

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

### Lettre trimestrielle n°38 – 4<sup>er</sup> trimestre 2022

#### Sommaire :

- Edito du Président  
**Page 1**
- Info News  
**Page 2**
- Quelles tendances pour l'évolution des valeurs en 2023 ?  
**Page 16**
- Utilité du TRI dans un PPA  
**Page 19**
- Réflexion sur les liens entre la qualité de la stratégie et sa valeur financière  
**Page 22**
- Réflexion sur l'évaluation des TPE-PME  
**Page 24**

#### **Edito du Président :**

*L'association A3E souhaite apporter sa contribution à la réflexion, afin de rappeler les fondamentaux de la démarche d'évaluation, de développer et d'homogénéiser les bonnes pratiques, et de diffuser les résultats des différentes études et enquêtes qu'elle réalise depuis de nombreuses années.*

Nous profitons de cette lettre pour vous souhaiter à toutes et à tous une excellente année 2023, et de passer plein de bons moments sur le plan personnel et professionnel.

L'actualité a été de nouveau très dense en 2022, entre guerre en Ukraine, inflation, hausse des taux, baisse des marchés,... L'année 2022 a été marquée par la fin du cycle des taux bas (taux sans risques, taux d'inflation,...), et par un choc d'offre négatif ; elle a été également marquée par les conséquences directes et indirectes de la guerre en Ukraine, avec notamment une crise énergétique de très grande ampleur. Un nouvel événement qui montre bien que l'imprévisible devient probable.

Même si la Banque de France n'envisage pas un scénario noir pour 2023, que les économistes parlent désormais plus de stagnation que de récession pour 2023,..., et sont déjà à anticiper la date du rebond (!), les incertitudes restent majeures, dans un monde où l'économie est gouvernée par la géopolitique.

On peut constater une tendance à la baisse des valorisations (même si le CAC 40 a repris des couleurs en fin d'année), baisse logique au regard de l'environnement (augmentation des taux, incertitude économique,...), voire même de correction dans certains secteurs comme celui de la tech, dans le contexte où certaines valeurs étaient déraisonnables. La baisse des marchés prend en compte le risque de défaut pour 2023 (risque de dépôts de bilan,...) et le risque d'optimisme des prévisions (peu de modification en 2022 des BP, qui avaient été révisés à la hausse fin 2021). Pour l'instant, la tendance la plus probable est à la baisse, mais nous n'avons pas le recul pour prédire son ampleur 2023, dans le contexte où certaines valorisations restent très élevées dans le non coté.

Les approches d'évaluation en 2023 seront marquées par certaines analyses, qui deviendront plus pregnantes que jamais : analyse de la stratégie (capacité à générer de la résilience et de s'adapter à des environnements durablement incertains ; gestion du capital humain, les difficultés de recrutement ou de conservation des talents étant devenus un des enjeux clés ; analyse du risque de défaut ;...). Cela se traduit déjà par une évolution de la pondération des méthodes d'évaluation, avec un poids plus important de la méthode des DCF, une vigilance plus forte dans la mise en oeuvre de la méthode des comparables, ou encore un retour en force de la méthode des capacités de remboursement. Les évaluations n'ont jamais été aussi contraintes par les questions de durabilité et de résilience des modèles économiques, dans un contexte d'imprévisibilité et de surprises flagrant.

**Christophe VELUT – Président A3E Lyon**

#### **Comité de Rédaction :**

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

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

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

---

## INFO NEWS (suite)

---

### Les marchés boursiers à la hausse depuis juin 2022 :

➤ **Le tableau ci-dessous met en évidence l'évolution du CAC 40 depuis 20 ans :**



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

- **L'évolution du CAC 40, et le décrochage brutal constaté lors des précédentes crises majeures n'est pas intervenu, loin s'en faut, comme indiqué dans la courbe ci-dessous. Le CAC 40 a en effet baissé de près de 9,5% en 2022 :**



Source : Infrontanalytics

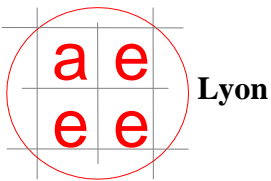
Les indices de volatilité restent à un niveau plus élevé qu'avant la crise du Covid-19. Pour rappel, le Vix était monté à plus de 82 % en mars 2020 lors de l'annonce du premier confinement, puis à 41 % en octobre 2020 lors de l'annonce du second confinement, pour redescendre à 23% fin décembre 2020. Pour mémoire, il s'élevait à 14 % à fin décembre 2019). L'évolution de l'indice en 2022 est présenté ci-après :

- T1 2022 : 36,55 % atteint le 07/03/2022,
- T2 2022 : 35,48 % atteint le 09/05/2022,
- T3 2022 : 34,43% atteint le 11/10/2022,
- T4 2022 : 25% atteint le 12/12/2022.

Nous avons indiqué dans la lettre du 30 juin 2022 que le marché n'avait pas introduit une prime liée aux craintes de ralentissement économique.

Pour mémoire, la prime de risque dite « Covid » estimée par certains experts à 3 points en mars/ avril 2020, était redescendue à moins de 1 point en juin 2020, pour disparaître fin décembre 2020. Loin s'en faut, car les wacc de marché ont généralement évolué à la baisse en 2020 et surtout en 2021.

La situation est différente fin 2022 : comme indiqué dans l'article ci-après sur les tendances d'évolution des valorisations, les wacc ont évolué à la hausse sur le 2<sup>nd</sup> semestre (hausse constatée comprise généralement entre 0,5 pts et 1,5 pts, hors situations spécifiques), qui est le reflet du risque par les marchés.



Comme nous l'avons indiqué dans la précédente lettre A3E, s'il est certain que la très forte volatilité de la bourse fait la joie des spéculateurs, il est peu probable que le scénario « en V » constaté lors des précédentes crises, se reproduise. Il est même exclu pour la réserve fédérale américaine.

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

<b>Places boursières</b>	<b>Evolution des indices boursiers en 2022</b>
S&P 500	-18,86%
France - CAC40	-9,5%
Allemagne - DAX	-12,35%
Espagne - Ibex 35	-5,56%
Angleterre - FTSE 100	0,91%
Italie - FTSE MIB	-13,31%

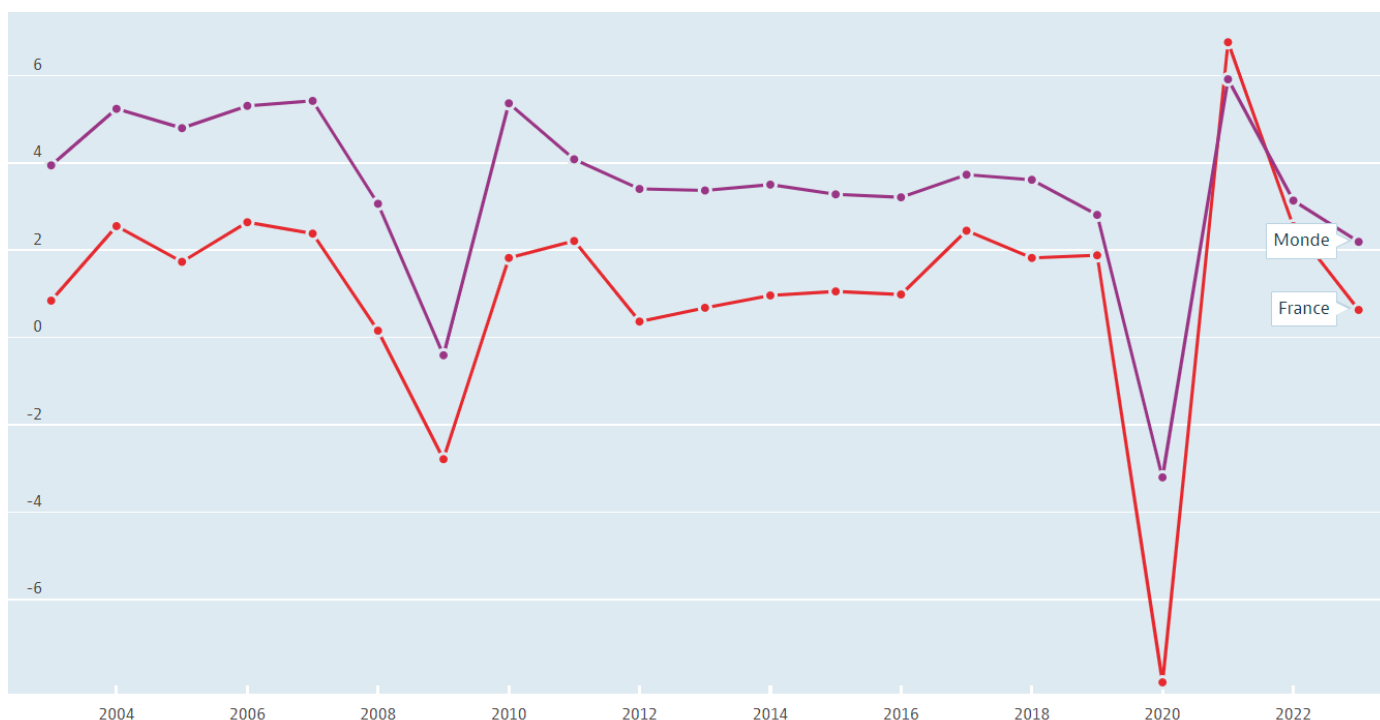
*Ces données correspondent à des moyennes de variations quotidiennes.*

## INFO NEWS (suite)

### La courbe ci-après met en évidence l'évolution du taux de croissance du PIB en % en France et du PIB mondial sur les 20 dernières années :

Source : OCDE – Prévisions du PIB réel sur les 20 dernières années.

La courbe violette représente l'évolution du PIB mondial, la courbe rouge représente l'évolution du PIB Français

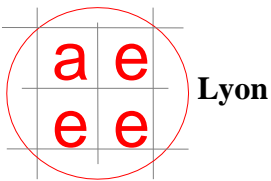


Rappelons que la forte croissance du PIB en 2021 était prévue (sortie de crise, impact des mesures de soutien de l'économie financées par des dépenses publiques,...).

Le taux de croissance du PIB de la France en 2022 s'élèverait à 2,6%, portée par la résistance de la demande et le rebond du secteur des services. La croissance est inférieure aux prévisions établies en 2021 (4,21%), compte tenu d'un net ralentissement de l'activité au second semestre 2022.

La croissance du PIB de la zone euros devrait s'élever à 3,4 % en 2022. Pour information, la croissance du PIB de l'Allemagne en 2022 devrait s'élever à 1,9%.

Il existe une incertitude importante sur les croissances attendues pour 2023, dans le contexte d'un ralentissement anticipé par de nombreux économistes. Il semblerait que les prévisions mises à jour fin 2022 / début 2023 évoquent désormais plus une stagnation qu'une décroissance, voire une légère croissance pour certains pays comme la France ou l'Allemagne.



Ainsi, la croissance attendue pour la zone euros est de 0,5 % en 2023, avant de rebondir à 1,9 % en 2024 et à 1,8 % en 2025. Les croissances attendues pour la France et l'Allemagne en 2023 s'élèvent respectivement à 2,6% (proche de 2022) et 0,2% (inférieure à 2022).

Il est difficile de se faire une idée précise, même si les indices économiques mettent en évidence un net ralentissement de l'économie sur le 2<sup>nd</sup> semestre 2022, les entreprises n'ont souvent pas été confrontées à un tel niveau de ralentissement. Alors, anticiper une reprise sur le 2<sup>nd</sup> semestre 2023, alors que nous n'avons à ce jour pas de visibilité (impact, durée), est un exercice assez périlleux.

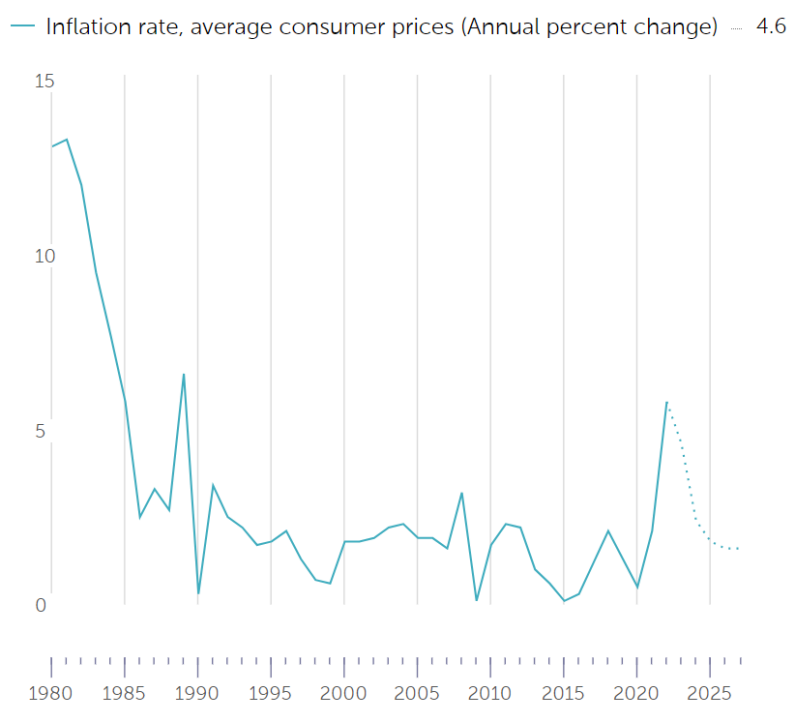
---

## INFO NEWS (suite)

---

### Taux d'inflation :

La courbe ci-après met en évidence l'évolution du taux d'inflation en France sur les 40 dernières années (source: FMI).



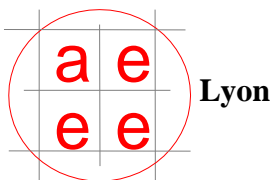
La France retrouve un niveau d'inflation jamais atteint depuis près de 35 ans, avec un taux estimé pour 2022 de 5,9%.

Le pic d'inflation a été atteint en France en novembre 2022 (6,2%).

Le niveau élevé d'inflation en France n'est pas une surprise, il est la conséquence directe des mesures massives de soutien financées par des dépenses publiques, qui ont permis de stimuler l'économie.

De même, le fait que 2022 constitue un pic est assez logique. Pour autant, on peut s'interroger sur l'optimisme des prévisions à 2027, qui prévoient un retour à une certaine normalité dès 2024, dans le contexte où certaines prévisions ont tendance à reculer à 2025 le retour à la normale.

Le taux d'inflation est plus faible en France que dans d'autres pays d'Europe, en grand partie lié à l'impact du bouclier tarifaire. Pour information, le taux d'inflation pour la zone euro s'élève à 9,2% en 2022.



Il ne faut pas confondre inflation et prix. S'il est probable que l'inflation baisse, ce qui a été déjà constaté dans de nombreux pays, il est peu probable que les prix payés par les consommateurs, qui ont un impact direct sur le pouvoir d'achat, baissent.

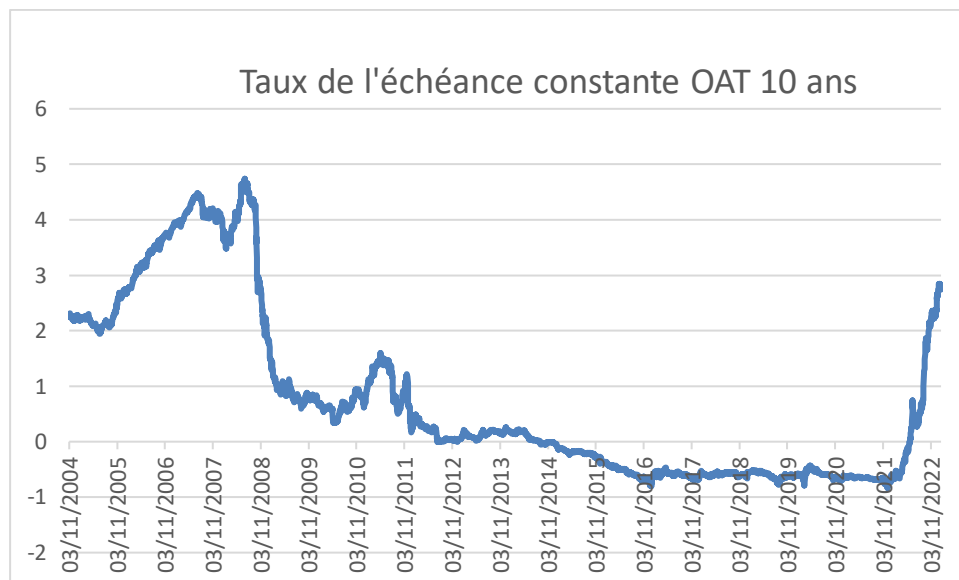
Il faudra suivre avec attention l'évolution de l'inflation en 2023 avec notamment la levée du bouclier tarifaire, et compte tenu des hausses importantes des denrées alimentaires annoncées sur le 2<sup>nd</sup> trimestre 2023... dans le contexte où le niveau d'inflation dépend en grande partie d'évènements « imprévisibles ». Plus que l'inflation, il est important de suivre l'évolution du pouvoir d'achat des ménages.

Comme indiqué dans les précédentes lettres, l'inflation en soi est une inflation « positive », tant qu'elle ne dépasse pas un seuil qui empêche toute maîtrise du système économique (impact négatif en cas de spirale inflationniste des salaires, impacts induits sur l'endettement, , taux d'inflation qui décroche au regard du taux de croissance du PIB). L'enjeu pour les responsables des entreprises est d'augmenter plus les prix de vente que les salaires, après une année 2022 record en termes de progression de salaires dans de nombreux secteurs.



## INFO NEWS (suite)

La courbe ci-après met en évidence la très forte évolution du taux des OAT :



Le taux des OAT 10 ans a fortement progressé en 2022 : il est passé de 0,19% à fin décembre 2021 à 3,1% au 30/12/2022. Le taux a franchi de seuil des 1% en mars 2022, et le seuil des 2% fin août 2022.

Le seuil des 3% n'avait pas été atteint depuis 2008 (crise des subprimes). Pour information, le taux sans risque calculé sur une très longue période était proche de 4,5% en 2008.

Le taux des OAT est l'expression des taux sans risques en évaluation. Il est censé traduire l'évolution des risques. En pratique, l'évolution de ce taux est contre-intuitive depuis la crise des sub-prime.

Revenir à un niveau de 3%, au-delà des impacts significatifs que cela pourrait avoir pour les dettes privées, et surtout publiques, permet de revenir à une certaine logique.

L'existence d'un taux proche de 0%, voire négatif était, 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.

Cette évolution nous rapproche d'une situation plus conforme à l'orthodoxie financière, le taux sans risque convergeant dans un monde « normal » vers le taux d'inflation.

Les niveaux trop bas des taux sans risques avaient été un facteur de prise de risques (souvent inconsidéré) et de spéculation forte. Espérons que la croissance des taux des placements sans risques permettra de revenir à une spéculation « plus sélective ».

---

## INFO NEWS (suite)

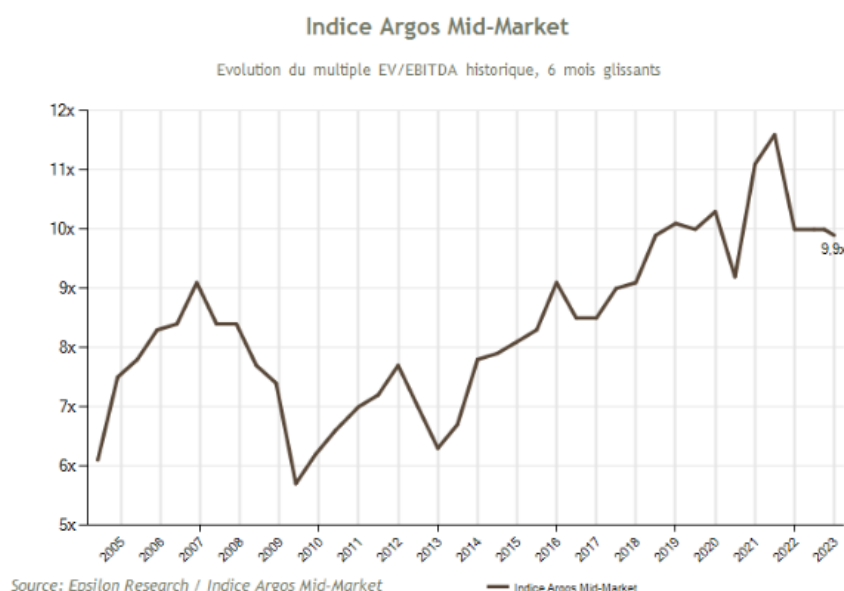
---

### Indice Argos (45<sup>ème</sup> trimestre 2022):

L'indice Argos s'était montré résilient jusqu'à début 2022, comme le montre la courbe ci-dessous : les décrochages liés aux différentes crises (dont la crise sanitaire et la guerre en Ukraine) ont donné lieu à des reprises fortes, voire spectaculaires depuis mi 2020, pour atteindre un record historique au second trimestre 2021

(cf. commentaires dans les précédentes lettres A3E) traduisant de très fortes polarisations.

L'indice s'inscrit en baisse sur le 2<sup>nd</sup> semestre 2022, pour passer pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis le 1<sup>er</sup> trimestre 2022 sous le seuil des 10x l'EBITDA. La part des acquisitions réalisées avec des multiples supérieurs à 15X a également diminué, pour revenir à des niveaux pré-covid.



Il est à noter que cette baisse était anticipée, voire salutaire, certains niveaux de valorisation constatés étant devenus excessifs au regard des fondamentaux des sociétés acquises, et n'étant justifiés dans certains cas que par des logiques de marché (excès de liquidité ; jeu de l'offre et de la demande ; taux de rendement des placements sans risques négatifs ou nuls ; ...), et/ou la prise en compte de données propres au seul acquéreur (ex : synergies,...).

Nous n'avons pas le recul à ce jour pour estimer les tendances pour 2023, dans le contexte où les valorisations dans le non coté restent considérées comme généralement élevées (en termes de valeur et non de prix),..., mais ce sera l'objet de notre prochaine lettre trimestrielle.

Il convient plus que jamais d'être très prudent :

- dans l'utilisation des indices, qui ne doivent être pris en compte qu'à titre purement indicatif, afin d'avoir une idée des tendances,
- dans la mise en œuvre des méthodes analogiques, en réalisant une analyse rigoureuse du caractère comparable de l'échantillon retenu. Depuis la crise sanitaire en 2020, l'analyse a conduit assez fréquemment à identifier de moins en moins de transactions récentes qualifiées de comparables.

---

## INFO NEWS (suite)

---

⇒ [La Chine est enfin sortie fin 2022 d'une politique de confinement très contraignante :](#)

Ce changement de politique a un impact majeur sur de nombreux pays, dont la France, compte tenu de la contribution économique très forte de la Chine (ex : industrie, tourisme,...). C'est une des raisons (mais pas la seule bien sûr), qui explique la très forte progression de la valorisation de LVMH en 2022.

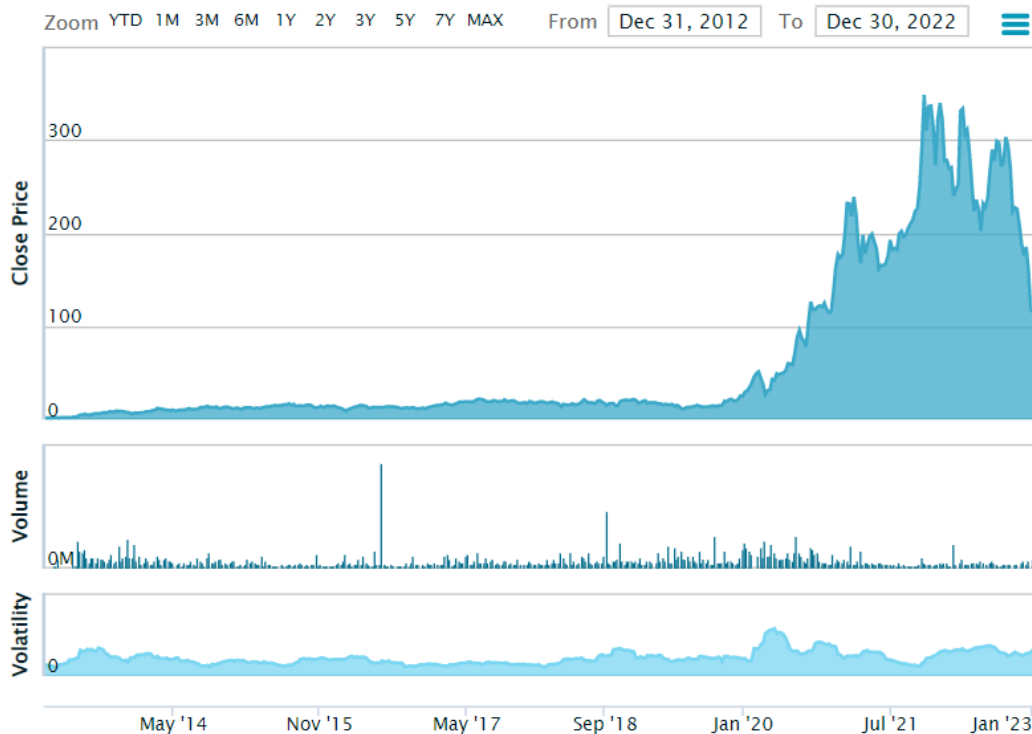
Rappelons en effet que l'économie chinoise est la 2<sup>ème</sup> mondiale derrière les USA ; c'est la 1<sup>ère</sup> économie en termes d'exportation et de production.

Il est surprenant que le pays soit toujours aussi en retard au regard des principaux pays occidentaux en termes de vaccins, compte tenu des répercussions économiques majeures.

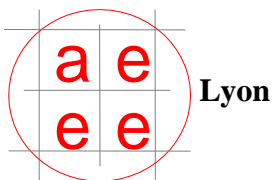
⇒ [L'effondrement de la capitalisation boursière de Tesla, ou un retour à la normale du prix vers la valeur :](#)

Nous avons attiré l'attention à plusieurs reprises sur la déconnection manifeste entre le prix et la valeur de la capitalisation boursière de TESLA dans les précédentes lettres A3E (dont la lettre du 1<sup>er</sup> trimestre 2021).

Le graphique ci-dessous met en évidence l'évolution du cours de bourse depuis 10 ans.



Sources : Infrontanalytics



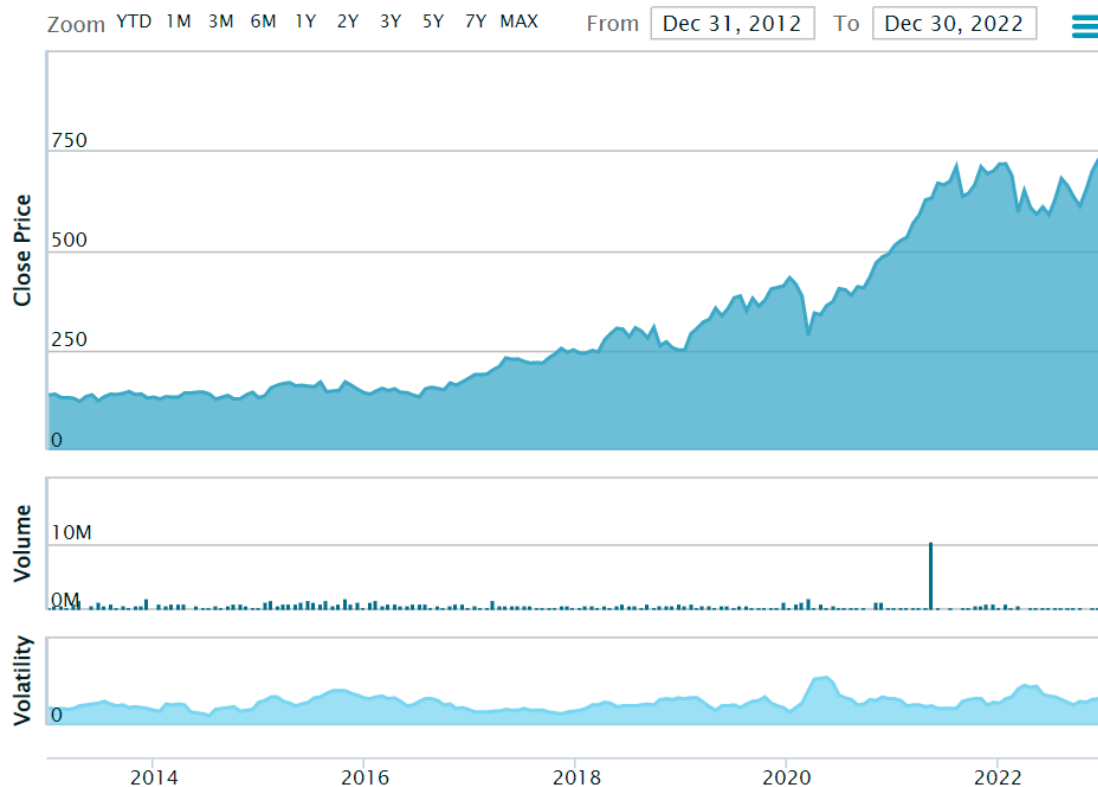
Le cours de bourse de la société est ainsi passée de 405 \$ au 3 novembre 2021 à 123 \$ au 31/12/2022.

Cette baisse, tout en étant logique, est liée à la conjonction de nombreux facteurs (ex : contexte économique, risque lié aux actions données en nantissement par le Président fondateur de la société, conjoncture économique, enjeux de fabrication, réaction des concurrents,...).

Il est à noter que la capitalisation boursière de TESLA au 31 décembre 2022, soit 363 mds\$, est à analyser au regard de celle de GENERAL MOTORS (45 mds \$), RENAULT (9 mds \$), ..., ou encore LVMH (343 mds€, cf infra).

⇒ [LVMH est le premier groupe européen à franchir le cap des 400 mds d'€ :](#)

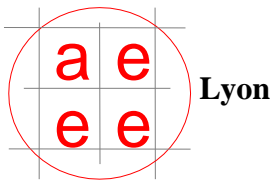
L'évolution du cours de bourse sur les 10 dernières années est présentée dans le graphique ci-après :



LVMH a franchi le cap des 400 mds € de capitalisation boursière le 17 janvier 2023

LVMH est loin devant les 2<sup>ème</sup> et le 3<sup>ème</sup> groupes européens : respectivement NESTLE et NOVO NORDISK avec des capitalisations boursières de 298 mds € et 286 mds €.

Pour information, les 1<sup>ères</sup> et 2<sup>èmes</sup> capitalisation américaines sont liées à Apple (2 114 mds \$) et Microsoft (1 698 Mds \$).



#### ⇒ Forte diminution des capitalisations boursières des GAFA en 2022 :

La baisse de la capitalisation boursière des GAFA en 2022 est présentée ci-après:

- Google : -30%,
- Apple : -20%,
- Amazon : -45%,
- Facebook : -61%

D'une manière générale, les valorisations des sociétés dans la tech ont fortement baissé en 2022. La variation est liée à la conjonction de différents facteurs (niveaux de valorisation souvent excessifs, contraintes réglementaires, remise en cause de certains business models -incapacité à générer durablement cash, risque de récession,...).

Pour autant, la crise sanitaire a accéléré la digitalisation des entreprises et des particuliers, ce dont a bénéficié la tech en général. Le secteur de la tech a de belles années devant elle, mais avec des investisseurs plus sélectifs dans les projets. Comme dans toute rupture technologique propre, les espérances de gains sont élevées, mais n'oublions pas que les risques de pertes sont tout aussi, voire plus élevés.

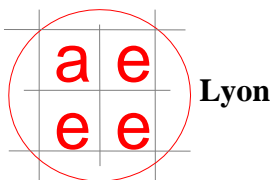
Dans les start-ups, les valorisations reposent souvent dans les premiers tours plus sur une logique de droits d'entrée et de prix que de valeur ; pour autant, et dans la durée, les prix convergent vers la valeur, sauf à ce que les start-up soient rachetées par un acteur majeur du secteur pendant la phase de développement, ou avant de devenir rentable.

#### ⇒ Chute des opérations de M&A dans les « large cap » en 2022 :

Les opérations de M&A portant sur des larges caps ont fortement baissé en 2022. Ainsi, les méga-deals (valorisations comprises entre 1,5 et 5 mds \$) ont baissé de près de 40%.

Les raisons sont multiples : contexte économiques non favorables, hausse des coûts des entreprises, -coûts énergétiques, coûts salariaux, durcissement des conditions bancaires, tensions sur les valorisations (notamment dans la tech), contraintes réglementaires, mises en place de mesures anti-positions dominantes (affectant notamment les GAFA),...

En revanche, le nombre de transactions effectuées par les fonds de private equity a augmenté de 25 % en 2022, selon une étude réalisée par le cabinet PWC.



#### ⇒ Chute des introductions en bourse en 2022 :

Après une année 2021 record, le nombre d'introductions en Bourse dans le monde a fortement baissé en 2022 : baisse de 45% en nombre, pour atteindre 1.333 introductions, baisse de 61% en valeur pour atteindre 179,5 milliards de dollars levés, selon une étude du cabinet EY publiée en décembre 2022.

Les raisons de ce fort repli sont multiples, qui ont conduit de nombreuses sociétés à repousser leur introduction en bourse : conditions de marché défavorables, volatilité accrue du marché performances médiocres de nombreuses introductions en bourse cotées depuis 2021, tensions et incertitudes géopolitiques autour de la guerre en Ukraine, forte progression de l'inflation, remontée brusque des taux d'intérêt.

En Europe, la place de Francfort a accueilli le constructeur allemand de voitures de luxe Porsche, pour 8,7 milliards de dollars, qui, à lui seul, a représenté près de la moitié des montants levés au cours de l'année en Europe. Avec 149 opérations et 18 milliards de dollars levés, les introductions en Bourse en Europe ont baissé de 70% en volume et de 78% en valeur sur un an.

#### ⇒ Estimation de l'impact de la facture énergétique :

La hausse des prix de l'énergie : devrait coûter 60 milliards d'euros, selon la Banque de France, soit 2,5 points de PIB, soit presque autant que le 1<sup>er</sup> choc pétrolier de 1974 (2,8 points de PIB).

La Banque de France rappelle que cette crise avait débouché sur une stagflation (croissance faible et inflation forte), qui avait mis fin aux Trente Glorieuses.

C'est cette stagflation que les gouvernements font tout pour éviter.

#### ⇒ Baisse historique des placements obligataires :

L'année 2022 devrait rester dans les annales comme celle ayant enregistré une baisse historique. C'est la première fois depuis la crise des subprimes que les marchés ont « dévissé » avec une telle ampleur : les baisses constatées sur les grands indices obligataires des économies développées sont comprises entre 10 et 20%.

Pour autant, si les prix des obligations ont baissé, cela signifie que mécaniquement, leur rendement s'améliore.

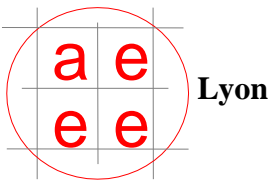
#### ⇒ Cycle baissier dans l'immobilier :

Après plusieurs années d'euphorie, le marché immobilier a entamé un cycle baissier, notamment dans les grandes villes.

La baisse est plus importante à ce jour dans l'immobilier neuf (effet conjugué de plusieurs facteurs), alors que les prix de l'anciens stagnent et que les rendements de l'immobilier locatif ne baissent pas.

Cette tendance est la conjugaison de plusieurs facteurs (durcissement des crédits, forte hausse des taux, impact des nouvelles mesures -télétravail,...-, durcissement de la réglementation).

Le taux de locaux non encore réservés dans certaines constructions à la Défense est ainsi supérieur à 15%.



⇒ [Risque de défaut élevé 2023,..., à intégrer dans les évaluations.](#)

Il est un fait que les entreprises ont traversé des chocs violents et non prévus (crise sanitaire, guerre en Ukraine,...). Nous avons donc constaté d'une manière générale une très forte amélioration de la résilience des sociétés.

La trésorerie des entreprises s'est nettement dégradée depuis l'été, selon différentes études (étude BPI,...).

Les risques de dépôt de bilan sont élevés pour 2023. Les raisons de cette situation sont multiples (inflation, explosion des dépenses énergétiques, réserves financières épuisées en 2022, incapacité dans de nombreux cas de rembourser les PGE, augmentation des niveaux de BFR,...), dans un contexte de durcissement des crédits et de hausse des taux.

Le nombre de dépôts de bilan avait été heureusement limité, contre toute attente, en 2020, du fait de la politique massive de soutien mise en place par le gouvernement (ex : PGE, subventions, aides sociales, reports d'échéance,...), qui avait également permis de stimuler les économies. Le gouvernement français n'a plus les moyens en 2023, dans le contexte de forte augmentation des taux, pour mettre en œuvre de nouveau de telles mesures de soutien.

La presse économique évoque des noms connus comme CAMAIEU ou GO SPORTS, certaines ETI sont également en situation difficile, comme GAP,... , mais il est à craindre que le nombre de sociétés concernées soit beaucoup plus important.

***Cette situation nécessitera une attention spécifique sur le risque de défaut dans les évaluations d'entreprises qui seront effectuées en 2023, avec notamment une analyse détaillée du risque crédit mise à jour à une date récente, et le suivi des délais de règlement,..., et même si le nombre de dépôts de bilan semble rester à ce jour à un niveau inférieur à celui des années pré-covid.***

---

## Quelles tendances pour l'évolution des valorisations fin 2022 / 2023 ?

---

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

Les valeurs ont généralement évolué à la baisse en 2022 :

- Le CAC 40 a baissé de 9,5% en 2022, dont une augmentation de +10% sur le dernier trimestre 2022 (cf supra),
- Le multiple moyen de l'indice Epsilon a baissé pour passer de 11,5 X l'EBITDA en 2021 à 9,9 X fin 2022. La tendance est à la baisse, même si la diminution est moins importante que ce à quoi on aurait pu s'attendre au regard du contexte macroéconomique actuel. On peut cependant constater que certains niveaux de valorisation restent très (trop) élevés,
- Les wacc utilisés pour la méthode des DCF a augmenté fin 2022, l'augmentation varie selon les entreprises et les secteurs. A titre purement indicatif, les wacc ont souvent augmenté de 0,5 à 1,5 points.

Ces évolutions sont liées à plusieurs facteurs :

- La pandémie a désorganisé les chaînes de valeur dans le monde,
- Un environnement macro-économique qui reste très compliqué, avec un niveau d'inflation élevé, un coût très significatif de l'énergie,...
- Un risque de récession ; même si dans certains pays comme la France ou l'Allemagne, on parle à ce jour plus de ralentissement que de récession, les incertitudes restent majeures, compte tenu de la forte dépendance économique entre les pays,
- Un risque de stagflation, dans le contexte où la croissance annoncée pour 2023 est faible et le niveau d'inflation toujours élevé (bien qu'il est prévu en baisse). Cf supra : info news,
- Un risque élevé de dépôts de bilan de certaines sociétés, qui aura fortement des effets « boule de neige » sur l'économie,
- Une situation où l'imprévisible devient probable, depuis la crise de la covid 19,
- L'augmentation forte des taux (progression de près de 3 points en 2022), et l'accès au crédit plus sélectif ont marqué le retour en puissance de la « méthode » de valorisation de la capacité de remboursement, qui redevient prégnante dans les discussions sur le financement des opérations : les banquiers n'acceptent plus de financer des opérations basées sur des niveaux de valorisation trop élevés, au regard de la capacité de remboursement des sociétés. La conséquence est l'augmentation de la part des fonds propres dans les montages, et / ou la tendance à la baisse de la part des tranches « in fine »,



- D'une manière générale, les business plans mis à jour fin 2022 tiennent peu compte des incertitudes macro-économiques, pour différentes raisons (incertitudes sur l'ampleur de la récession / du ralentissement à la fois en montant et dans la durée ; hypothèse de résilience des entreprises dans la gestion des crises de 2020 à 2022 ;...),
- Les valorisations n'avaient jusqu'à présent que peu baissé, malgré des crises majeures successives depuis 2020 (crises sanitaires, crise en Ukraine, crise des matières premières,...).

D'un point de vue technique, la hausse des taux devrait se traduire « techniquement » par une baisse des valorisations, déjà constatée sur le segment des sociétés cotées, et en partie dans le non coté (cf supra, chapitre info news).

La hausse des wacc en 2022 est liée à 2 facteurs principalement :

- l'augmentation des taux sans risques avec une évolution faible des primes de risques marché, alors que dans le passé, l'un évoluait de manière inversement proportionnel à l'autre).
- l'augmentation importante du coût de la dette / des spreads.

Les business plans avaient été généralement revus à la hausse fin 2021 avant la guerre en Ukraine. Le marché estime que les BP ont été peu revus (à la baisse) depuis la crise en Ukraine, et dans le contexte du risque de ralentissement de l'économie mondiale. Ainsi, le risque non traduit dans les BP est inclus dans le taux d'actualisation par les analystes / les évaluateurs, ce qui répond à une certaine logique.

***L'augmentation des wacc fin 2022 peut ainsi être analysée comme prenant en compte une « prime de risques liée à un certain optimisme des prévisions et à un risque de défaut (cf supra article sur l'augmentation du risque de défaut en 2023).***

Les augmentations de taux d'actualisation traduisent également les augmentations des risques pour certains pays, notamment des pays hyperinflationnistes , et peut être une certaine prime d'inflation (ex : Turquie).

Par ailleurs, dans un contexte de renchérissement de l'accès et du coût du financement, la capacité de la société à lever des fonds pour financer sa croissance et le poids de la dette sont pris en compte avec encore plus d'attention dans le cadre des évaluations. Comme indiqué à de nombreuses reprises, il convient d'être très vigilant et d'éviter une erreur souvent rencontrée en évaluation :

- *Le gearing des entreprises devrait augmenter du fait de la baisse conjuguée des valeurs d'entreprises et de la hausse de l'endettement net (et donc baisse de la valeur des capitaux propres), ce qui « arithmétiquement » minore le wacc,*
- *Si effectivement, le principe de l'effet de levier peut être source de création de valeur jusqu'à un certain niveau (si l'entreprise arrive à créer de la valeur sur les investissements réalisés par endettement), pour autant un niveau d'endettement excessif devrait conduire à appliquer une prime de risques spécifique.*

En ce qui concerne les taux de croissance à l'infini (tci), les évaluateurs manquent de visibilité à ce jour pour estimer les taux de croissance pour le calcul de la valeur terminale (horizon fréquemment de 5 ans). Les évaluateurs prennent en compte généralement (hors risques spécifiques à une entreprise) les prévisions effectuées à 2-3 ans par les organisations internationales (FMI,...). Force est de constater que ces organismes prévoient un « retour à la normale » pour de nombreux pays en 2024 / 2025. Ainsi, on constate peu d'évolution des tci à ce jour pour l'évaluation des sociétés résilientes.

Les évaluations du secteur des non cotés est encore marquée par des transactions intervenues en 2021 ou le 1<sup>er</sup> semestre 2022 : nous n'avons pas encore un recul suffisant sur les transactions réalisées sur le 2<sup>nd</sup> semestre 2022 (plein effet de la baisse des taux,...). Cependant, comme indiqué supra, la mise en œuvre d'une méthode analogique nécessitera encore plus que précédemment d'être rigoureux dans la sélection d'un échantillon de comparables, les sociétés d'un même secteur ayant montré des niveaux de résilience très différents au regard des différentes crises.

Ainsi, les pépites se valorisent toujours (à ce jour) aussi cher. En revanche, on s'aperçoit d'une tendance à la baisse des valorisations pour celles qui ne sont pas des pépites. Rappelons que les ajustements de multiples constatés dans le passé lors de crises importantes sont de près de 3 points.

La tendance à la baisse des valorisations est donc normale, à la fois sur le plan technique (dans le contexte de la forte hausse des taux, peu d'informations sur les transactions récentes,...), que sur le plan économique.

On ne parle pas encore de bulle financière. A ce jour, il est difficile d'estimer l'ampleur de la baisse en 2023 et 2024, qui dépend de très nombreux facteurs (baisse de l'inflation, retour à la croissance,...), et des événements imprévisibles (dans le contexte où l'imprévisible devient probable).

Pour autant, il est probable que :

- *les écarts entre les méthodes de valorisation mises en œuvre progressent,*
- *que l'écart-type des valorisations progresse fortement selon les entreprises / secteurs d'activité / contexte.*

Il est donc plus que jamais nécessaire :

- *d'être prudent dans l'utilisation de la méthode des transactions comparables.*
- *de mettre en œuvre une approche multi-critères pour les évaluations, en rationalisant les écarts entre les méthodes utilisées pour vérifier qu'il n'y a pas d'hypothèses structurantes mutuellement incompatibles.*

Au-delà des bases de données, l'exercice du jugement est plus que jamais important dans un contexte économique aussi incertain.

---

**Utilité du Taux de Rentabilité Interne (TRI) dans le cadre d'un PPA**  
**Relation entre les différents paramètres utilisés dans le PPA**

---

**Anastazija BUISSON**  
**Senior Manager Mazars – membre d'A3E**

Le PPA (« Purchase Price Allocation » ou « Allocation du prix d'acquisition ») est une étape nécessaire post acquisition, exigée par les normes comptables, qui consiste à allouer le prix payé aux actifs de la société cible. Cette allocation passe par une reconnaissance des actifs et passifs acquis, une détermination de leur juste valeur et enfin une affectation de la partie résiduelle en Goodwill.

Cet article n'a pas pour objectif de revenir sur les missions de PPA dans leur intégralité mais uniquement de présenter un focus sur le Taux de Rentabilité Interne (TRI ou IRR en anglais pour Internal Rate of Return), son utilité dans le cadre du PPA et son lien avec les autres paramètres calculés par l'évaluateur. Ainsi, il ne sera pas abordé le process d'identification des actifs, les méthodes d'évaluation, les divergences entre les référentiels comptables, ...

En bref, afin de réaliser une mission de PPA, plusieurs étapes sont nécessaires, et notamment :

- *la prise de connaissance et l'analyse de l'opération (présentation de la cible et de son activité, rationnel de l'acquisition, données clés, date de l'opération, prix et sa composition)*
- *la prise de connaissance du bilan d'ouverture,*
- *la prise de connaissance du business plan établi par le cédant et celui établi par l'acquéreur (dans ce cas, avant et après prise en compte des synergies),*
- *l'identification des actifs et des passifs,*
- *la valorisation des actifs identifiés par la mise en œuvre de méthodes adaptées,*
- *la détermination du goodwill résiduel,*
- *la détermination des durées de vie des actifs identifiés.*

Certains évaluateurs réalisent des PPA sans calculer un TRI, en se basant uniquement sur le taux d'actualisation (WACC) déterminé par ailleurs. D'autres ne calculent pas le WACC et se basent sur le TRI implicite uniquement. Nous avons également observé une pratique de rationalisation du WACC au travers d'une prime de risque spécifique implicite, permettant d'obtenir un WACC égal au TRI.

Par exemple, dans un PPA où le seul actif identifié était la relation clients, pour laquelle les surprofits ont été actualisés au TRI et les actifs support ont été soit rémunérés au TRI ou au taux sans risque - l'évaluateur n'a pas déterminé un WACC en considérant que ce paramètre n'avait aucune utilité.

Selon nous, le calcul d'un WACC est nécessaire dans le cadre d'un PPA, tout comme le calcul du TRI.

Pour rappel, la définition des deux termes est présentée ci-après :

- *le WACC (Weighted Average Cost of Capital ; ou CMPC pour Coût Moyen Pondéré du Capital) correspond au taux de rendement pondéré, exigé par les apporteurs de fonds d'une entreprise,*
- *le TRI correspond au taux de rendement implicite, obtenu par rapport au prix payé et aux informations financières utilisées dans le cadre de l'opération (le business plan de la société cible, notamment). Il correspond au taux de rendement attendu des actifs et passifs acquis. Il est calculé à partir d'un business plan « market participant » (hors synergies propres à l'acquéreur). La difficulté est liée au fait qu'en pratique, un tel business plan est rarement disponible, et qu'il est nécessaire de qualifier les différents niveaux de synergies.*

D'un point de vue théorique, dans un PPA où l'ensemble des hypothèses sont « market participant », le TRI est égal au WACC. Ainsi, le prix payé correspond à la juste valeur de la Société, car son business plan traduit parfaitement les seules « synergies market participant ». L'idée étant que le business plan devrait traduire uniquement les synergies que tous les participants du marché pourraient générer en prenant le contrôle de la société (et non pas des synergies spécifiques à l'acquéreur)

Des lors que le TRI n'est pas égal au WACC, ceci implique que le business plan communiqué inclut des synergies au-delà du concept de « synergies market participant » ou que le prix payé ne correspond pas à une juste valeur. Le sens de l'analyse est présenté ci-après :

- *TRI > WACC peut signifier que le business plan est trop volontariste, qu'il intègre des synergies / intentions propres à l'acquéreur ou que le prix payé reflète une « bonne affaire » pour l'acquéreur ;*
- *TRI < WACC peut signifier que le business plan est trop pessimiste, que « des synergies market participant » manquent dans la modélisation, ou que le prix payé pour la Société est plus élevé que sa juste valeur. Cette situation peut également exister dans les secteurs d'activité pour lesquels les multiples d'EBITDA sont très élevés (ex : digital), ou dans le cas de « pépites » pour lesquelles le rapport de force est en faveur du cédant.*

Ainsi, il est important de calculer le TRI avant de commencer les travaux de valorisation des actifs afin de rationaliser le business plan.

En théorie, l'évaluateur doit disposer d'un business plan préparé au moment de l'acquisition par le vendeur, assez réaliste, sur une durée suffisamment longue pour atteindre un « rythme de croisière » et traduire les seules synergies / économies de coûts qui pourraient être raisonnablement atteints par tout acteur du marché (business plan « market participant »). Comme en pratique, les business plans communiqués par l'acquéreur sont rarement « market participant », cela supposera généralement d'effectuer des ajustements.

Ainsi, l'évaluateur doit s'entretenir avec les personnes en charge de l'opération (idéalement des personnes de la direction financière de la cible et dans les équipes finances et M&A chez l'acquéreur) pour essayer d'identifier et de qualifier les synergies.

En pratique, dès lors que plusieurs business plans de la cible coexistent (par exemple : BP vendeur pré-acquisition trop optimiste ou au contraire trop conservateur, BP retravaillé lors de la VDD sur une durée différente, BP acquéreur, reforecast acquéreur à la date de l'opération, ...), l'analyse de la relation entre le TRI et le WACC peut permettre à l'évaluateur de comprendre et challenger les différents niveaux de prévisions disponibles afin de retenir dans ses travaux la version la plus appropriée.

Un écart très significatif entre le WACC et le TRI nécessite une analyse précise et une rationalisation, dans le contexte où le TRI d'une opération n'est généralement pas représentatif des TRI de marché.

Une rationalisation précise peut être difficile à réaliser dans certaines situations, notamment lorsque le prix final résulte d'une négociation entre les parties qui est déconnectée des business plans établis (ex : « pépites » dans des secteurs où les niveaux de valorisation sont très élevées ; inversement, « ventes forcées » ; compléments de prix déterminés selon un business plan alternatif ;...).

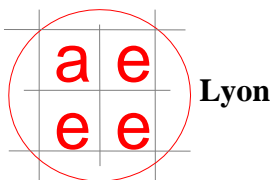
Le TRI est préconisé par la plupart des cabinets (même si cette position n'est pas partagée par certains évaluateurs) pour les travaux de valorisation en tant que taux d'actualisation pour la détermination de la valeur de certains actifs incorporels ou pour la détermination de la charge capitalistique pour certains actifs-supports pour la méthode des surprofits.

Néanmoins, selon l'analyse des raisons expliquant un écart significatif entre le TRI et WACC, le WACC théorique peut s'avérer être le taux le plus pertinent (cf supra) à retenir dès lors que la rationalisation des écarts entre les deux paramètres ne peut pas être réalisée précisément. Dans tous les cas, le choix du / des taux doit être documenté.

A l'issue (ou en parallèle) des travaux de valorisation, il est nécessaire de prendre du recul et de rationaliser les paramètres utilisés. Cette rationalisation est notamment réalisée pour vérifier la non prise en compte de certains actifs plusieurs fois (imbrication de la valeur des incorporels reconnus), ainsi que la comparaison avec les études portant sur des PPA du même secteur.

Il est également souhaitable de mettre en œuvre une analyse du WARA (Weighted Average Return on Assets ou Taux de Rendement Pondéré des Actifs). Le WARA converge en théorie vers le WACC/TRI. En pratique, l'analyse menée consiste à calculer la contribution pondérée des taux de rémunération des différents actifs et passifs acquis afin de s'assurer que le Goodwill résiduel présente un taux de rendement implicite (i) supérieur aux autres actifs pris individuellement et (ii) supérieur au WARA.

***En synthèse, la rationalisation des différents paramètres utilisés dans le cadre d'un PPA est une étape nécessaire à la fois pour la modélisation des valeurs individuelles des actifs, mais également pour valider la cohérence globale du travail de l'évaluateur. Il n'est pas souhaitable de calculer un seul des deux paramètres, même lorsque l'évaluateur décide d'utiliser un taux unique qui lui semble justifié et approprié. En effet, avec une telle simplification, l'évaluateur se permet de faire une impasse sur le volet « rationalisation » et risque de laisser des incohérences dans le PPA dans son ensemble.***



---

## Réflexion sur les liens entre la qualité de la stratégie et sa valeur financière

---

*Philippe BAU*  
*Membre d'A3E – Fondateur de CREAVALEUE*

Cet article tente de décrire les liens entre la qualité de la stratégie et sa valeur financière.

Il existe de nombreuses définitions de la stratégie ; nous retenons celle de Frédéric Fréry, Professeur de stratégie à ESCP EUROPE : « La stratégie est une allocation de ressources qui engage l'entreprise dans le long terme afin d'obtenir une performance durablement supérieure à celle des concurrents ».

L'évaluation d'un actif (immobilier, matériel, immatériel, financier) consiste à proposer une valeur financière de cet actif à un moment donné, dans un contexte spécifique.

La démarche d'évaluation permet de révéler les forces et les faiblesses attachées à cet actif et qui ont un impact sur sa valeur financière.

La valorisation d'un actif, qui est différente de l'évaluation, **consiste à améliorer le potentiel de création de valeur de cet actif, à augmenter sa valeur financière et extra-financière**. Cette valorisation se fait à travers des choix d'investissements stratégiques en vue d'améliorer les forces et diminuer ses faiblesses.

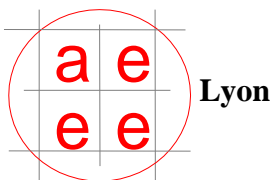
Grâce à un enchaînement régulier des étapes de valorisation et d'évaluation, l'entité concernée améliore la puissance et la durabilité de ses actifs, et consolide sa valeur extra-financière et donc sa valeur financière. Elle justifie cette valeur extra-financière et financière auprès de ses parties-prenantes. Elle met alors en valeur, elle valorise la qualité de sa stratégie.

La valeur extra-financière est celle, difficilement immédiatement mesurable financièrement, qui se transforme en valeur financière.

Par exemple, un mode de gouvernance collaboratif va entraîner une plus grande motivation et implication des équipes ; la qualité de l'excellence opérationnelle va s'améliorer et améliorer la performance globale.

C'est pourquoi, et de manière réciproque, une démarche d'évaluation financière d'un actif doit pouvoir remonter à la performance extra-financière de cet actif. La performance extra-financière s'apprécie relativement à la maîtrise de cet actif et à la durabilité de cet actif par l'entité.

Le degré de maîtrise de ces actifs et leur durabilité vont impacter leur valeur financière.



La durabilité d'un actif dépend des risques liés à sa pérennité physique, des risques liés à son obsolescence et à la qualité des droits de propriété intellectuelle.

Notamment, la valeur extra-financière et donc financière d'une entité dépend de la pertinence de la stratégie déployée et de la qualité de sa mise en œuvre opérationnelle.

C'est pourquoi on peut tendre un fil entre la valeur de la pertinence de la stratégie déployée et plusieurs actifs spécifiques qui mesurent cette pertinence :

- *parmi les actifs de vision stratégique, par exemple le savoir-faire de vision des créateurs dirigeants,*
- *parmi les actifs de mise en œuvre de la stratégie, par exemple le savoir-faire de prise de décision.*

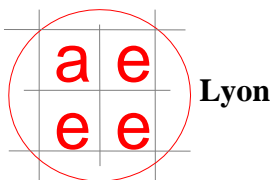
La valeur financière de ces actifs spécifiques est une partie de la valeur d'entreprise, et son quantum dépend de plusieurs facteurs :

- *la maturité et la pertinence du modèle économique et de la proposition de valeur*
- *la constitution de tous les actifs-clés contribuant à la valeur d'entreprise*
- *la contribution de ces actifs spécifiques par rapport à la contribution de l'ensemble de tous actifs-clés*

Dans les deux exemples ci-dessus, un savoir-faire détenu par une seule personne présente des risques de durabilité physique. Un savoir-faire détenu par un salarié non impliqué au capital et n'ayant pas signé d'accord de confidentialité présente un risque dans la qualité des droits de propriété intellectuelle.

Une autre approche de la valeur de la pertinence de la stratégie déployée consiste à identifier l'écart de performance avec des sociétés comparables et pour lesquelles il est manifeste que l'avantage concurrentiel provient de ces mêmes actifs spécifiques. L'écart de performance financière provient donc de la qualité différentielle de ces actifs spécifiques et l'écart de valeur peut donc leur être attribué.

Pour cela, comme dans toute mise en œuvre de la méthode des comparables, il faut vérifier que les autres actifs que ceux qui font l'objet de l'évaluation sont équivalents dans leur contribution de création de valeur, ce qui n'est jamais très simple.



---

## Réflexion sur l'évaluation des TPE - PME

---

*Eddy BLOY*  
*Vice-Président A3E*

L'évaluation des TPE-PME nous semble se poser de nouveau pour au moins deux raisons :

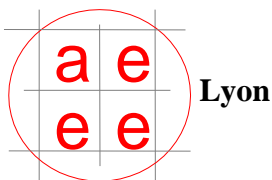
- *d'abord parce que nous avons progressé dans notre pratique de la valorisation. Ce mouvement s'est traduit par une plus grande rigueur et une plus grande sophistication qui rendent la lecture et l'interprétation des résultats plus difficiles, et les font apparaître parfois décalés de la réalité d'une petite entité.*
- *ensuite, parce que la conséquence immédiate de ces améliorations se traduit dans le coût des opérations qui peut apparaître pour certains chefs d'entreprise sans relation avec l'enjeu que représente l'évaluation dans le cadre de leurs préoccupations du moment.*
- *enfin, parce que la lourdeur des opérations se heurte au manque d'informations disponibles comme à la dimension des enjeux.*

Notre propos n'est pas de proposer de nouvelles formules d'évaluation spécifiques au cas des TPE-PME mais de souligner que le « plus » peut être l'ennemi du bien. Il ne sert à rien de vouloir appliquer à des entités de tailles réduites ne disposant que d'outils de gestion rudimentaires, des méthodes d'évaluation qui exigent d'être nourries de données indisponibles ou hasardeuses.

Il faut alors s'interroger sur l'approche qu'il convient d'adopter face aux considérations que nous venons d'évoquer en signalant trois points :

- *il paraît d'abord utile de passer par le détour des fondements de la valeur et leurs traductions dans le cadre de l'évaluation d'entreprises, ce qui nous permettra de réfléchir sur une prétendue opérationnalité de la méthode des multiples dans le cas de petites entreprises,*
- *ensuite, je pense utile de pointer les adéquations qui doivent se manifester entre les attentes des demandeurs et les techniques utilisées, tout particulièrement dans le cadre des TPE-PME,*
- *enfin, je m'interrogerais sur les méthodes qui peuvent être adaptées au cas de TPE-PME en l'absence de business-plans élaborés.*





## Comprendre la valeur pour définir les méthodes

---

La définition et le contenu de la valeur sont les fondements même de l'économie et de toutes les disciplines qui en découlent.

Il y a, pour faire simple, deux écoles :

- la valeur utilité,
- la valeur travail (d'une certaine façon, il s'agit de la valeur fondée sur les coûts).

Transposée dans le champ de l'évaluation d'entreprise, on pourrait dire que :

- la valeur fondée sur les revenus ou les flux de trésorerie relève de la valeur utilité (pour des raisons théoriques que je ne développe pas) ;
- la valeur fondée sur les coûts de reconstitution relève à l'évidence de la deuxième école. Sur le plan strictement économique cette approche est donc parfaitement fondée ;
- la valeur patrimoniale intégrant le goodwill mêle les deux approches dans des proportions variables selon les cas d'espèce.

On préconise souvent, pour simplifier l'évaluation dans les cas des entreprises de petites tailles de recourir à la méthode des multiples. Cette logique conduit souvent à privilégier une détermination des multiples sur une base analogique.

Qu'en est-il des valeurs fondées sur les méthodes analogiques ? *A priori*, il ne s'agit pas de valeur mais de prix. Ces prix peuvent-ils véritablement refléter la valeur ? On peut répondre à cette question par l'affirmative mais de façon nuancée.

Oui, si le prix auquel on fait référence a été formé sur un marché respectant de nombreuses conditions qui, pratiquement, ne sont jamais réunies. Ces marchés, pour la plupart, ne restituent pas ces conditions extrêmement strictes et des références extraites brutalement des données produites en temps réel ne coïncident avec des valeurs « vraies » que par la survenance d'heureuses contingences. Et d'ailleurs de quels marchés parle-t-on :

- Les plus évidents sont évidemment les marchés financiers. On n'a jamais vraiment montré qu'ils étaient systématiquement efficaces et même s'ils l'étaient ce n'est pas pour autant qu'ils seraient les transpositeurs fidèles des valeurs des entreprises cotées.

Il y a au moins deux raisons à cela :

*- en premier lieu l'efficience se définit par l'aptitude à traduire dans le prix toute l'information disponible. Pour que le prix traduise une valeur fondamentale encore faut-il que cette information disponible et « moulignée » par le marché soit propre à conduire le prix au niveau de la valeur. A ma connaissance, cette situation est fortement contestée. Au demeurant, les asymétries d'informations sont la règle sur les marchés financiers ce qui est de nature à biaiser les évaluations.*

*- en deuxième lieu, les bourses ne cotent pas des entreprises mais des titres. L'acquéreur d'une action n'achète pas une entreprise mais fait un placement ou, au mieux, prend une participation significative. Il y a donc, là aussi, un biais entre prix et valeur.*

*- pour le non coté peut-on réellement parler de marché ? Il en est ainsi quand il se produit un grand nombre de transactions portant sur des exploitations quasiment similaires. Les cas les plus courants se rencontrent dans le cadre des acquisitions portant sur certains types de commerces. Hors ce cas de figure, nous ne pensons pas que les transactions relèvent de logique de marché au sens économique du terme. Qu'il s'agisse de fonds d'investissement ou d'intermédiaires, ils opèrent sur des opportunités nombreuses certes mais relativement faibles par rapport au potentiel de marché ou bien encore sur des opportunités qui peuvent épuiser toutes les possibilités mais qui se rapportent à un effectif trop mince pour que l'on puisse parler d'un marché susceptible de produire un prix d'équilibre reflétant une valeur fondamentale.*

Faut-il pour autant abandonner toute ambition de déterminer une valeur à partir d'une méthode analogique ?

Bien évidemment non, mais il faut circonscrire son utilisation tant dans son champ de pertinence, que dans sa mise en œuvre. Son principal mérite est de s'assurer que des valeurs fondamentales ont une certaine pertinence de marché.

Une remarque pour finir mes réflexions sur ce point : une concordance de chiffres en croisant cette méthode avec une approche fondamentale reposant sur une valeur d'utilité suppose souvent des ajustements (décote ou autres, pertinents ou pas) qui nous permettent de retomber sur nos pieds, autrement dit on rationalise le prix pour le transformer en valeur. Pourquoi pas, au moins faut-il s'assurer que cette série d'opérations ne repose pas sur une trop grande part d'arbitraire.

### Quelles méthodes pour quelles attentes ?

---

Je me place délibérément dans le cadre d'une entreprise exploitée dans un cadre sociétaire. Cette question n'est pas spécifiquement liée à la taille de l'entreprise. Nous connaissons tous les principaux contextes de ces demandes :

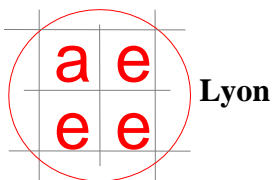
- *cession,*
- *restructuration,*
- *transmission à titre gratuit,*
- *contentieux fiscaux sur la valorisation.*

Je ne suis probablement pas exhaustif. Chacun de ces cas peut lui-même se dérouler à l'intérieur de cas de figures différents.

Ainsi dans le cas de cession, on est sollicité par un vendeur, un acheteur ou nous sommes tiers arbitre. S'agit-il de majorité ou de minorité ?

Des questions semblables peuvent également se poser dans le cas de restructurations.

Les transmissions à titre gratuit peuvent convoquer des questions analogues auxquelles vont se surajouter des questions familiales et fiscales qui peuvent compliquer l'approche.



Enfin, inutile de dire qu'intervenir dans le cadre d'un contentieux fiscal met l'évaluateur dans une situation où il est contraint par des évaluations administratives reposant sur des méthodes contestables mais dont il est difficile de ne pas tenir compte et une volonté minorative de la part du demandeur.

***Je pense que dans beaucoup de cas les demandeurs attendent à la fois une information sur la valeur, mais également une information sur les prix.***

C'est à mon avis la situation rencontrée lors de cessions d'entreprises. *Même si fondamentalement, acheteurs ou vendeurs veulent une information sur les prix pratiqués, il est important de leur fournir une information sur la valeur.* Celle-ci a vocation à fournir un point d'ancrage à la décision dans la mesure où elle permet de situer le prix pratiqué ou praticable relativement à la valeur intrinsèque liée le plus réalistement possible à des données objectives de l'entreprise.

Accessoirement, il est évidemment intéressant de connaître, tant pour l'acheteur que pour le vendeur, la valeur subjective que présente l'entreprise une fois acquise car l'acquisition peut faire évoluer les fondamentaux de la cible convoitée.

**Pour nous, il est clair qu'il s'agit de fournir une valeur d'utilité dans la plupart des cas.** Nous pensons que s'agissant des TPE-PME la valeur peut résulter du croisement d'une méthode DCF et d'une méthode patrimoniale augmentée (ou réduite si négatif) d'un goodwill.

La méthode analogique devrait être là pour fournir un prix. Si l'on recherche un prix, tout particulièrement dans le cas des TPE-PME, il faut être attentif à sélectionner de véritables pairs. ***Cela exclut, selon moi, le recours à des comparaisons boursières assorties de décotes diverses et variées.***

Je ne suis même pas sûr que le recours aux bases de données usuelles soit toujours d'un grand secours car, à ma connaissance, elles ne fournissent pas toutes les informations permettant de s'assurer que l'on est réellement dans le cas de figure de la cible concernée.

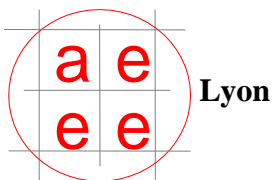
A la limite, il n'est pas sûr que les opérateurs, vendeurs ou acheteurs, n'aient pas une meilleure connaissance des transactions portant sur des firmes proches économiquement et géographiquement.

A charge pour l'évaluateur de vérifier la comparabilité de ces transactions à celle pour laquelle il est appelé en consultation et si cette concordance lui paraît assuré de retenir l'une ou l'autre de ces opérations.

Les cas de restructurations et de transmissions à titre gratuit devraient clairement référer à la seule utilité avec d'éventuelles décotes de minorité. A mon avis, elles devraient exclure les déterminations analogiques.

Dans le cas des évaluations fiscales l'expert a deux possibilités selon moi :

- *s'en tenir à sa pratique d'évaluateur et confronter ses résultats avec ceux de l'administration, et à partir de cette dernière pointer les éventuelles incohérences pour défendre le dossier avec peu de chance de succès,*
- *S'en tenir aux méthodes de l'administrations et pointer les failles de l'administration dans la mise en œuvre de ces méthodes.*



## Simplifier les approches pour les adapter aux données disponibles dans les TPE-PME

Selon l'INSEE, les PME vont de 0 à 250 millions d'euros de CA avec une sous-catégorie micro-entreprises qui va jusqu'à 2 millions d'euros (en nombre, cette catégorie représente la majorité des entreprises). Éliminons le cas des start-ups où, même avec un chiffre d'affaires de quasiment 0, on peut se poser la question d'évaluer car elles relèvent plus de l'évaluation de projet que de l'évaluation d'entreprises proprement dite.

Nous pensons que toutes les méthodes peuvent s'appliquer à la « fraction haute » des PME. On comprendrait difficilement qu'une société réalisant plusieurs dizaines de millions d'euros de chiffres d'affaires ne soient pas à même de réaliser des prévisions structurées.

La possibilité de l'application des valeurs fondées sur l'anticipation des revenus futurs se pose clairement dans le cadre de la « fraction inférieure » des PME.

Cela va de soi s'agissant des micro-entreprises au sens de l'INSEE mais cette application reste problématique bien au-delà de 2 millions d'euros.

La question qui se pose alors, est de savoir jusqu'à quelle taille on peut accepter qu'une entreprise ne soit pas capable d'établir des prévisions structurées.

J'avoue que je ne suis pas capable de répondre simplement à cette question car il n'y a pas que la question de la taille qui entre en jeu quand on s'interroge sur la faisabilité de la prévision. Le secteur, le marché, le type de clientèle, le nombre et la qualité des agrégats prévisionnels sont autant d'éléments à prendre en compte.

Cela étant dit, je serais tenté de dire que jusqu'à 10 millions d'euros, je peux comprendre que monter une prévision DCF sur un horizon de 5 ans puisse représenter un effort conséquent. A partir de cette taille et au-delà, j'ai un peu de mal à comprendre que l'on ne se pose pas les questions auxquelles il faut répondre pour monter un DCF.

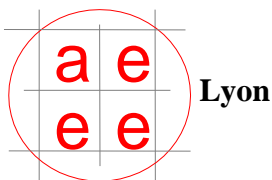
Si on ne peut obtenir des prévisions cohérentes mieux vaut alors s'en tenir à une méthode de multiple, de préférence d'EBIT ou d'EBITDA. Se pose alors la question du multiple. J'ai souligné les réticences que m'inspirait la méthode analogique mais pourquoi pas.

Idéalement le mieux serait de déterminer le multiple à partir de données propres à l'entreprise en se fondant sur des modèles simples dérivés de Gordon-Shapiro. Rémy Pailard nous avait livré des réflexions sur ce thème il y a longtemps (PPT du 8 janvier 2008). Il évoquait d'ailleurs plutôt le multiple d'EBIT que d'EBITDA mais, il est assez facile de faire évoluer une formule de multiple d'EBIT vers une formule de multiple d'EBITDA. Je rappelle la formule du multiple d'EBIT pour information :

$$EV/EBIT=(1-T)*(1-g/Rce)/(w-g)$$

où  $T$  est le taux d'imposition,  $g$  le taux de croissance,  $Rce$  la rentabilité des capitaux employés, et  $w$  le  $wacc$ .

L'avantage d'une telle formule est de permettre en théorie de fournir un multiple dépendant des seuls paramètres de l'entreprise, sans référence à des données externes dont la comparabilité peut toujours être sujette à caution.



Dans la pratique et pour des raisons qu'il serait long de détailler en quelques mots, ces paramètres sont assez difficiles à établir si on veut qu'ils échappent aux contingences des données propres à un petit nombre de « bilans » et donc qu'ils soient peu ou prou bordés par une normalisation traduisant des tendances de fond.

On peut être sûr que des retraitements seront nécessaires et qu'une part d'arbitraire sera présente dans ces calculs.

On voit d'ailleurs qu'il y a une certaine contradiction entre ne pas être en mesure de faire une prévision et introduire un taux de croissance qui est une sorte de prévision. On peut, tout aussi bien, si l'on ne s'estime pas à même de s'engager dans la détermination d'un taux de croissance de long terme, avoir recours à un simple modèle de capitalisation sur la base du wacc.

La validité de l'évaluation dépendra de la rigueur mise en œuvre pour la détermination tant du résultat que du wacc.

Partant de ces modèles internes, on peut également adopter une autre approche qui est celle du rétro-pédalage.

Il s'agit, en fait, d'un modèle de cohérence, plus que d'une véritable méthode d'évaluation. La démarche consiste à fixer une valeur cible par une méthode analogique, par exemple, et à vérifier à quel niveau les paramètres de croissance et de rentabilité devraient s'établir, à wacc donné, pour que cette valeur analogique soit vérifiée.

Si cet examen révèle des valeurs « paramétriques » invraisemblables, il faut évidemment ajuster le multiple à hauteur de valeurs, tant en termes de rentabilité que de croissance, qui soient soutenables.

Ce type de logique a le mérite de borner une méthode analogique par des données intrinsèques en cohérence avec la réalité de l'entreprise.

En tout état de cause, on voit qu'une des approches possibles pour simplifier la détermination de la valeur réfère à la méthode des multiples, non parce qu'elle est la plus simple mais tout simplement parce qu'elle est la plus adaptée aux données disponibles notamment dans les TPE.

Cette méthode repose sur les flux de revenus de l'entreprise et renvoie donc à une notion de valeur utilité.

**Cette dernière remarque me conduit à considérer que l'on pourrait croiser la méthode précédente avec une démarche reposant à la fois sur la valeur coût et la valeur utilité, à savoir : la méthode patrimoniale augmentée d'un goodwill.**

Cette méthode est adaptée à toutes tailles d'entreprise car les données de bases nécessaires ressortent de la comptabilité. Là encore, à défaut de prévisions on peut déterminer la rente de goodwill à partir d'un résultat récurrent. Nous préconisons que la valeur du goodwill soit déterminée sur la base d'un multiple calculé à partir d'une capitalisation intégrant l'amortissement du goodwill selon la relation :

$$\text{Multiple} = \text{Akn} / (1 + \text{Akn}/n)$$

Où  $\text{Akn} = \sum_{1}^n \frac{1}{(1+k)^n} \pi$  n étant la durée d'amortissement du goodwill.

L'avantage d'une telle formulation est de fixer la valeur du goodwill sur la base d'un horizon temporel dépendant d'une analyse de la rémanence des avantages compétitifs de l'entreprise.

---

## Conclusion

---

Notre propos n'est pas ici de contester la pertinence de toutes les méthodes habituellement mises en jeu par les experts en évaluation. Il s'agit de proposer des alternatives pouvant fonctionner dans le cadre d'entreprises manifestant une certaine « rusticité » dans leurs outils de gestion.

Les méthodes analogiques ou les comparaisons boursières constituent souvent, selon, moi de fausses sécurités.

La méthode analogique suppose que l'on soit à même de constituer un échantillon d'entreprises dans le même secteur composé d'entités comparables en termes de taille, de potentiel de croissance et de rentabilité. On n'est évidemment jamais sûr que de telles conditions soient réalisées. Par ailleurs, les échantillons étant de faibles tailles, il suffit d'une valeur aberrante pour bouleverser le niveau de la moyenne.

Les comparaisons boursières posent clairement des problèmes de comparabilité en termes de taille.

Dans ces conditions, je pense qu'il est préférable de fonder la valeur d'utilité sur une capitalisation simple de revenu en faisant porter l'effort d'analyse sur le niveau du revenu récurrent et le niveau du taux d'actualisation adapté à l'exploitation de la firme.

On peut également comme l'ont souligné les développements du dernier paragraphe, capitaliser les revenus récurrents sur la base d'un modèle un peu plus complexe intégrant le taux de croissance de long terme et le potentiel de rentabilité.

Je pense qu'en croisant ces résultats avec une valeur patrimoniale corrigée du goodwill, on peut obtenir une fourchette de valeur relevant d'une démarche suffisamment rigoureuse.

Il ne s'agit pas de proposer une évaluation à deux vitesses mais simplement de proposer une adaptation raisonnée des méthodes à la taille des entreprises. C'est de la rigueur de la mise en œuvre de ces adaptations que dépendra la fiabilité des résultats obtenus et non de la sophistication des méthodes.