très sensibles aux évolutions des politiques des banques centrales en matière de relèvement des taux, risque élevé de stagflation en Europe, tensions sur les prix des matières premières, et sur les approvisionnements, tensions sur les salaires (les salaires ont augmenté 2 fois moins vite que les prix sur le 1^{er} trimestre 2021), et le pouvoir d'achat, tensions de nouveau sur les règlements des clients et la situation financière de certaines sociétés, résurgence forte de la covid en Asie (Chine : 30 à 40% du pays est sous confinement strict, le trafic aérien est en baisse de 75% par rapport à son rythme habituel ; également en Corée du Nord).

Le frein important de l'activité en Chine laisse entrevoir un risque élevé de surchauffe lorsque la situation sanitaire retournera à la normale.

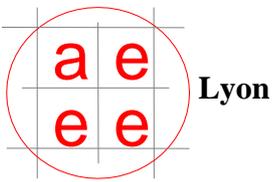
Les situations des entreprises sont très différentes, selon le secteur d'activité, la localisation de l'activité,..., et même au sein d'un même secteur d'activité.

Dans ce contexte très compliqué, où le process d'élaboration des prévisions est plus que jamais complexe, il est essentiel d'indiquer dans le rapport les hypothèses structurantes retenues pour l'établissement du BP, et notamment en matière :

- de BFR : augmentation du stock, risque de détérioration du ratio client,
- de chiffre d'affaires : distinction nécessaire entre l'effet prix et l'effet volume, baisse des volumes prévisible liée au ralentissement économique, reports de commandes, capacité de l'entreprise à augmenter ses prix de vente, couvertures mises en place,
- de marge : augmentation des prix des matières, augmentation des prix de transports, ...
- d'augmentation des salaires, et de sous-traitance,
- ...

Il est essentiel, et pour reprendre les recommandations faites pendant la crise sanitaire :

- de bien prendre en compte le positionnement concurrentiel de l'entité et les facteurs de dépendance, et notamment sa capacité à répercuter sur les prix de vente les augmentations de prix des matières et de la main d'œuvre,
- de tenir compte de la flexibilité de sa stratégie,
- de traduire le risque en priorité dans les prévisions, et d'apprécier le niveau d'incertitudes liées aux prévisions,



- d'indiquer les hypothèses retenues par la société en matière de timing (ex : tensions sur les matières premières anticipées jusqu'à fin 2023),
- d'être cohérent avec les hypothèses retenues par le secteur / les concurrents.

Dans ce contexte de ralentissement fort de l'économie et de tensions multiples, la réactivité, la résilience et la liquidité des entreprises constitueront des atouts majeurs.

Comment calculer l'endettement financier net ?

Christophe VELUT
Président A3E – Associé Advolis Orfis

La valeur des titres d'une société est estimée en retenant 2 composantes :

- *La valeur d'entreprise (VE), calculée par application de plusieurs méthodes (ex : méthode des DCF, méthode des transactions comparables,...),*
- *L'endettement financier net ajusté (EFN), qui intègre l'ensemble des éléments non intégrés dans le calcul de la valeur d'entreprise.*

Nous pouvons observer des divergences de pratiques pour le calcul de l'EFN. Nous présentons ci-après des exemples, sans avoir la présentation d'être exhaustif, une liste de composantes qui sont intégrées et exclues du calcul de l'EFN.

En préliminaire, il est important de vérifier:

- *l'exhaustivité de l'analyse, en détaillant l'ensemble des postes de bilan pour savoir s'ils sont bien intégrés dans la VE ou dans l'EFN. En effet, partir d'une check-list préétablie copié-collé d'une étude, d'un article ou d'un ouvrage, est le meilleur moyen de ne pas être exhaustif,*
- *la cohérence entre le calcul de l'EFN et le calcul de la VE (cf infra exemple des contrats de location simple IFRS 16 et des provisions pour risques et charges assimilées à du BFR).*

- **Composantes intégrées dans l'EFN :**

- La trésorerie,
- Les placements, évalués à la juste valeur à la date de l'évaluation,
- Les comptes courants actifs et passifs (s'il s'agit d'un groupe, montants non éliminés en consolidation),
- Les prêts accordés,
- La juste valeur des filiales non consolidées,
- Les opérations de financement du BFR (ex : EENE, factoring,...), **quel que soit** le traitement en comptabilité. Le traitement des opérations de reverse factoring doit en revanche être analysé au cas par cas,
- Les dettes de crédit-bail et assimilées, mais pas les dettes de location simple (IFRS 16). En effet, l'association A3E recommande, comme les autres associations professionnelles, d'effectuer les valorisations sans tenir compte des impacts des contrats de location simple (cf article ci-après). Il conviendra d'être cohérent pour le calcul de la VE (les EBITDA doivent intégrer les loyers de location simple),
- Les engagements de fin de carrière. Cf article suivant,
- Les provisions pour risques non assimilées à du BFR (non récurrentes et de montants significatifs). Exemple : provision pour contrôle fiscal, litige significatif,
- Les titres hybrides (ex : OCA), dès lors que l'analyse a montré que ces instruments s'analysent comme un instrument de dettes. Nous ne cherchons pas à ventiler en évaluation, comme effectué en IFRS entre la composante capitaux propres et la composante dettes,

- Les créances et dettes hors exploitation (ex : dettes liées aux acquisitions / cessions d'immobilisations,...),
- L'ajustement du BFR, si le BFR à la date d'évaluation n'est pas le reflet d'un BFR normatif (ex : effet de saisonnalité, report d'échéances significatives, liées notamment à la crise sanitaire,...),
- Les intérêts minoritaires, en fonction des dispositions contractuelles, le cas échéant (l'impact peut être très différent des intérêts minoritaires comptabilisés dans les comptes consolidés),
- La fiscalité différée, liée notamment aux utilisations de déficits fiscaux reportables (les montants doivent être retenus pour une valeur actualisée), hors fiscalité récurrente (ex : effort construction). En effet, afin d'avoir le même montant d'EFN selon les méthodes mises en œuvre (ex : DCF, multiples), nous recommandons de prendre en compte la fiscalité différée dans l'EFN, et non pas dans les flux,
- La fiscalité différée liée à des éléments en suspens d'imposition,
- Les engagements de rachat, lorsque les rachats ne sont pas effectués à la valeur de marché,
- Les engagements reçus / donnés dont l'échéance tombe en cas de cession d'entreprise (ex : reversement d'une fraction de la plus-value suite à une cession précédente, montants à verser à des chercheurs en cas de cession de la société,...). Il est important de faire une analyse attentive des engagements hors-bilan pour apprécier leurs impacts en évaluation.

○ Composantes non intégrées dans l'EFN :

- Les actifs financiers qui ne seront pas recouvrables tant que la société exerce une activité, tels que les dépôts et cautionnements,
- Les provisions pour risques et charges qui s'assimilent à des composantes du BFR (ex : provisions pour garanties, pour provisions pour litiges prud'hommes dans les entreprises de services -hors situations exceptionnelles). Il convient de vérifier que l'agrégat utilisé pour le calcul de la VE intègre bien une charge au titre de cette composante,
- Les engagements de rachats de minoritaires effectués à des conditions de marché,
- Les titres hybrides (ex : OCA), dès lors que l'analyse a montré que ces instruments s'analysent comme un instrument de capitaux propres. Dans ce cas, l'EFN doit intégrer la trésorerie à recevoir, le cas échéant, et la valeur par action doit intégrer le nombre d'actions à émettre,
- Les dettes IFRS 16 liées aux contrats de location simple (les contrats de crédit-bail en revanche sont bien intégrés). Cf supra.
- La fiscalité différée liées aux éléments récurrents (réintégration / déduction chaque année, tant que la société exerce une activité). Cf supra.

La prise en compte de certaines composantes telles que les produits constatés d'avance nécessitent une analyse au cas par cas, les situations pouvant être très différentes.

Actualités en matière d'évaluation

Christophe Velut

Président A3E - Associé Advolis Orfis

- **Guide sur les tests de dépréciation :**

Un guide a été établi sur les tests de dépréciation (actifs incorporels, corporels et titres de participation) en normes françaises par l'OEC, auquel ont contribué plusieurs membres d'A3E. Il apporte des réponses utiles à des questions pratiques.

Un focus sur les principaux points d'attention liés aux titres de participation sera apporté dans la prochaine lettre A3E.

- **Prise en compte de la norme IFRS 16 dans les tests de dépréciation en normes IFRS 16 :**

Il est très probable que l'ESMA publie prochainement un avis indiquant que le traitement tests de dépréciation par ce que l'on appelle « l'option 3 », qui consiste à réaliser des tests de dépréciation avant effet des retraitements de locations selon IFRS 16 serait à exclure.

Il est paradoxal de constater que cette décision intervient suite aux « pressions » de certains pays (Espagne, Angleterre,...) pour faire disparaître cette option, alors que les mêmes pays utilisent des mesures de simplification qui s'apparentent finalement fortement à l'option 3 sans le dire.

Rappelons qu'il était déjà recommandé au 31 décembre 2021 de ne pas faire référence dans les annexes à l'option 3, mais à une mesure de simplification.

L'essentiel des groupes cotés ont appliqué en pratique l'option 3 en 2021, et ne s'apprêtait pas à changer en 2022.

Les évaluateurs, les analystes (ce point est confirmé récemment par un nouveau sondage de la SFAF), les fonds ont confirmé qu'ils continuaient de retraiter la dette IFRS 16, et donc que les évaluations étaient réalisées hors IFRS 16, sauf secteurs d'activité, pour lesquels les contrats de location étaient déjà pris en compte spécifiquement dans les évaluations avant IFRS 16.

Il est dommage que cette publication intervienne dans le contexte très compliqué (crise en Ukraine, forte progression de l'inflation, ralentissement de la croissance,...).

La commission évaluation ad hoc de la CNCC, en veille et en pointe sur le sujet depuis le début, a engagé une réflexion pour proposer des mesures de simplification, dans le contexte où la modélisation de flux post IFRS 16 est complexe lorsque l'enjeu est significatif et les contrats longs,..., et les risques d'erreurs élevés.

Nous reviendrons plus en détail sur le sujet dans le cadre d'une prochaine lettre A3E.